

Halbjahresbericht H1 2024

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2024 – 30.06.2024

Köln, 15. Juli 2024

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Berichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die Gesamtentwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016 beträgt zum Stichtag (30.06.2024) **54,08%**.

Die rollierende Entwicklung des NAV *SQUAD Aguja Opportunities I* der letzten Jahre finden Sie am Ende des Berichts.

Die monatliche Entwicklung des NAVs seit Auflage in Prozent in der Übersicht:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50	0,77	0,25	-1,08	1,83	-0,38	0,24	-5,80	-0,49	-2,05	-11,72
2019	4,52	1,49	0,46	4,36	-2,43	0,37	0,25	-0,07	1,09	2,99	2,63	1,86	18,75
2020	0,08	-3,08	-11,12	10,86	2,81	1,84	1,67	7,73	2,61	4,14	7,31	7,65	35,28
2021	1,93	3,57	1,03	2,96	1,17	-0,40	-0,91	-0,60	-1,16	-0,57	-1,70	0,05	5,35
2022	-3,30	-4,01	-1,08	-1,36	-0,18	-3,47	-0,50	0,49	-9,71	0,57	2,57	0,06	-18,68
2023	4,66	0,60	-1,16	-0,95	1,84	0,55	1,64	-1,65	-2,56	-3,26	3,75	1,68	4,93
2024	0,45	1,07	-0,33	0,80	3,12	-1,07							

Die Allokation zum 30.06.2024, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	67%*
<i>davon Aktien mit Anleihecharakter:</i>	6%
Anleihen:	32%
<i>davon Hybridanleihen:</i>	2%
<i>davon Wandelanleihen:</i>	30%
<i>davon Senior Anleihen:</i>	0%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%
Kasse:	1%
Derivate:	0%

Deutschland:	17%
Restl. Europa:	66%
Nordamerika:	10%
Sonstiges:	7%
Gold (Xetra):	0%
Kasse:	1%

Stand: 30.06.2024; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 61%** (Aktien-Exposure nach Berücksichtigung des Absicherungsvolumens von Derivaten und abzüglich Aktien mit Anleihecharakter)

Im Anhang finden Sie eine Übersicht über vom Fonds gehaltene, potenzielle **Nachbesserungsrechte**, die ohne Wert bilanziert werden und aktuell ein Andienungsvolumen von 24.860.657 Euro umfassen.

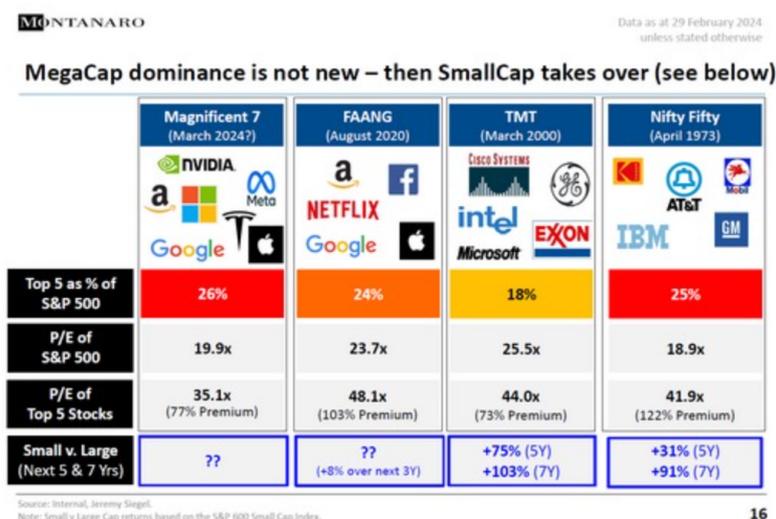
Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Wertpapieren handelt es sich um ehemalige / aktuelle Fondsinvestments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinster Weise eine Handlungsempfehlung dar. Quelle für Kursangaben und Wertentwicklungen im Text ist – soweit nichts anderes genannt wird – Bloomberg

Der Fonds schloss das erste Halbjahr 2024 mit einem Plus von 4,05% ab. Im folgenden Zwischenbericht wollen wir einen kurzen Überblick über die Entwicklung der letzten Monate, die aktuelle Positionierung und unsere Erwartungen für die nächsten Monate geben.

Kapitalmarktumfeld und Fondsentwicklung

Das erste Halbjahr 2024 war weiterhin von ähnlichen Trends geprägt wie bereits die Monate zuvor. Weiterhin bestimmen Inflationszahlen, und -erwartungen und damit verbundene Schlussfolgerungen für die Zentralbankpolitik das Geschehen maßgeblich, wengleich selbstverständlich auch geopolitische und andere Faktoren, wie die anstehende US-Wahlen oder die unerwarteten Parlamentswahlen in Frankreich, die Märkte beeinflussen. Die Dominanz der US-Mega-Caps war auch im Jahr 2024 zu beobachten, hinzu kam der Boom der Aktien von Unternehmen mit Bezug zu AI (*Artificial Intelligence*), allem voran NVIDIA. Viele Kapitalmarktberichte thematisieren genau letztere Entwicklung und zeigen auch den gravierenden Unterschied der Betrachtung des S&P 500 gegenüber einer gleichgewichteten Variante desselben (ca. 15% Performance in H1 vs. gleichgewichtet 4,8%).

Wichtiger für die Positionierung ist natürlich die Frage, wie dieser Trend sich fortsetzen wird. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass eine solche Dominanz von Mega-Caps weder neu ist noch, in der Regel, langanhaltend. Dies verdeutlicht auch die folgende Graphik, aus der hervorgeht, dass in bisherigen vergleichbaren Phasen auf die extreme Dominanz eine mehrjährige Underperformance (blau umrandet) von Large-Caps gegenüber Small-Caps folgte:



Quelle: Montanaro Asset Management, Stand 29.02.2024

Während der SQUAD Aguja Opportunities nicht primär auf Small- und Mid-Caps fokussiert ist erscheinen die Bewertungen dieser in Anbetracht zur ebenfalls hohen Qualität vieler Hidden Champions im Vergleich zur Bewertung vieler Large-Caps zunehmend unverhältnismäßig attraktiv. Aus diesem Grund hält der Fonds auch weiterhin am in den letzten Berichten bereits thematisierten Exposure zu Small- und Mid-Caps fest, wengleich dies auch in den letzten Monaten wenig Rückenwind bot. Allerdings zeigten einzelne Phasen in den letzten Monaten Tendenzen zu einer Trendumkehr und einer guten Performance von Titeln geringer kapitalisierter Unternehmen. Dies zeigt sich auch beim Blick auf die Kontribution der Fondsbausteine in den letzten 12 Monaten. Zwar weisen Large-Caps noch immer eine dominante Kontribution auf, Small-Caps konnten aber zuletzt auch wieder leicht positiv beitragen und auch die Liquidität erscheint uns in den letzten Wochen zunehmend verbessert:

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Letzte 12 Monate
Aktien	-2,88%	+1,28%	+0,53%	+2,68%	+1,61%
davon Large-Cap	+0,16%	+0,33%	+2,15%	+2,48%	+5,12%
davon Small-Cap	-3,05%	+0,95%	-1,62%	+0,20%	-3,52%
Aktien mit Anleihecharakter	+0,28%	+0,36%	-0,08%	+0,06%	+0,62%
Renten	+0,32%	+0,67%	+0,82%	+0,34%	+2,15%
Absicherung	-	-	-	-	-

Quelle: Axxion, eigene Berechnungen, Stand: 12.07.2024

Ebenfalls in der Kontributionsübersicht zu erkennen sind die weiterhin recht stabilen Beiträge der Bausteine Aktien mit Anleihecharakter und Renten. Im Baustein Aktien mit Anleihecharakter gab es dabei im ersten Halbjahr weniger Events, weshalb die Kontribution eher gering, aber stabil ausfiel. Der Baustein Renten lieferte im ersten Halbjahr eine Kontribution von 1,16%, was bei einer aktuellen Gewichtung von 30-33% in etwa einer Performance von 3,7% auf das halbe Jahr entspricht (bzw. einer annualisierten Performance von ca. 7,4%). Dabei macht der Fonds sich die aktuelle Zinsstruktur zunutze, die es ermöglicht mit relativ kurzen Laufzeiten von 1-3 Jahren attraktive Renditen zu erwirtschaften bei sehr beschränktem Zinsänderungs- sowie Kreditrisiko. Letzteres ist nicht zu unterschätzen, denn die Modellierung und Prognose der Cash-Flows und Bonität für einen Zeitraum von 1-3 Jahren ist deutlich einfacher als für einen längeren Zeitraum. Sicherlich wird sich die Zinsstruktur in Zukunft wieder verändern, sodass eine Positionierung im etwas längeren Laufzeitenbereich möglicherweise wieder attraktiver werden würde, so dass auch mittelfristig mit einer Performance des Bausteins im Bereich der aktuellen Performance möglich sein sollte.

Als Fazit für das erste Halbjahr sehen wir eine Stabilisierung und Normalisierung im Bereich Aktien, vor allem Small-Caps, bei nach wie vor positiven stabilen Beiträgen aus den weiteren Bausteinen. Sicherlich wäre eine stärkere Performance im Bereich Aktien durch Small- und Mid-Caps wünschenswert, bei den aktuell niedrigen Bewertungen sehen wir hier jedoch für die nächsten Jahre gute Ertragschancen und wären überrascht, wenn diese Werte nicht früher oder später wesentlich besser performen würden als Large-Caps.

Entwicklung von Einzeltiteln

Auf Basis der Einzeltitel gab es im ersten Halbjahr keine größeren Ausschläge, wobei sich das Bild der letzten Monate tendenziell fortsetzte. So gehören zu den negativen Kontributoren primär europäische Small- und Mid-Caps. Eine sehr schwache Entwicklung zeigte unter anderem die Aktie von **HelloFresh**, nachdem das Unternehmen die Erwartungen für Umsatz und Marge erneut gesenkt hatte, was die Glaubwürdigkeit des Managements in Frage stellt und uns negativ überrascht hat. Der Fonds ist primär in die Wandelanleihe des Unternehmens investiert gewesen, die eine attraktive Rendite bot und durch diese Entwicklung nur wenig betroffen war – die Kreditwürdigkeit des Unternehmens wurde im Rahmen der Meldung aufgrund der sehr soliden Bilanz und kurzen Laufzeit zurecht nicht in Frage gestellt. Daher bot die Wandelanleihe im ersten Halbjahr sogar eine leicht positive Kontribution. Eine kleinere Position hat der Fonds allerdings auch in der Aktie, wodurch insgesamt eine negative Kontribution erzielt wurde. Auf aktuellem Niveau erscheint diese nun mit einem Kurs-Umsatzverhältnis von unter 0,2x wenig ambitioniert bewertet zu sein und attraktiven Optionscharakter aufzuweisen. Der Markt scheint aktuell sowohl den Bereich der Kochboxen (besonders in Nordamerika schwache Umsatzentwicklung), als auch den stark wachsenden Bereich Fertigerichte (erhöhte Anlaufkosten für neue Produktionsstätten sowie Marketing) sowie weitere Geschäftsbereiche (GoodChop/ThePetsTable) sehr negativ zu bewerten. Auf aktuellem Niveau halten wir die potenzielle Upside durch positive Überraschungen - etwa im Falle von stabilisierenden Kochboxumsätzen und/oder einem größeren Kostenprogramm nach den hohen Investitionen der Vorjahre – für deutlich höher als die Downside durch weitere mögliche Enttäuschungen, sodass der Fonds an der Position aktuell weiter festhält.

Nach einem starken 2. Halbjahr 2023 hat auch die Aktie des britischen Reiseanbieters **On the Beach** schwächer performt. Dies entspricht unserer Auffassung nach aber keineswegs der operativen Entwicklung. Im Gegenteil, die Buchungszahlen in UK und auch für On the Beach für das Jahr 2024 sind bisher besser als von uns erwartet, dazu hat das Unternehmen einen wegweisenden Deal mit Ryanair abgeschlossen. Das Unternehmen bietet eine Online-Plattform mit dynamischen Reisepaketen an. Ryanair hatte bisher stets versucht zu unterbinden, dass seine Flüge hierbei gebucht werden. Mit dieser Vereinbarung konnte nun ein größeres operatives Risiko minimiert werden. Insofern erachten wir die Entwicklung der Aktie in den letzten Monaten als weniger operativ und eher liquiditätsgetrieben begründet und sehen vielmehr ein hohes Potential.

Auch bei den weiteren Titeln mit negativer Kontribution im ersten Halbjahr handelt es sich um europäische Small- und Mid-Caps, wobei keiner der Titel eine signifikant negativere Kontribution aufweist.

Auf der Gegenseite konnten allerdings auch europäische Small- /Mid-Caps mit einer positiven Kontribution zur Fondsentwicklung beitragen. So befinden sich unter den Top 5 Titeln gleich zwei Aktien skandinavischer Unternehmen, Protector (Versicherung, Norwegen) und Crayon (IT-Service, Norwegen). Dabei setzte **Protector** die positive Entwicklung aus dem Vorjahr fort. Mit starkem Wachstum, guten Combined Ratios (Verhältnis aus Kosten zu Ertrag im Versicherungsgeschäft) und zudem hohen Erträgen aus der Anlage der vereinnahmten Versicherungsprämien konnte das Unternehmen weiterhin überzeugen.

Die Aktie von Crayon zeigte im zweiten HJ 2023 deutliche Schwäche, zum einen aufgrund einer zyklischen Schwäche im skandinavischen IT-Consulting, aber auch wegen schwachen Cashflows und unter Druck stehender Margen. Nachdem das Working Capital massiv verbessert wurde und gleichzeitig die Aussagen des Managements auf eine zyklische Verbesserung im Consulting hinweisen, hat sich die Aktie jedoch im ersten Halbjahr 2024 sehr schnell erholt und liegt für den Fonds klar im Plus. Zudem bietet das Unternehmen fundamental herausragende Kennzahlen und kann weiterhin vom massiven Trend zu Cloud- und KI-Anwendungen profitieren. Neben diesen beiden norwegischen Unternehmen finden sich in den Top 5 Unternehmen aus Kanada, UK und Hongkong (L'Occitane, in Hongkong gelistet, Firmensitz in Frankreich), was den Erfolg der geographischen Diversifizierung unterstreicht.

Im Bereich der Anleihen trugen im ersten Halbjahr die Hybridanleihe von **UBM Development** und die Wandelanleihe von **Tirlan/Glanbia** positiv bei. UBM Development ist ein Immobilienentwickler aus Österreich, der bereits vor der durch die Zinserhöhungen ausgelösten Schwierigkeiten im Immobilienmarkt eher vorsichtig aufgestellt war. Auch wenn die aktuelle Situation, gerade im Bereich Büro-Immobilien, auch für UBM nicht einfach ist, erscheint das Unternehmen gut aufgestellt, um diese Phase zu meistern und eventuell sogar mittelfristig zu profitieren. Dennoch geriet die Hybridanleihe unter Druck, konnte sich nun aber wieder ein gutes Stück erholen.

Die Wandelanleihe von Tirlan/Glanbia ist insofern speziell, als dass es sich eigentlich um einen sogenannten „Exchangeable“ handelt, denn das emittierende Unternehmen gleicht nicht der Wandeloption. Emittent ist mit Tirlan eine mit einer deutschen Genossenschaft vergleichbare Vereinigung irischer Milchbauern. Historisch halten diese einen großen Anteil am ursprünglich als Genossenschaft für den Vertrieb von Milchprodukten gegründeten Unternehmen. Mittlerweile aber ist Glanbia ein internationaler Konzern, dessen wertvollstes Segment der Bereich Proteinpulver ist. Hier hat das Unternehmen mit ON (Optimum Nutrition) eine starke Marktposition und generiert einen großen Teil der Umsätze in den USA. Die Wandelanleihe wies (und weist) ein attraktives Profil mit guter Kreditwürdigkeit des Emittenten auf der einen und gleichzeitig einer attraktiv bewerteten und damit aussichtsreichen Aktie als Option auf der anderen Seite auf. Getragen durch die Entwicklung der Aktie im ersten Halbjahr trug die Anleihe eine gute Kontribution zur Fondsentwicklung bei.

Portfolio Veränderungen

Im ersten Halbjahr gab es für drei Aktien des Portfolios Übernahmeangebote, im Rahmen dessen diese Aktien verkauft oder angedient wurden. Dabei handelt es sich zum einen um die beiden griechischen Software-Unternehmen **Entersoft** und **Epsilon Net**, die im Vergleich zu größeren Softwareunternehmen sehr attraktiv bewertet waren und zudem eine spannende Kombination aus organischem und sinnvollem anorganischem Wachstum boten. In beiden Fällen lag der Einstandskurs deutlich unter dem Übernahmeangebot, so dass die Investments sehr erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Im Falle von Entersoft belief sich das Angebot auf 8 Euro, der durchschnittliche Einstandskurs im Fonds lag bei unter 4 Euro. Bei Epsilon Net unterbreitete der Großaktionär ein Angebot zu 12 Euro, der durchschnittliche Einstandskurs lag hier bei 2,17 Euro. Das dritte Unternehmen mit Übernahmeangebot ist **L'Occitane**. Auch hier bot der Großaktionär an, die Aktien des Unternehmens zu erwerben, die er nicht bereits besitzt. Das Angebot lag bei 34 HKD, der Einstandskurs, der erst kürzlich aufgebauten Position im Fonds lag bei ca. 22 HKD.

Neben diesen Positionen wurden weitere Aktien komplett verkauft (in Prozent die Gewichtung zum Jahresbeginn):

- **Renewi** (0,6%), nachdem im Vorjahr ein Übernahmeangebot im Raum stand, dass sich letztlich nicht materialisiert hatte, die Bewertung der Aktie aber dennoch gestiegen ist. Im Rahmen des potentiellen Angebotes war schon ein großer Teil der Position verkauft worden, so dass die Position nun bereinigt wurde
- **Flex** (2,1%), nachdem, unter anderem durch den erfolgreichen Spin-off von Nextracker, unser fairer Wert erreicht wurde
- **TSMC** (1,1%), ebenfalls nach starkem Anstieg und einem Anstieg politischer Risiken
- **Nomad Foods** (1,1%), da die potenzielle Upside der Aktie im Vergleich zu neuen Ideen nicht mehr ausreichend hoch erschien
- **Bayer** (0,9%), da die Dauer bis zu einer potenziellen Neubewertung auch mit neuem CEO länger erscheint als zunächst von uns erwartet

Im Gegenzug wurden einige neue Positionen aufgebaut. Weiterhin ist dabei sowohl eine geographische als auch eine sektorale Diversifikation angestrebt. So wurden unter anderem Positionen in Aktien

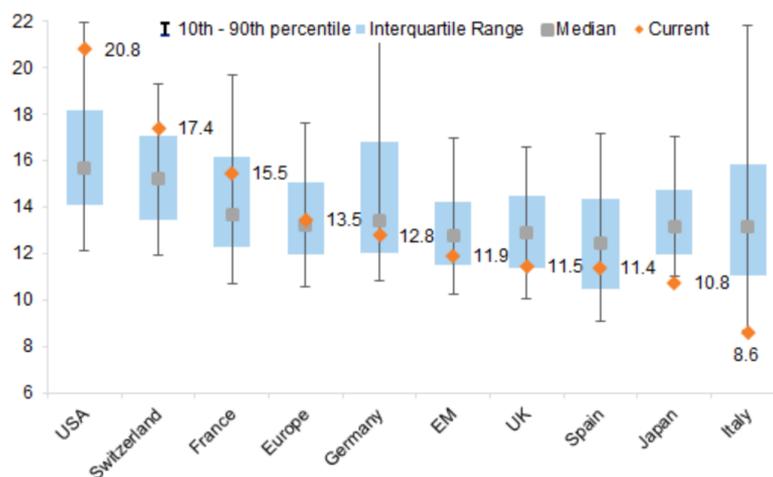
der nordamerikanischen Unternehmen Medical Facilities und Howard Hughes aufgebaut. **Medical Facilities** hält Anteile an chirurgischen Spezialkliniken in Nordamerika, die Aktie ist jedoch in Kanada gelistet und wesentlich niedriger bewertet als ähnliche in den USA gelistete Firmen. Das Geschäft ist (abseits einer Pandemie) sehr stabil und angesichts des hervorragenden Rufes der Kliniken ausgesprochen profitabel. Ein aktivistischer Investor tauschte hier vor einiger Zeit das Management aus und die Firma begann einige Kliniken zu verkaufen sowie die Kosten der Holding zu senken. Das Unternehmen handelt zu einem niedrigen Free Cashflow Multiple, kauft aktiv eigene Aktien zurück und zahlt zudem eine Dividende aus. Das Risiko sollte dadurch relativ gut abgesichert sein. Wir sehen aber vor allem eine Chance, dass weitere Kliniken zu guten Preisen verkauft werden oder auch ein Verkauf der kompletten Firma vorbereitet werden könnte.

Howard Hughes ist ein Immobilienentwicklungsunternehmen mit einem vielfältigen Portfolio in sechs US-Bundesstaaten: Hawaii, Nevada, Texas, Arizona, Maryland und New York. Der Schwerpunkt liegt vor allem auf Einzelhandels-, Büro- und Mehrfamilienimmobilien sowie auf sog. „Master Planned Communities“. Die Aktie wird aktuell mit einem Abschlag von ca. 50 % auf den NAV gehandelt. Der von der Firma angegebene NAV spiegelt unserer Meinung nach den Wert des Unternehmens gut wider, da er auf konservativen Annahmen im Vergleich zur Qualität der Vermögenswerte basiert. Mit dem bevorstehenden Spin-off von „Seaport Entertainment“ ist ebenfalls ein kurzfristiger Trigger, um die Komplexität des Geschäfts zu reduzieren und den Bewertungsabschlag zu verringern, vorhanden. Am Investorentag im November könnte zudem ein neues Aktienrückkaufprogramm angekündigt werden.

Auch in Europa wurden neue Positionen aufgebaut, unter anderem in Aktien von Unternehmen aus UK. Die nachfolgende Graphik zeigt aktuelle Bewertungskennzahlen (P/E = Kursgewinnverhältnis) verschiedener globaler Aktienmärkte. Neben der hohen durchschnittlichen Bewertung von US-Werten fallen unter anderem die historisch niedrigen Bewertungen in Japan und UK auf. Die Hintergründe für die ersten Investments des Fonds in japanische Titel hatten wir bereits erläutert, auch der Markt in UK erscheint uns aktuell strukturell interessant, vor allem in Bezug auf Unternehmen mit internationalem Geschäft.

Exhibit 35 : Global valuation range

12m fwd P/E multiple. Data since 1987.



Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Quelle: Goldman Sachs, Stand 24.06.2024

Eines der Unternehmen, in dessen Aktie neu investiert wurde, ist Inchcape, welches zwar in UK notiert, jedoch ein internationales Geschäft im Automobildistributionsbereich betreibt. Inchcape hat in den letzten Jahren den Retail-Bereich, der unattraktive Margen besitzt und wenig differenziert erscheint, nach und nach durch Unternehmensteilverkäufe abgestoßen. Der Distributionsbereich ist hingegen deutlich interessanter: Inchcape übernimmt dabei für OEMs durch Exklusivverträge für einzelne Länder– die jeweils für den OEM zu klein sind – das komplette Management von Produktplanung, über Marketing, dem Setzen von Verkaufspreisen bis hin zur Logistik und dem Channel-Management. Dabei agiert Inchcape mit einem für Distributoren üblichen Cost-Plus Modell und verkauft einen großen Teil der Autos direkt an lokale Händler weiter und besitzt damit im Vergleich zu anderen Unternehmen in der Automobilbranche geringere Risiken. Die Partnerschaften mit den OEMs erscheinen äußerst fest (u.a. aufgrund von Wechselkosten) und Inchcape expandiert mit bestehenden und neuen OEMs. Ins-

besondere das Aufkommen neuer chinesischer Autohersteller, welche global expandieren wollen, bietet eine Chance. Inchcape besitzt zum einen das sehr wichtige lokale Marktwissen sowie die nötigen lokalen Strukturen und kann gleichzeitig von Skalenvorteilen durch die Zentralisierung einiger Funktionen profitieren. Damit kann Inchcape den OEMs ein attraktives Angebot zum Wachstum in Märkten bieten, in denen sich diese schwer tun, und selbst attraktive Kapitalrenditen bei begrenzten Risiken erzielen. Wir erwarten weiteres organisches Wachstum und potenziell wertschaffende Akquisitionen in einem fragmentierten Markt.

Auch im Bereich Anleihen gab es Veränderungen. Zu Beginn des Jahres lief eine Wandelanleihe von **JustEat Takeaway** aus und wurde vollständig zurückbezahlt. In die Wandelanleihe von JustEat hatte der Fonds im letzten Jahr investiert, nachdem die Kreditwürdigkeit am Markt stärker angezweifelt worden war als unserer Meinung nach gerechtfertigt. Zwar ist das Geschäft nach wie vor umkämpft und die Wachstumsaussichten schwer zu modellieren, andererseits besitzt das Unternehmen eine große Liquiditätsposition und in einigen Märkten eine attraktive Monopolsituation, in denen starke Cashflows erzielt werden. Mit der Rückzahlung und der Erholung sämtlicher Anleihen des Unternehmens ging diese These bisher gut auf.

Ebenfalls verkauft wurde die Wandelanleihe von **GN Store/Nord**. Auch hier war die Kreditwürdigkeit vom Markt in Frage gestellt worden, nachdem das Unternehmen eine im Nachhinein zu teure Übernahme im Bereich Kopfhörer getätigt hatte und dazu Schwierigkeiten im Kernbereich Hörgeräte hatte. Die Firma konnte sich aber dank des grundsätzlich sehr soliden Geschäftsmodells gut refinanzieren, so dass die Rückzahlung absehbar (Laufzeitende 2024) und die Wandelanleihe knapp unter dem Rückzahlungskurs von 100% handelte.

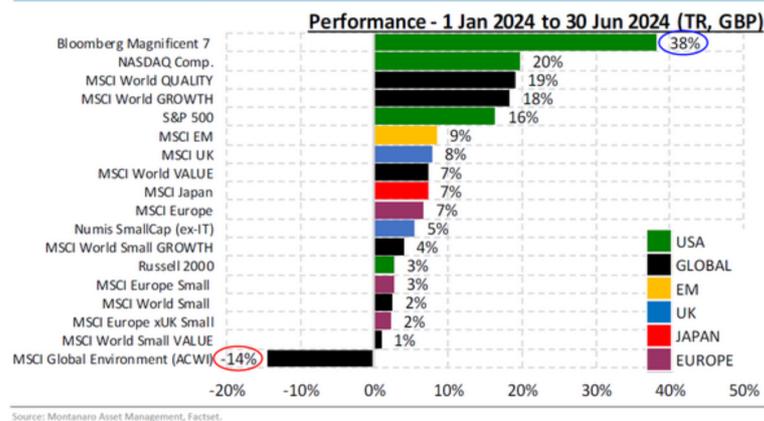
Im Gegenzug wurden unter anderem Wandelanleihen von **Dürr** gekauft. Diese haben eine Laufzeit bis 2026 und einen Kupon von 0,75%, handelten aber bei ca. 95%, so dass die Rendite bis Fälligkeit bei über 4% lag. Gleichzeitig erscheint uns die Wandlungsoption prinzipiell interessant, da die Aktie aktuell nicht besonders hoch bewertet ist. Das Unternehmen ist als Automobilzulieferer unter anderem im Bereich Lackieranlagen aktiv, ein Bereich, der auch mit der E-Mobilität nicht an Relevanz verlieren wird. Etwas belastet wird das Ergebnis aktuell durch die Beteiligung an Homag, die Maschinen für die Möbelindustrie herstellen. Mit der Wandelanleihe, die es ermöglicht an einer potenziellen Erholung der Aktie zu partizipieren ohne große Risiken im Falle eines niedrigeren Aktienkurses einzugehen erscheint uns dieses Profil sehr interessant.

Zudem wurde in Wandelanleihen von **Park24**, einem japanischen Unternehmen investiert. Die Laufzeit ist hier bis 2028, die Anleihe zahlt dabei keinen Kupon. Auch diese Anleihe handelt unter Nominalwert, so dass sie eine positive Rendite aufweist. Durch die aktuelle Zinsdifferenz zwischen Europa und Japan kann durch die Währungsabsicherung ein zusätzlicher Betrag vereinnahmt werden, wodurch die Gesamtrendite der Anleihe in Euro betrachtet, ebenfalls attraktiv ist (>4%). Das Unternehmen betreibt in Japan Parkplätze, was ein stabiles Geschäft darstellt. Seit der Corona-Pandemie, als das Unternehmen operativ betroffen war, liegt die Bewertung der Aktie trotz weitgehender Erholung im operativen Bereich nach wie vor deutlich niedriger als vor der Pandemie, so dass ein deutliches Aufholen des Aktienkurses und damit ein positiver Wertbeitrag durch die Wandlungsoption zusätzlich möglich erscheint.

Ausblick

In den letzten Monaten hat sich die Konzentration der größten Werte in den globalen Indizes, allen voran im S&P500 durch die Entwicklung der Mega-Caps, weiter verstärkt. Mittlerweile machen die Top 6 Unternehmen des S&P500 rund 31% der Indexgewichtung aus (Quelle: Bloomberg, Stand 30.06.2024). Die Diversifikation ist damit immer weniger gegeben, was Investments in Index-ETFs einem zunehmenden Risiko aussetzt. Auch wenn nach wie vor viele Investoren weiterhin auf diesen Trend aufspringen sehen wir immer deutlichere Anzeichen, dass sich dieser Trend bald wieder umkehren und normalisieren wird. Wir setzen daher weiterhin auf ein Portfolio von Titeln, die unserer Meinung nach operativ gute Perspektiven haben, gleichzeitig aber auch zu günstigen Bewertungen handeln. Wir gehen davon aus, dass sich die Geduld auszahlt und gerade diese Investments in naher Zukunft eine hohe Kontribution zur Fondsentwicklung beitragen. Die folgende Graphik, Stand Ende Mai 2024, verdeutlicht noch einmal die wenig homogene Entwicklung im ersten Halbjahr:

First half 2024 returns – more of the same



Quelle: Montanaro Asset Management, Stand 31.05.2024

Wir hatten bereits in der Vergangenheit darauf hingewiesen, dass die aktuelle Entwicklung historisch in einem Zyklus von (schnellen) Zinserhöhungen nicht untypisch ist. Investoren meiden Liquiditätsrisiken aufgrund der geringen Visibilität, was die Flows in Mega-Caps unserer Meinung nach mit erklärt. Mit dem Beginn von Zinssenkungen der EZB und Signalen aus den USA, dass auch die FED bald folgen könnte (wenn auch deutlich später als ursprünglich erwartet) scheint sich der Trend langsam etwas zu drehen.

Für uns ist dies jedoch kein Grund „All-In“ zu gehen und uns ausschließlich auf Small-Caps zu fokussieren. Nach wie vor ist das zugrundeliegende Credo das Auffinden von qualitativ starken Unternehmen mit Wachstumspfad, günstiger Bewertung und potenziellen Triggern für eine Neubewertung. Die Marktkapitalisierung ist zweitrangig, wobei wir einen großen Fokus darauflegen, dass der Fonds ein liquides Portfolio aufweist. Je geringer die Liquidität, desto geringer potenziell auch die mögliche Positionsgröße und desto höher unsere intern geforderte Renditeerwartung. Gerade die letzten Monate zeigten, dass abseits der Mega-Caps auch zunehmend Mid- und Large-Caps interessante Investments darstellen.

Neben dieser relativen Betrachtung stellt sich selbstverständlich auch die Frage der absoluten Positionierung. Mit der US-Wahl steht ein wichtiges Ereignis an, dass globale Auswirkungen haben kann. Wir werden die Entwicklung der Wahl, den möglichen Ausgang und entsprechende Konsequenzen genau im Blick haben und entsprechend Anpassungen, wenn notwendig, durchführen. Grundsätzlich sehen wir aktuell weder große Risiken noch große Chancen für die generelle Entwicklung der Aktienmärkte und erwarten auf Basis der Indizes eher eine Seitwärtsbewegung, in der Mega-Caps möglicherweise etwas schwächer performen und günstig bewertete Aktien aufholen können. Geopolitische Themen können dies natürlich jederzeit in beide Richtungen beeinflussen. Dass selbst die US-Märkte unter gleichgewichteter Betrachtung keine extreme Performance in den letzten Jahren aufweisen, verdeutlicht auch folgende Betrachtung:



Im Bereich der (Wandel-)Anleihen erwarten wir weiterhin auch auf mittelfristige Sicht stabile und attraktive Performancebeiträge. Dieser Baustein, in dem der Fonds aufgrund der Flexibilität und Agilität seine Vorteile ideal ausspielen kann, der gleichzeitig aber insbesondere für viele Privatinvestoren schwer zugänglich ist (unter anderem aufgrund der Mindestinvestitionen bei vielen Anleihen), stellt einen sehr attraktiven USP des Fonds dar.

Wir hoffen Ihnen am Ende des Jahres dann im Jahresbericht von einem guten zweiten Halbjahr und einem zufriedenstellenden Gesamtjahr berichten zu können. Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich jederzeit gerne bei uns melden.



Fabian Leuchtner



Dimitri Widmann

Anhang: Übersicht über potentielle Nachbesserungsrechte des Fonds

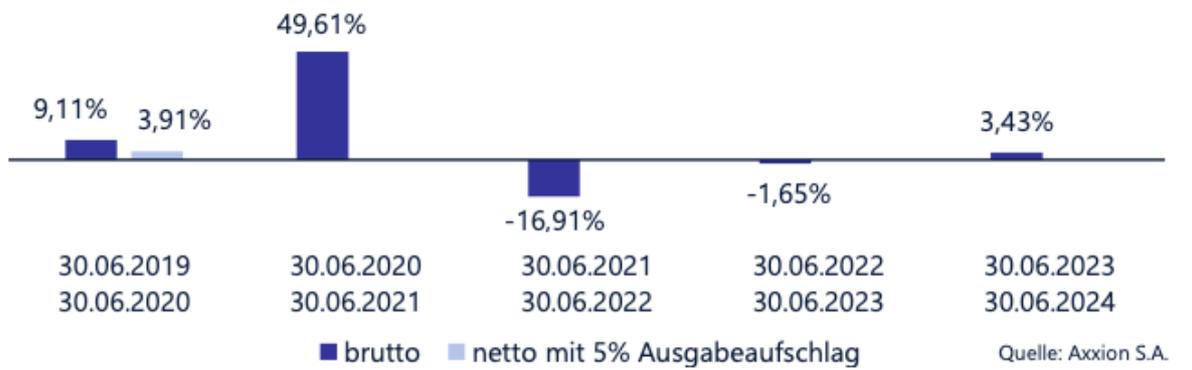
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches Verfahren, in welchem die Angemessenheit der bezahlten Beträge überprüft wird. Diese Nachbesserungsrechte werden ohne Wert im Fonds bilanziert und stellen dadurch potentielle „stille Reserven“ dar. Sollte es zu einer Nachbesserung kommen (vgl. zuletzt Fall MAN SE), so kommt es zu zusätzlichen, positiven Erträgen für den Fonds. Da die Anzahl dieser stillen Reserven über die Zeit wächst, möchten wir Ihnen als Investorinnen und Investoren anhand folgender Übersicht die Möglichkeit bieten, die aktuell bilanzierten Nachbesserungsrechte im Fonds nachzuvollziehen.

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den angegebenen Stückzahlen um die dem gesamten Fonds zuzurechnenden Nachbesserungsrechte handelt und diese den Tranchen je nach Tranchen-Volumen zum Zeitpunkt der Maßnahme zugerechnet werden:

Bezeichnung	Stück	Betrag (€)	Volumen (€)	Typ
Audi AG	1.622	1551,53	2.516.582	Squeeze-Out 2020
Buwog AG	90.000	29,05	2.614.500	Squeeze-Out 2018
Diebold Nixdorf AG	39.852	55,02	2.192.657	Andienung 2018 BuG*
Diebold Nixdorf AG	38.000	2,82	107.160	Garantiedividende 2018 BuG*
DMG Mori AG	23.000	37,35	859.050	Andienung 2020 BuG*
DMG Mori AG	31.047	1,03	31.978	Garantiedividende 2020 BuG*
DMG Mori AG	1.000	37,35	37.350	Andienung 2022 BuG*
DMG Mori AG	4.022	1,03	4.143	Garantiedividende 2023 BuG*
DMG Mori AG	20.000	1,03	20.600	Garantiedividende 2024 BuG*
Kabel Deutschland AG	35.000	3,17	110.950	Garantiedividende 2018 BuG*
Kabel Deutschland AG	42.000	3,17	133.140	Garantiedividende 2019 BuG*
Kabel Deutschland AG	57.000	3,17	180.690	Garantiedividende 2020 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2021 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2022 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	3,17	231.410	Garantiedividende 2023 BuG*
Kabel Deutschland AG	73.000	93	6.789.000	Squeeze-Out 2023
Linde AG	23.500	189,46	4.452.310	Squeeze-Out 2019
MAN SE	20.292	70,68	1.434.239	Squeeze-Out 2021
McKesson Europe	76.100	24,13	1.836.293	Squeeze-Out 2023
Osram Licht AG	135.000	2,24	302.400	Garantiedividende 2022 BuG*
Osram Licht AG	117.000	2,24	262.080	Garantiedividende 2023 BuG*
Osram Licht AG	100.000	2,24	224.000	Garantiedividende 2024 BuG*
Schaltbau	10.161	1,9	19.306	Garantiedividende 2023 BuG*
Schaltbau	20.000	1,9	38.000	Garantiedividende 2024 BuG*
Summe			24.860.657	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
Stand 30.06.2024

Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Kontakt

Fabian Leuchtner
Dimitri Widmann

fabian.leuchtner@aguja-capital.de
dimitri.widmann@aguja-capital.de

0221 5609 6930
0221 5609 6931

Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer (www.axxion.lu) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.** Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit dem maximalen Ausgabeaufschlag aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur in der ersten dargestellten Periode. Über den „Performance- und Wertentwicklungsrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter <http://www.axxion.lu> können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.