

Halbjahresbericht H1 2025

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)
im Zeitraum 01.01.2025 – 30.06.2025

Köln, 15. Juli 2025

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 (30.06.2025) **83,14%**.

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	1,03	2,84	2,90	-1,06	1,15	1,82	13,35
2025	0,45	2,51	-1,51	0,00	6,40	1,10							

Die Allokation zum 30.06.2025, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	72%*	Deutschland	18%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	7%*	Großbritannien	18%
Absicherung:	-10%*	Sonst. Europa	15%
Anleihen:	26%	Skandinavien	11%
davon Hybridanleihen:	2%	Frankreich	10%
davon Wandelanleihen:	24%	Sonstige	10%
davon Senior Anleihen:	0%	Japan	7%
Gold (Xetra-Gold, physisch hinterlegt):	0%	Griechenland	7%
Kasse:	1%	Nordamerika	3%
Derivate:	0%	Kasse	1%

Stand: 30.06.2025; Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen; wegen Rundungsdifferenzen kann die Summe von 100% abweichen.

***Nettoaktienquote: 55%** (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 25.445.963 Euro umfassen.

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

Der Fonds schloss das erste Halbjahr 2025 mit einem Plus von 9,10% 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

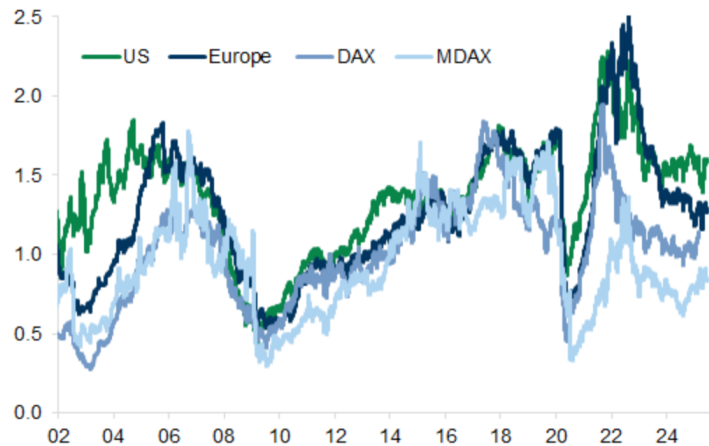
Das erste Halbjahr 2025 war geprägt von politischen und geopolitischen Wendungen, die die Kapitalmärkte in den ersten vier Monaten stark beeinflussten. Seit ungefähr Mai scheinen die Märkte kaum noch auf Newsflow zu reagieren, sowohl gute als auch schlechte Nachrichten bewegten die Märkte zuletzt kaum.

Der Januar startete zunächst positiv, die Märkte setzten die Ende 2024 angestoßene „Trump-Rallye“ fort. Erste Unsicherheiten bzgl. der Trump Politik zeichneten sich ab, doch die Märkte hielten sich trotz Ungewissheit auf hohem Niveau. Im Februar beflügelte der politische Umbau in Deutschland die europäischen, vor allem aber auch die deutschen Kapitalmärkte. Die beschlossenen Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben und die neue Regierung sorgten für Zuversicht, dass dies einen Wachstumsimpuls für Deutschland und Europa bieten könnte. In diesem Umfeld zeigten sich auch Small- und Mid-Caps wieder etwas stärker, wenngleich die Bewertungsdifferenz und damit das Aufholpotential weiterhin enorm erscheint. Die Stimmung kippte mit schwachen Konsumzahlen in den USA und Sorge vor den von Trump angedrohten Zöllen und erreichte mit dem „Liberation Day“ und der dadurch ausgelösten Korrektur ihren (negativen) Höhepunkt Anfang April. Fortfolgend erholten sich die Märkte wieder zunehmend in Antizipation von Zoll-Deals und einem Zurückrudern von Trump. Das Motto „TACO“ – „Trump always chickens out“, begann die Märkte zu dominieren – also die Annahme, dass Trump im Zweifelsfall zurückrudert, um die Kapitalmärkte nicht zu sehr unter Druck zu bringen. Die positive Entwicklung der deutschen und europäischen Aktienindices setzte sich fort und auch die amerikanischen Indices holten wieder deutlich auf. Seither konnten weder angekündigte Zollerhöhungen und Deals, Fragezeichen bzgl. der US-Wirtschaft und dem Staatsdefizit, Unklarheit bzgl. der FED-Zinsstrategie und auch geopolitische Eskalationen wie der Angriff auf den Iran durch Israel und dann auch durch die USA die Märkte kaum noch ins Schwitzen bringen. Fast schon zu gleichgültig erscheint der Markt aktuell auf das Geschehen zu reagieren, so dass eine gewisse Vorsicht im anstehenden Sommerloch und fortfolgend aus unserer Sicht angemessen erscheint.

Aus unserer Sicht stärkt die Entwicklung der letzten Monate die Lage für Aktien europäischer Unternehmen. Trotz der letzten Rallye sind diese weiterhin deutlich günstiger als US-Unternehmen bewertet. Historisch hatten letztere mit einer Prämie gehandelt, nicht zu Unrecht, denn die dortige Wirtschaft hat sich besser entwickelt, die geopolitische Lage ist besser und das Bewusstsein für die Kapitalmärkte generell deutlich höher. Teilweise ist diese Entwicklung unserer Ansicht nach aber auch auf die hohen staatlichen Ausgaben zurückzuführen, die das Haushaltsdefizit und die Verschuldung in enorme Höhe trieb, und damit den künftigen Spielraum der USA deutlich einschränkt. Gleichzeitig hinderte eine strikte Sparpolitik Deutschlands notwendige Investitionen in Infrastruktur und es fehlte ein Wachstumsimpuls für Europa. Nun hat sich das Bild gewandelt und in den USA wird über eigentlich schon jetzt dringend notwendige Einsparung gestritten, in Europa wird dagegen wieder mehr investiert. Dies hat auch die Stimmung der europäischen Wirtschaft aufgeheitert. Die Schwächung der US-Wirtschaft und des Rechtsstaats durch Trump zeigt sich auch in der USD-Entwicklung, die andererseits natürlich den Export für amerikanische Unternehmen erleichtert. Verbunden mit einem gewissen Misstrauen gegenüber der aktuellen Politik könnte dieses Premium in der Zukunft nicht mehr gerechtfertigt sein – so oder so ist die Bewertungsdiskrepanz weiterhin auf einem historisch deutlich überdurchschnittlichen Niveau.

Exhibit 2: Germany = Growth At a Reasonable Price (GARP)

PEG ratio (12m fwd P/E divided by second 12m EPS growth)



Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Stand: 27.06.2025; Quelle: Goldman Sachs

Erfreulicherweise hat der Kapitalmarkt in den letzten Monaten scheinbar realisiert, dass eine Vielzahl geringer kapitalisierter Unternehmen mit sehr hoher Qualität deutlich zu günstig bewertet sind. So konnte auch der Fonds davon profitieren, dass sich manche dieser Werte leicht erholen konnten. Noch immer aber erscheint das Aufholpotential sehr hoch, weshalb wir auch sehr optimistisch, trotz aller angebrachten Sorgen, in das zweite Halbjahr blicken. Die robuste Aufstellung des Fonds hinsichtlich Sektoren und auch geographisch unterstützte die Entwicklung, der Fonds ist hierdurch nicht von der Entwicklung einzelner Segmente oder Sektoren abhängig. So wurden zuletzt unter anderem auch neue Investments in Japan und Australien getätigt, in Europa fanden sich unter anderem in Großbritannien und Skandinavien, aber auch in Polen interessante Opportunitäten.

Die Kontribution der Aktien lag bei knapp 9% (ca. 60% durchschnittliche Gewichtung), Renten steuerten ca. 1,5% (ca. 30% durchschnittliche Gewichtung). Der Anteil der Renten verringerte sich zuletzt leicht (aktuell rund 25%) zu Gunsten von Aktien (aktuell ca. 65%), die nach wie vor sehr günstige und gute Opportunitäten bieten. Die Aktienquote wurde zuletzt durch eine Absicherung über den Euro-Stoxx Future um ca. 10% auf 55% gesenkt. Aktien mit Anleihecharakter machen etwas unter 10% des Portfolios aus und lieferten eine Kontribution von ca. 25 bps.

Zusammenfassend sind wir mit der Entwicklung des Fonds in der globalen Gemengelage im ersten Halbjahr zufrieden, sehen aber nach wie vor viel Potential dafür, dass sich das Portfolio weiterhin gut entwickelt und nicht nur das Gesamtjahr, sondern auch fortfolgend eine gute Rendite erwirtschaftet werden kann.

Entwicklung von Einzeltiteln

Auf Basis der Einzeltitel gab es im ersten Halbjahr keine massiven Ausschläge. Nach einem sehr starken zweiten Halbjahr 2024 korrigierte die Aktie von **Pullup** (früher Focus Entertainment) und gehört damit zu den negativen Kontributoren im ersten Halbjahr 2025. Allerdings ist die operative Entwicklung weiterhin sehr gut. So konnte das Unternehmen Rekordzahlen für das FY 2024 präsentieren, unter anderem untermauert durch den großen Erfolg des Spiels Space Marine II. Auch der aktuelle Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr und die Pipeline für die nächsten Jahre erscheint sehr vielversprechend, so dass die Schwäche unserer Meinung nach weniger auf die operative Entwicklung zurückzuführen ist, sondern eher auf Verkäufe die nach dem Anstieg frühzeitig Gewinne realisieren möchten und/oder generell mit dem Sektor unzufrieden sind (im Gegensatz zu Pullup zeigten die französischen Sektor-Peer Unternehmen wie Ubisoft, Nacon und Don't Nod schwache operative Ergebnisse). Insofern sind wir zuversichtlich und unbesorgt, dass sich die operative Entwicklung mittelfristig auch im Verlauf der Aktie widerspiegelt.

Ebenfalls negativ auf den Fonds wirkte sich die Entwicklung der Aktie von **HelloFresh** aus. Der Kochboxen-Anbieter HelloFresh, der mittlerweile einen bedeutenden Umsatzanteil im Bereich Ready-to-Eat erzielt, veranstaltete im März einen Kapitalmarkttag, um über aktuelle Entwicklungen und die mittelfristige Strategie zu informieren. Im klassischen Kochboxen-Segment ist weiterhin ein Umsatzrück-

gang zu verzeichnen, der jedoch durch umfassende Kostensenkungsmaßnahmen kompensiert werden soll. Die Marketingstrategie soll künftig stärker auf zahlungskräftige Kundengruppen ausgerichtet werden. Gleichzeitig plant das Unternehmen, Rabattaktionen schrittweise zurückzufahren und Loyalty-Programme einzuführen. Auch im Ready-to-Eat-Segment soll die Marketingausrichtung nachhaltiger gestaltet werden, wodurch das Umsatzwachstum in diesem Jahr moderater ausfallen dürfte – bevor in den Folgejahren wieder ein beschleunigter Wachstumspfad angestrebt wird. Durch diese Maßnahmen soll die strukturelle Profitabilität gestärkt und eine stabile Grundlage für zukünftiges Wachstum geschaffen werden. Die jüngsten Quartalszahlen zeigten bereits erste Fortschritte: Zwar blieb der Umsatz hinter den Erwartungen zurück, doch konnte die Profitabilität deutlich gesteigert werden. Der Markt fokussiert sich derzeit jedoch vor allem auf die schwächere Umsatzentwicklung. Mit AOC ist zudem ein aktivistischer Investor eingestiegen, der die strategische Ausrichtung des Managements offenbar unterstützt.

Im Gegensatz zu den schwächeren Performern überwogen im ersten Halbjahr allerdings Aktien mit positiver Kontribution. Allen voran zu nennen sind hier Protector (Versicherung, Norwegen), Converge (IT-Services, Kanada), Sesa (IT-Service, Italien) und Jungheinrich (Industrie, Deutschland).

Protector kann weiterhin durch sehr starkes Wachstum und eine sich auf gutem Niveau verbessernde Profitabilität überzeugen. Ein wichtiger Meilenstein war dabei der erfolgreiche Eintritt in den französischen Markt, der eine ähnliche Größe wie der in Großbritannien aufweist. UK hatte in 2024 einen Anteil von 44% des Volumens. Somit hat der Eintritt in den französischen Markt die Wachstumsaussichten verstärkt. Die Profitabilität des Portfolios konnte zudem deutlich gesteigert werden, mit dem stärksten Q1-Ergebnis der Unternehmensgeschichte. Am Markt wird dadurch allmählich die hohe Qualität gewürdigt, was zudem zu einer Neubewertung hin zu höheren Bewertungsmultiples führt.

Das kanadische Unternehmen **Converge** erhielt ein Übernahmeangebot durch H.I.G. Capital zum Preis von 5,50 CAD, was einem Aufschlag von 56% zum Vortag entsprach. Das Übernahmeangebot wurde später nochmals aufgestockt auf 6 CAD. Der Fonds verkaufte nach dem Anstieg der Aktie aufgrund des Angebotes die Position und beendete das Investment nach einem Auf und Ab letztlich positiv (der durchschnittliche Einstandskurs lag bei 4,21 CAD).

Die Bewertung des italienischen IT-Distributors und Dienstleisters **Sesa** hat sich seit Jahresbeginn nach einer Korrektur im Vorjahr deutlich erholt, nachdem das Unternehmen im März wieder positivere Umsatz- und Ergebnistrends vermeldete. Das Management erwartet weiterhin ein strukturell organisches Wachstum in allen drei Segmenten. Besonders das jüngere Segment Business Services überzeugt mit einer erfreulichen operativen Entwicklung. Zusätzlich dürften die zuletzt gestiegenen Finanzierungskosten ihren Höhepunkt überschritten haben, was das Nettoergebnis in den kommenden Perioden unterstützen sollte.

Jungheinrich betreibt ein Geschäft, das vom Markt regelmäßig als zyklischer bewertet wird als die Unternehmensergebnisse tatsächlich sind. In der Tat hat die Aktie des Unternehmens seit Jahresbeginn ein starkes Rerating erfahren und ist im Kurs ca. 60% gestiegen. Die Finanzzahlen waren dabei solide, aber nicht spektakulär - der langfristige Ausblick auf 2030 dafür umso mehr. Zum einen stellt sich das Unternehmen der Herausforderung chinesischer Wettbewerber, indem es mit einem von ihnen kooperiert. Im günstigeren Segment mit geringeren Ansprüchen, in dem Jungheinrich bisher ohnehin nur schwach vertreten ist, baut man mit einem chinesischen Wettbewerber eine neue Marke auf - mit Fahrzeugen aus China, aber der Marke und Vertriebsstärke von Jungheinrich. Bis 2030 soll der Umsatz auf 10 Mrd. Euro und die operative Marge auf 10% steigen - bei aktuell 4 Mrd. Euro Marktkapitalisierung besteht also weiterhin Potential für dieses qualitativ hochwertige Industrieunternehmen.

Im Bereich der Anleihen trug im ersten Halbjahr unter anderem die Hybridanleihe von **UBM Development** positiv zur Fondsentwicklung bei. Das Unternehmen emittierte eine neue Hybridanleihe und unterbreitete dabei ein Umtauschangebot für die bisherige Hybridanleihe. Das Volumen der alten Hybridanleihe konnte hierdurch von 100 Mio. Euro auf rund 56 Mio. Euro reduziert werden. Im Juni 2026 steht der Step-Up des Kupons an, zu diesem Zeitpunkt wird die Hybridanleihe, die nicht zurückgezahlt werden muss, aber kann, für das Unternehmen deutlich teurer (Kupon über 10%). Die Rückzahlung zu diesem Zeitpunkt ist durch das geringere Volumen deutlich einfacher geworden, so dass der Markt nun auch eine höhere Wahrscheinlichkeit hierfür einpreist, was zur Erholung der Anleihe führte. Der Fonds hält weiterhin die alte Hybridanleihe und hat nicht am Umtausch teilgenommen.

Portfolio Veränderungen

Essentiell für eine nachhaltig positive Entwicklung des Fonds ist es Investments zu verkaufen oder zu reduzieren, sollten diese sich ihrem fairen Wert nähern (oder sich durch signifikante Neuigkeiten der Investment-Case verändern) und durch neue, stark unterbewertete Investments zu ersetzen. Dank der positiven Entwicklung einiger Titel, teilweise auch durch Übernahmen getriggert, ergab sich die Möglichkeit auch neue, spannende Investitionen zu tätigen. Trotz der teilweise sehr positiven Entwicklung mancher Indices finden wir nach wie vor eine Vielzahl an vielversprechenden Ideen und, nach positiver Analyse, neuer Investments. Dies ermöglicht es trotz der positiven Entwicklung des Fonds nach wie vor ein gegenüber den Indices deutlich attraktiveres Portfolio aus Unternehmen mit robustem Wachstum bei niedriger Bewertung zu führen. Die steigende Anzahl an durch Übernahmeangebote bedingte Beendigungen von Investments zeigt dabei, dass auch finanzielle und strategische Investoren diese Unternehmen entdecken und für attraktiv einschätzen. Nach dem bereits im letzten Jahr einige Aktien im Rahmen von Übernahmen verkauft wurden, wurden im ersten Halbjahr **Converge Technologies** im Rahmen einer Übernahme und **Medical Facilities** im Rahmen eines Rückkaufangebotes für eigene Aktien komplett verkauft und die Investments erfolgreich abgeschlossen. Ein im ersten Halbjahr initiiertes Investment in **H&T Group** aus UK wurde ebenfalls durch ein Übernahmeangebot nur kurze Zeit nach Aufbau der Position erfolgreich beendet.

H&T ist ein britischer Pfandleiher, der im ganzen Land Läden betreibt in denen man Wertgegenstände - Schmuck, Gold, Uhren - entweder verkaufen oder aber beleihen und später auslösen kann. Gleichzeitig werden Schmuck und Uhren gebraucht und teilweise sogar neu verkauft und versteigert. In der Vergangenheit hatten wir uns angesichts der sehr hohen Kapitalbindung im Unternehmen und der damit begrenzten Eigenkapitalrendite trotz günstiger Bewertungskennzahlen noch gegen das Investment entschieden, änderten dann aber im Frühjahr unsere Meinung: Aufgrund des hohen Bestandes an Gold lässt ein steigender Goldpreis die Kassen von Pfandleihern klingeln und bringt Extra-Margen - dazu wird es bei hohem Goldpreis möglich höhere Kredite für das gleiche Pfand zu bekommen und der Goldankauf zieht mehr Kunden an. Der Kurs von H&T war gleichzeitig trotz des klaren Wachstums zurückgeblieben. Nur kurze Zeit nach dem Aufbau der Position gab es dann ein attraktives Übernahmeangebot durch den US-Wettbewerber FirstCash, so dass der Fonds die Aktien schließlich mit hohem Gewinn (ca. +60% gegenüber Einstandspreis) verkaufen konnten.

Bewertungsbedingt verkauft wurden die Aktien der **The Property Franchise Group**. Bereits im Jahr 2022 investierte der Fonds in Belvoir, einen Franchiseanbieter in Großbritannien, der hauptsächlich im Bereich Lettings – also der Vermittlung von Mietobjekten sowie der Betreuung privater Vermieter und Mieter – aktiv war. Daneben war das Unternehmen über ein Franchisesystem auch im Bereich Sales (Verkauf von Wohnimmobilien) sowie in der Finanzierungsvermittlung tätig. Belvoir agierte dabei als Franchisegeber, der lokalen Unternehmern unter seinen Marken den Zugang zu IT-Infrastruktur, Marketingunterstützung sowie regulatorischer Compliance ermöglichte.

Dies ist ein sehr attraktives Geschäftsmodell, da die Franchisenehmer das operative Risiko tragen und vor Ort für die Umsetzung verantwortlich sind. Das zusätzlich hohe Exposure im Bereich Vermietungen macht die Ertragsbasis besonders resilient und attraktiv, da diese Einnahmen wiederkehrender Natur sind und infolge steigender Neumieten tendenziell wachsen.

Der Investmentcase ging trotz eines schwierigen Marktumfeldes auf: Belvoir konnte eine stabile operative Entwicklung mit dem erwartbaren Wachstum im Vermietungsbereich vorweisen, und der Finanzierungsarm legte – in Kooperation mit Mortgage Advice Bureau – sowohl organisch als auch durch günstige Zukäufe stärker als erwartet zu. Anfang 2024 erfolgte schließlich die Verschmelzung mit The Property Franchise Group (TPFG), deren Geschäftsmodell weitgehend identisch war. Das Management von TPFG übernahm die Leitung und schuf durch gezielte Akquisitionen weitere Werte.

Durch die Fusion erhöhte sich zudem die Liquidität der Aktie, und zuletzt haben mehrere Analystenhäuser damit begonnen, TPFG zu covern. Dies führte zu einem leichten Anstieg des Bewertungsmultiples, sodass über den Dreijahreshorizont, seit Erstinvestition im März 2022, eine attraktive Gesamterendite inklusive Dividenden von über 80% erzielt werden konnte. Besonders hervorzuheben ist aus unserer Sicht das vergleichsweise geringe Risiko des Investment-Case, das sich aus dem defensiven Geschäftsmodell in Kombination mit einem niedrigen Einstiegsmultiple ergab.

Im Gegenzug wurden neben der bereits angesprochenen H&T Group weitere neue Positionen aufgebaut. **Kitwave** ist ein britischer Großhändler für Lebensmittel und Getränke, der sich auf die Belieferung von unabhängigen Einzelhändlern sowie Gastronomie- und Gemeinschaftsverpflegungseinrichtungen wie Restaurants, Cafés, Hotels, Schulen und Krankenhäuser spezialisiert hat. Das Unternehmen hebt sich durch ein Geschäftsmodell mit häufigen, aber kleinvolumigen Bestellungen und einem landesweiten Liefernetzwerk ab – ein Ansatz, der in einem fragmentierten Nischenmarkt vielen größeren Anbietern zu aufwändig ist, da diese sich meist auf große Handelsketten wie Tesco konzentrieren.

Seit dem Börsengang im Jahr 2021 zeigt Kitwave gutes organisches Wachstum kombiniert mit einer disziplinierten Übernahmestrategie. In den letzten 13 Jahren wurden insgesamt 15 kleinere Zukäufe getätigt – zu vernünftigen Bewertungen (in der Regel zum 5- bis 6-Fachen des EV/EBITDA) und ohne Kompromisse bei Servicequalität oder Preisdisziplin. Besonders der jüngste Fokus auf margenstärkere Segmente wie den Bereich Foodservice – unter anderem durch den Kauf von Creed Foodservice – zeigt bereits erste positive Effekte auf die Profitabilität.

Nach den schwachen Zahlen für das erste Halbjahr 2025 und der darauffolgenden, aus unserer Sicht übertriebenen, Reaktion am Markt hat der Fonds die Opportunität genutzt und die zuvor initiierte Position weiter ausgebaut. Zwar führten gestiegene Kosten und wetterbedingte Schwankungen kurzfristig zu Druck auf die Margen, doch das langfristige Potenzial bleibt unverändert: Kitwave betreibt ein defensives, kapitalleichtes Geschäftsmodell mit attraktivem Kapitalrenditeprofil, starker Cash-Generierung und Spielraum für weiteres organisches wie auch anorganisches Wachstum. Die offene Kommunikation des Managements und die bisherige operative Umsetzung stimmen uns zuversichtlich, dass die Wertschöpfung auch künftig fortgesetzt wird.

Eine weitere neue Investition ist die Aktie von **Optima Bank**, einer Bank aus Griechenland, die das Oligopol der 4 großen Geschäftsbanken dort erfolgreich angreift. Dabei stößt die früher vor allem auf Geldanlage spezialisierte Bank geschickt in eine Lücke, die die erheblichen Konsolidierungs- und Sparbemühungen der großen Banken geöffnet haben: Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen auf der Kreditseite, und guter Service und attraktive Preise mit modernen und schlanken digitalen Prozessen für eher wohlhabende Kunden. Das führt zu sehr hohem Wachstum bei zugleich sehr guten Kapitalrenditen. Trotz sinkender Zinsen (und damit Zinsmargen) konnte der Nettogewinn im ersten Halbjahr noch um 19% gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden. Wir erwarten weiteres Wachstum, welches insbesondere stärker sein dürfte, sobald die Zinsen sich wieder stabilisieren, da die griechische Wirtschaft inzwischen auf einem sehr guten Weg ist und die Kreditnachfrage damit weiter steigen könnte - während die Konkurrenz oft noch Altlasten aus der Finanzkrise mit sich schleppt.

Mit der Aktie von **Asseco Poland** investierte der Fonds zudem in einen polnischen IT- und Softwarekonzern, der seit Jahren solides Wachstum und gute Gewinne abliefert, aber lange nicht die Dynamik entfaltete, die man für ein wachsendes Softwareunternehmen erhoffen würde. Asseco hat eine dezentrale Struktur und unzählige Tochterunternehmen, von denen mehrere auch ein eigenes Börsenlisting haben. Eine ähnliche Struktur hat das kanadische Unternehmen Constellation Software, das eines der beeindruckendsten Unternehmen im Softwarebereich ist und als "serial acquirer" weltweit als Vorbild angesehen wird. Constellation Software kommuniziert eine Renditeerwartung auf Investments von mindestens 20% und ist nun über eine Tochter auch bei Asseco eingestiegen. Das Vorgehen von Constellation ist dabei gut erprobt und führt typischerweise zu sowohl deutlich besserer Marge sowie auch deutlich besserer Kapitalallokation als bisher, was entsprechend von der Börse mit einer höheren Bewertung honoriert wird. Es ist zu erwarten, dass bei erfolgreicher Umsetzung sich auch Asseco Poland deutlich dynamischer entwickeln wird und damit erhebliche Werte geschaffen werden.

Auch im Bereich Anleihen gab es Veränderungen. Verkauft wurden unter anderem die Wandelanleihen von **Dürr** (2026), **JustEat** (2026), **Pirelli** (2025) und **Jet2** (2026). Bei den ersten beiden, Dürr und JustEat, erfolgte der Verkauf, nachdem wir wenig Potential für einen Wert der Wandlungsoption sahen, wobei vor allem im Fall von JustEat der Kreditaufschlag und damit die Rendite stark zurückgegangen war (und damit im Umkehrschluss der Preis gestiegen ist). Im Falle von Pirelli erfolgte der Verkauf nach dem Anstieg der Pirelli Aktie und dem damit verbundenen Anstieg der Wandlungsoption, bzw. der Wandelanleihe. Aufgrund der kurzen Restlaufzeit und dem Risiko eine Korrektur der Aktie, die durch Zölle belastet werden könnte, erachteten wir das Chance-/Risiko-Verhältnis als nicht mehr ausreichend. Unfreiwillig abgeben musste der Fonds die Wandelanleihe von Jet2 – das Unternehmen unterbreitete ein Tender Angebot zum Rückkauf der Wandelanleihe zu ca. 103,5%. Bei Nicht-Annahme des Angebots bestand das Risiko, dass das Unternehmen fortfolgend den verbleibenden, nicht angedienten Anteil zu einem Preis von nur 100% im Rahmen eines sogenannten Clean-Up Calls zurückkauft. Deshalb hat der Fonds das Angebot angenommen, im Gegenzug aber eine Position in Aktien des Unternehmens aufgebaut.

Neu gekauft wurden unter anderem Wandelanleihen begeben von **Morgan Stanley** und **JP Morgan**, wandelbar in Aktien von **TSMC** bzw. **BYD**. Beide Unternehmen, TSMC und BYD, zeigen aus unserer Sicht eine sehr spannende Entwicklung, einmal im Bereich Chips und einmal im Bereich Batterietechnik, bzw. E-Mobilität. Es ist allerdings schwierig die Aktien der Unternehmen zu bewerten, da exogene Faktoren, wie ein Taiwan-Konflikt oder auch eine Verschärfung des Handelskriegs massiv negative Auswirkungen haben könnten. Durch die Wandelanleihen ist das Risiko einer sehr negativen Entwicklung stark eingeschränkt. Sollten die Aktien an Wert verlieren, so fällt die Wandelanleihe maximal auf

den Wert des Anleihen-Anteils, die Anleihen würden dann normalen „Senior Unsecured“ Anleihen der jeweiligen Bank entsprechen. Steigen die Aktien an, so nimmt der Wert der Wandlungsoption zu und der Fonds könnte hiervon partizipieren. Das Chance-/Risiko-Verhältnis erscheint uns daher im Vergleich zu einem Direktinvestment in die jeweilige Aktie als attraktiver, da das „Tail-Risiko“ deutlich reduziert ist.

Zudem wurde eine Position in den Aktien von **Encavis** knapp oberhalb des Squeeze-Out Preises aufgebaut. Im Falle von Encavis erschien uns die geringe Prämie gegenüber dem Squeeze-Out Preis in Verbindung mit potentiellen Chancen in einem sehr wahrscheinlich folgenden Spruchverfahren als attraktiv. Wir gehen davon aus, dass dieser noch im Jahr 2025 erfolgt und die Haltedauer und Kapitalbindungsdauer damit auch relativ kurz sein wird.

Ausblick

Aktuell eine Prognose dafür zu geben, wie das zweite Halbjahr verläuft, wäre vermessen. Nach einem turbulenten Start ins Börsenjahr 2025 wiesen die Märkte in den letzten Wochen trotz signifikanter politischer und geopolitischer Nachrichten eine faszinierende Resilienz auf, wie wir sie nicht erwartet hätten. Ob diese weiterhin anhält, ist allerdings fraglich, genauso wie auch der politische und geopolitische Verlauf im zweiten Halbjahr. Im Fokus stehen werden sicherlich weiterhin die US-Zollpolitik und die FED Zentralbankpolitik. Für Europa ebenfalls wichtig sein wird die weitere Entwicklung in der Ukraine und die wirtschaftliche Entwicklung Chinas, die sich durch Stimulus und KI-Fortschritt erholen könnte.

Aus unserer Sicht steuern die USA aktuell auf einige Schwierigkeiten zu, so dass wir die dortigen Bewertungen im Verhältnis dazu nur in wenigen Ausnahmefällen für attraktiv erachten. Durch die Politik der letzten Wochen hat sich das Vertrauen in die USA als sicheren Hafen möglicherweise etwas reduziert, was zu einem Abschlag auf das Bewertungsprämium führen sollte. Auch die Staatsschulden und das Haushaltsdefizit schränken den Spielraum ein. Niedrige Zinsen könnten zwar kurzfristig wieder für Hoffnung sorgen, in Kombination mit inflationären Treibern wäre dies mittel- bis langfristig aber möglicherweise eher schädlich – zumal es zu einer weiteren Abwertung des USD führen könnte. Das wäre zwar für den Export gut, für Investments aus Sicht eines Euro-Investors aber weniger. Nichtsdestotrotz schreiben wir die USA selbstverständlich nicht ab, sondern beobachten die Situation weiterhin genau, nicht nur bezüglich möglicher Investments, sondern auch aufgrund der Rolle, die die USA in der heutigen Zeit für die globale Entwicklung spielt. Und nicht zuletzt ist natürlich zu berücksichtigen, dass die Entwicklung der Aktienmärkte in den USA eine zentrale Rolle spielt, auch hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit gute Wahlergebnisse zu erzielen, und Trump sich stark damit identifiziert.

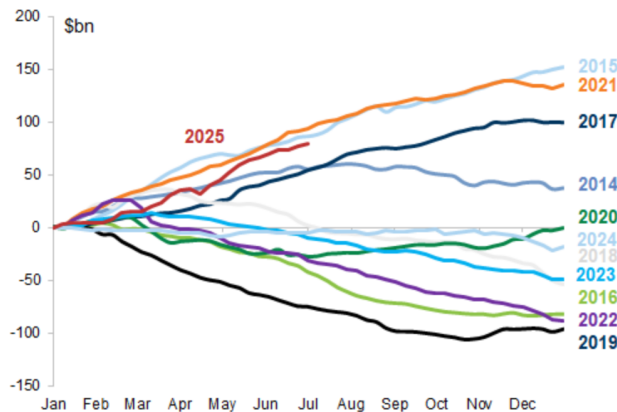
In Europa haben wir selbstverständlich nach wie vor strukturelle Schwierigkeiten wie zuvor – wenig eigene Ressourcen und damit starke Abhängigkeiten, wenig politische Einigkeit, der Krieg in der Ukraine. Dennoch erscheint uns die Entwicklung der letzten Monate positiv. Die US-Politik könnte zu einem globalen Zusammenrücken führen. Die europäischen Länder haben verstanden, dass es nicht mehr zeitgemäß ist sich nur auf Partner zu verlassen. Dies könnte dazu führen, dass wieder mehr investiert wird, die Wirtschaft mehr gefördert wird, neue Partnerschaften eingegangen werden und die Trägheit der letzten Jahre abnimmt. Auch wird die überbordende Regulierung immer mehr in der Politik diskutiert und Maßnahmen zur Deregulierung werden immer häufiger in politischen Kreisen diskutiert. Zugegebenermaßen hat sich Europa und auch allen voran Deutschland lange Zeit darauf verlassen von den USA unterstützt zu werden und durch den Wachstumsmotor China angetrieben zu werden. Nachdem in der letzten Zeit beides ins Stottern geraten ist, was sich an den Wirtschaftsdaten der letzten Jahre zeigte, könnte dank der Eskalation nun das Ruder wieder umgerissen werden. Dies ist sicherlich kein Prozess, der von heute auf morgen abläuft. Aber erste positive Anzeichen sind unserer Meinung nach zu erkennen und auch das steigende Interesse von Private Equity Unternehmen an Übernahmen europäischer Unternehmen deutet darauf hin. Denn noch immer sind die Bewertungen der Unternehmen in Europa historisch niedrig und viele Unternehmen erzielen globale Umsätze auch außerhalb Europas. Beispielsweise konnte der Fonds in der Vergangenheit mit Epsilon Net und Entersoft zwei qualitativ hochwertige, günstig bewertete Softwareunternehmen aus Griechenland erwerben, die letztlich beide übernommen wurden. Die Kombination aus geringer Digitalisierung, einer sich erholenden Wirtschaft, attraktiver Bewertung und exzellentem Management in Griechenland führte dabei zu sehr hohen Renditen.

Zurück zu der Lage am Markt: Es befindet sich eine enorme Menge an Geld, das in den letzten Jahren geschaffen wurde, im Umlauf, primär in den Kapitalmärkten, so dass im historischen Vergleich die

durchschnittlichen Bewertungskennzahlen möglicherweise sowieso eher niedriger sind, als heutzutage als „fair“ betrachtet werden könnte. Das gestiegene Interesse an Europa zeigt sich auch in den positiven „Flows“ von Geldern in europäische Aktien im Jahr 2025, nach negativen Jahren 2022-2024:

Exhibit 38: Calendarised flows from Global investors into European equity funds

Weekly Flows, EPFR Country Flows

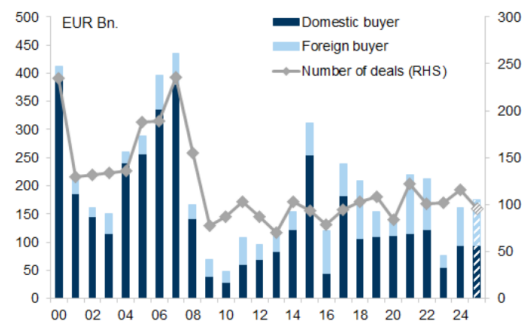


Source: EPFR, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Stand: 10.07.2025; Quelle: Goldman Sachs

Exhibit 4: M&A activity continues to rise from 2023 lows

M&A activity by year of announcement. 2025 annualised

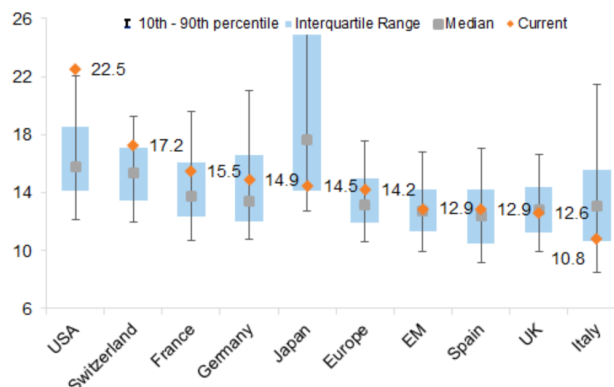


Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

Doch nicht nur in Europa erscheinen die Bewertungen nach wie vor attraktiv. Wie in unseren vorherigen Berichten ausgeführt beobachten wir auch weiterhin den japanischen Markt und finden dort immer wieder spannende Opportunitäten, und auch in Australien wurden wir zuletzt fündig. Wir erachten es nach wie vor als angemessen, das Portfolio durch eine gute Streuung robust aufzustellen und nicht zu sehr von der Entwicklung einzelner Marktsegmente abhängig zu sein. Die letzten Jahre zeigten, dass solche Trends überraschend lange anhalten können. Insofern erachten wir ein global aufgestelltes Portfolio mit Fokus auf unterbewertete Aktien, tendenziell eher aber nicht nur im Bereich Small- und Mid-Caps als gute Positionierung für die aktuelle globale Gemengelage. Beim Blick auf die aktuellen Bewertungsniveaus der verschiedenen Regionen ist zu beachten, dass Unternehmen aus der zweiten Reihe (abseits der Indices) teils noch deutlich günstiger handeln. So zeigt sich zwar eine positive Entwicklung der Bewertungen beispielsweise in Deutschland im Vergleich zu vor einem Jahr – doch diese hat sich, wie historisch häufig zu beobachten, zunächst primär bei Large-Caps niedergeschlagen und könnte nun fortfolgend auch für Small- und Mid-Caps folgen:

Exhibit 31: Global valuation range

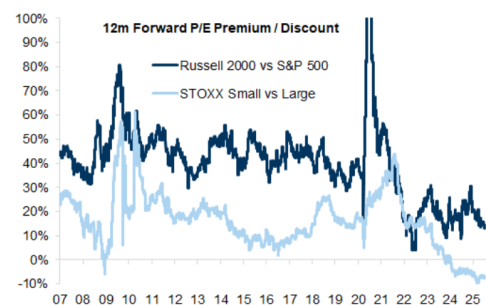
12m fwd P/E multiple. Data since 1987



Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Stand: 10.07.2025; Quelle: Goldman Sachs

Exhibit 3: European small caps are at historical discounts



Source: Datastream, I/B/E/S, Goldman Sachs Global Investment Research

Auch wenn die Visibilität gering ist und das Portfolio aktuell mit rund 10% Absicherung eher konservativer aufgestellt ist sind wir nicht per se negativ eingestellt für die nächsten Monate. Zolldeals und geopolitische Entspannung können genauso zu Euphorie führen, wie Zölle und Eskalation zu einer Korrektur. Auch wenn der Markt zuletzt weder auf negative noch auf positive Neuigkeiten signifikant reagiert hat, ist dies aus unserer Sicht kein Grund dafür anzunehmen, dass es so auf mittelfristige Sicht

weitergeht. Es heißt daher weiterhin genau die Nachrichtenlage zu verfolgen und Marktsignale zu interpretieren und flexibel und agil zu reagieren.

Im Bereich der Anleihen gehen wir weiterhin von einer stabilen und guten Performance und damit Kontribution zum NAV des Fonds aus. Auch wenn die Zentralbankzinsen in Europa zuletzt mehrmals gesenkt wurden, ist das Zinsniveau weiterhin ausreichend attraktiv, um attraktive Rendite zu generieren.

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

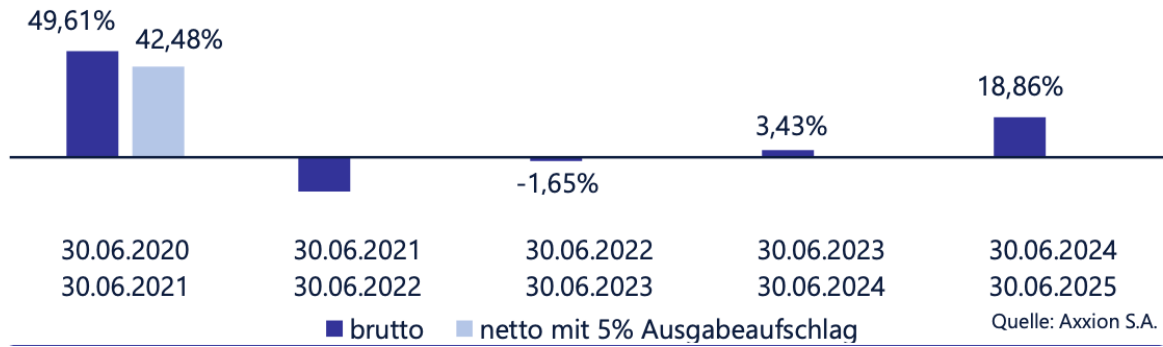
Durch Investments in Sondersituationen, wie zum Beispiel Aktien von Unternehmen in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, entstehen über die Zeit sogenannte potentielle Nachbesserungsrechte. Nach Abschluss einer solchen Strukturmaßnahme folgt (primär in Deutschland und Österreich) oft ein gerichtliches 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*
DMG Mori AG	35.695	1,03	36.766	Garantiedividende 2025 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*
Osram Licht AG	100.000	2,24	224.000	Garantiedividende 2025 BuG*
Pfeiffer Vacuum T. AG	32.500	7,32	237.900	Garantiedividende 2024 BuG*
Schaltbau	10.161	1,9	19.306	Garantiedividende 2023 BuG*
Schaltbau	20.000	1,9	38.000	Garantiedividende 2024 BuG*
Summe			25.445.963	

*BuG = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Quelle: Axxion S.A., eigene Berechnungen
Stand 30.06.2025

Anhang: Rollierende Wertentwicklung



Stand: 30.06.2025

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.