

14. Investorenbrief

Bericht zum 30.06.2026



Traunstein, den 06.07.2026

Liebe Anleger,

im ersten Halbjahr 2026 stieg der WertArt Capital Fonds um 7,0% (ISIN DE000A2N65X4). Dagegen legte der MSCI World Small Cap Index im ersten Halbjahr 18,4% zu. Zum 30.6.2026 war unser Fonds in 31 Unternehmen investiert. Die durchschnittliche Gewichtung pro Unternehmen im Fonds lag bei 3,0%. Die Liquidität im Fonds lag bei 6,0%. Die Schwerpunkte der geographischen Allokation lagen in der Eurozone (33,6%), Nordamerika (15,4%), Japan (14,8%), Großbritannien (13,3%) und Asien Pazifik-ex Japan (4,6%). 42,5% des Portfolios waren in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung (Börsenwert) von weniger als EUR 1 Mrd. investiert, 28,1% in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als EUR 1 Mrd. und weniger als EUR 10 Mrd. und 23,4% in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als EUR 10 Mrd. Unsere Unternehmen sind breit über verschiedene Industrien verteilt.

Eine Übersicht zum Inhalt dieses Briefes:

- Einordnung der Wertentwicklung im ersten Halbjahr 2026
- Neue Investitionen im ersten Halbjahr 2026
- Verkäufe im ersten Halbjahr 2026
- Bewertung unseres Portfolios

Einordnung der Wertentwicklung im ersten Halbjahr 2026


In meinem Monatskommentar zum Mai habe ich bereits die Wertentwicklung unseres Fonds im ersten Halbjahr eingeordnet. [Den Kommentar finden Sie hier.](#) Zusammenfassend hatte unser Fonds im ersten Halbjahr eine relative geringe Allokation in stark gestiegenen Aktien von Zulieferern für den Ausbau der Artificial Intelligence (Im Folgenden AI oder KI) Infrastruktur.

Dennoch konnte sich die große Mehrzahl unserer Aktien im ersten Halbjahr positiv entwickeln. Besonders hervorzuheben ist die gute Wertentwicklung der irischen **DCC**, der britischen **The Gym Group**, der japanischen **Kurabo Industries**, der Münchner **Westwing** und

der französischen **Vallourec**. In den letzten 3 Jahren konnte gerade unsere hohe Allokation in europäischen Micro Cap und Small Cap Aktien die Wertentwicklung unseres Fonds positiv prägen. Diese Unternehmen besitzen häufig ein (leicht) zyklisches Geschäftsmodell.

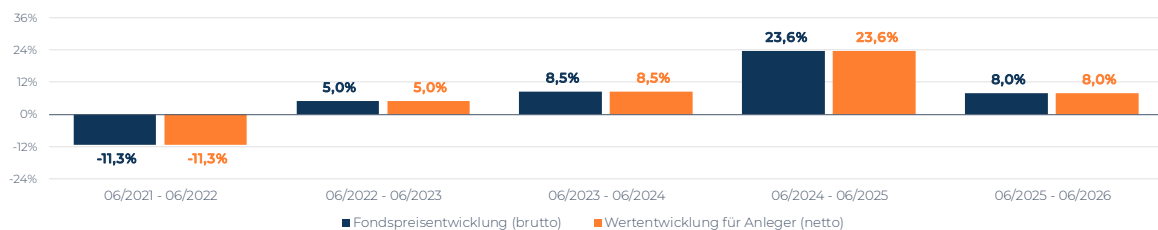
Ich freue mich, dass ich nun die Allokation des Fonds in einer anderen Kategorie im Laufe des ersten Halbjahres ausbauen konnte: sog. Compounder Aktien werden in den nächsten 3 Jahren voraussichtlich eine größere Rolle in unserem Portfolio spielen als zu jedem Zeitpunkt in der Historie von WertArt bisher. Mehr dazu im nächsten Kapitel dieses Briefes.

Bevor ich Ihnen unsere Transaktionen im ersten Halbjahr vorstellen möchte, finden Sie in der folgenden Tabelle die Wertentwicklung des WertArt Capital Fonds (I-Tranche ISIN: DE000A2N65X4) seit Auflage in Euro¹:



Kennzahlen					
Periode (Beginn)	Performance	Performance (annualisiert)	Volatilität	Sharpe Ratio	Max. Drawdown
1 Monat (29.05.2026)	1,56 %		7,67 %		-1,64 %
laufendes Kalenderjahr (30.12.2025)	6,99 %		10,35 %		-4,02 %
1 Jahr (30.06.2025)	7,96 %		10,59 %	0,55	-5,81 %
3 Jahre (30.06.2023)	44,76 %	13,11 %	10,98 %	0,93	-14,56 %
5 Jahre (30.06.2021)	34,91 %	6,17 %	11,83 %	0,35	-17,80 %
seit Auflage (11.03.2019)	75,38 %	7,99 %	12,99 %	0,52	-28,41 %

Rollierende 12 Monatswertentwicklung in %



Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Zukünftige Ergebnisse können sowohl niedriger als auch höher ausfallen
 Erläuterung: Die Bruttowertentwicklungsangaben (BVI Methode) beruhen auf den veröffentlichten Rücknahmepreisen des Fonds, welche bereits die auf Fondsebene anfallenden Kosten beinhalten, die Nettowertentwicklung berücksichtigt zusätzlich den Ausgabeaufschlag. Da der Ausgabeaufschlag 0 % beträgt, entspricht die Nettowertentwicklung der Bruttowertentwicklung. Es können zusätzliche, die Wertentwicklung mindernde Kosten auf der Anlegerebene entstehen (z. B. Depotkosten).

Neue Investitionen im ersten Halbjahr 2026

Unser Fonds investiert in Unternehmen mit

- zunehmenden Wettbewerbsvorteilen und attraktiven Kapitalrenditen,
- sowie gleichgerichteten Interessen mit den Lenkern unserer Unternehmen (Management und Eigentümer)

¹ Die Wertentwicklungsberechnung erfolgt nach der BVI-Methode und berücksichtigt Ausschüttungen des Fonds. Fondsstart war der 11.03.2019. Die Jahresperiode endet am 30. Dezember. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Quelle: [Ampega Investment GmbH](https://www.ampega.com)

Hinzu kommt als drittes Kernkriterium die Bewertung der Aktie des Unternehmens.

In den letzten drei Jahren lag daher der Fokus neuer Zukäufe für unser Portfolio auf Unternehmen aus der Eurozone, Japan und Großbritannien. Diese Unternehmen schnitten bei den beiden ersten Kriterien gut bis akzeptabel ab und lieferten gleichzeitig exzellente Bewertungen.

Seit Ende 2021 beobachte ich nun ein Marktsegment, dass aufgrund seiner aus meiner Sicht extrem hohen Bewertung bisher nicht für unser Portfolio in Betracht kam. Es handelt sich um sogenannte „Quality Compounder“ Aktien oder auf Deutsch „Kapitalverzinsungsmaschinen“. Das sind Unternehmen deren Geschäftsmodelle (1) hohe Kapitalrenditen erzielen und (2) die Reinvestition der Gewinne zu eben diesen oder höheren Kapitalrenditen ermöglichen. Diese Unternehmen konnten über viele Jahre hinweg ihre Erträge für ihre Eigentümer verlässlich steigern. Und diese Erträge weisen eine hohe Qualität aus – d.h. die Relation zwischen Gewinn und Cash Flow ist hoch.

Seit Ende 2021 – und verstärkt über die letzten 18 Monate - haben viele Aktien von Quality Compoundern Probleme. Das hat vielseitige Gründe. Zwei wesentliche sind aus meiner Sicht:

- Mit dem gestiegenen Zinsniveau werden Erträge, die weiter in der Zukunft liegen, bei der Diskontierung stärker abgezinst und damit geringer gewichtet. Bei Compounder Aktien liegt aber aufgrund des antizipierten Wachstums ein Großteil des Unternehmenswertes in ferner Zukunft. In Zeiten sehr niedriger oder gar negativer Zinsen steigt der Anteil der diskontierten Erträge, die sich in ferner Zukunft befinden, bei der Bewertung stark an. Dieser Effekt hat sich aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus in den letzten Jahren wieder „normalisiert“.
- Die Geschäftsmodelle erwiesen sich als angreifbarer als gedacht oder stehen von Seiten der Marktteilnehmer unter Verdacht angreifbar zu sein. Z.B. hat das niederländische Unternehmen **Wolters Kluwer** über Jahre hinweg konstantes organisches Wachstum und steigende operative Margen geliefert. Im Februar 2026 präsentierte Anthropic ein KI-Produktivitätstool für interne Rechtsabteilungen. Daraufhin erfasste ein weiterer Sektor weiter Ausverkauf die Wolters Kluwer Aktie und andere Anbieter von Fachinhalten für regulierte Berufe (Recht, Steuer, Gesundheit, Compliance). Die Sorge der Marktteilnehmer besteht darin, dass AI deren Geschäftsmodelle nachhaltig schädigen wird. Zum Hochpunkt Anfang 2025 wurde die Aktie von Wolters Kluwer mit dem gut 30-fachen des erwarteten Gewinns pro Aktie bewertet. 16 Monate später wird die Aktie mit dem rund 10-fachen erwarteten Gewinn bewertet. Seit dem Hoch Anfang 2025 verlor die Aktie rund 70%.

Somit ließ die Bewertung von vielen Compounder Aktien in den letzten Jahren keine Sicherheitsmarge in Bezug auf Zinsänderungsrisiken und Unternehmensrisiken zu. In den letzten Monaten bin ich bei einigen Quality Compounder Aktien fündig geworden, deren Bewertungen aus meiner Sicht ein für uns sehr attraktives Potential für die nächsten 3 (oder mehr) Jahre liefern. Vier (Wolters Kluwer, ResMed, Constellation Software und Topicus.com) der sechs im ersten Halbjahr neu aufgebauten Positionen sind aus meiner Sicht dem Segment der Quality Compounder Aktien zuzuordnen.

Im Folgenden finden Sie die Investmentthesen zu unseren neuen Unternehmen deren Position im Portfolio bis zum 30.06.2026 aufgebaut waren:

Wolters Kluwer (Gewichtung zum 30.06.2026: 3,6%)

Wolters Kluwer ist ein in Amsterdam ansässiger Anbieter von Fachinformationen und Workflow-Software für Ärzte, Steuerberater, Juristen und Compliance-Fachleute. So bietet z.B. die klinische Software UpToDate Empfehlungen für mehr als 60.000 Themen, die von einem Expertennetzwerk erarbeitet, ausgewertet und regelmäßig überprüft werden. UpToDate Expert AI, die erweiterte Version inkl. KI, wurde bereits von 50% der US-Kunden innerhalb weniger Monate nach Einführung implementiert. Dabei zahlen die Kunden weiterhin für die validierten Experteninhalte, die sich nun mit Hilfe von KI leichter in das Arbeitsleben integrieren lassen. Neben den proprietären Daten schützen regulatorische Anforderungen und Zertifizierungen den Wettbewerbsvorteil von Wolters Kluwer. Gleichzeitig sind die Systeme des Unternehmens tief in die Arbeitsprozesse der Kunden integriert und häufig nur schwer auszutauschen. So nutzen Wirtschaftsprüfer die Steuersoftware CCH Axcess neben der Recherche auch als Plattform für die Verarbeitung und Bereitstellung von Steuerberatung für Kunden, was mit einer großen Menge an Datenvolumen einhergeht. Agentic AI Module für Tax&Accounting werden derzeit mit 150 Kunden getestet.

Das größte Risiko aus der AI-Disruption besteht derzeit aus meiner Sicht im Legal&Regulation Segment. Für Wolters Kluwer trägt es gut 10% zum Umsatz bei. Hier hatte Wolters Kluwer bereits vor der potentiellen Bedrohung durch KI als Nummer 3 im US-Markt eine relativ schwache Wettbewerbsposition. Die proprietäre Datenbasis ist ebenfalls weniger stark als in Tax&Accounting, Health und Compliance. Mit den KI Start-ups Legora und Harvey entsteht nun weiterer starker Wettbewerb für Wolters Kluwer. Diese Anbieter stellen leistungsfähige, KI-gestützte Arbeitsoberflächen für das Entwerfen, Prüfen und Recherchieren bereit. Mit der Übernahme des KI-Unternehmens Libra tritt Wolters Kluwer diesem Wettbewerb mit eigenen Angeboten entgegen. Mit der Übernahme des KI Start-ups Brightflag dringt Wolters Kluwer aber auch in neue Geschäftsbereiche vor. Das Management ist sich aus meiner Sicht dem Disruptionsrisiko bewusst und arbeitet aktiv an dessen Reduzierung.

Wolters Kluwer vertreibt seine Produkte derzeit überwiegend als cloudbasierte Softwarelösung mit einer Bepreisung pro Seat, also pro Mitarbeiter, der die Software nutzt. Dieses Umsatzmodell könnte künftig unter Druck geraten, sollte sich die Mitarbeiterzahl bei den Kunden durch Produktivitätsgewinne aus dem Einsatz von KI reduzieren. Denn weniger Arbeitsplätze würden dann auch weniger Seats bedeuten. Das Management hat bei einigen neuen Produkten bereits erste datenbasierte Umsatzmodelle getestet. Aus meiner Sicht entscheidet letztlich die Nachfrage der Kunden über den Erfolg der Produkte, nicht die Struktur des Preismodells selbst. Auch in der Vergangenheit hat sich das Umsatzmodell von Wolters Kluwer bereits verändert, etwa bei der Umstellung von Lizenzsoftware auf cloudbasierte Lösungen. Der Nachfrage hat dieser Wandel keinen Abbruch getan.

Stacey Caywood übernahm Anfang 2026, nach 30 Jahren Betriebszugehörigkeit, die Konzernleitung von Nancy McKinstry, die 23 Jahre lang CEO war. In der Health-Sparte verantwortete Stacey zuvor persönlich die KI-Integration von UpToDate. Das verleiht ihr auf

Konzernebene aus meiner Sicht Glaubwürdigkeit für die entscheidende strategische Frage des nächsten Jahrzehnts.

Das organische Umsatzwachstum liegt seit einem Jahrzehnt stabil zwischen 5 und 7 Prozent, begleitet von einer kontinuierlichen Margenausweitung. Das organische Wachstum speiste sich in den vergangenen Jahren aus dem Zukauf von neuen Softwaremodulen sowie der Migration in die Cloud und nur zum Teil durch neue Seats.

Seit Anfang 2025 verlor die Aktie rund 70 Prozent – ausgelöst durch eine sektorweite KI-Panik. Aus meiner Sicht preist die Bewertung mittlerweile ein Szenario ein, in dem die Anzahl an Seats zurückgeht und Konkurrenten Wolters Kluwer Marktanteile abnehmen. Die kuratierten Kerninhalte, die haftungsrelevante Recherche, die Integration der Software in den work-flow sowie die eigenen KI-Bestrebungen mit ersten guten Ergebnissen des Unternehmens werden dagegen ignoriert.

Wir konnten das wenig konjunktursensitive Unternehmen zu einer free cash flow Rendite von 9,4% auf Basis meiner Schätzung für 2027 erwerben. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

Erklärung: Der free cash flow lässt sich als Cash Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit abzüglich der Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte berechnen. Der free cash flow steht somit für die Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber zur Verfügung (sofern kein Fremdfinanzierungsbedarf besteht). Der (zukünftige) free cash flow in Kombination mit der Wachstumsrate sollte daher am besten für die Bewertung von Unternehmen geeignet sein. Setzen wir den free cash flow in Bezug zum Börsenwert eines Unternehmens erhalten wir die free cash flow yield.

ResMed (Gewichtung zum 30.06.2026: 3,1%)

ResMed mit Sitz in San Diego, Kalifornien, ist der weltweit führende Hersteller von CPAP (Continuous Positive Airway Pressure) - und APAP (Automatic Positive Airway Pressure) - Geräten zur Behandlung von Schlafapnoe und chronischen Atemwegserkrankungen. Neben Geräten und Masken betreibt ResMed eine wachsende Softwaresparte für ambulante Pflegedienstleister – darunter Brightree in den USA und MEDIFOX DAN in Deutschland.

Das Unternehmen hält die globale Marktführerschaft bei CPAP-Geräten und Beatmungsmasken. Der Wettbewerbsvorteil gründet auf einem vernetzten digitalen Ökosystem: Die Patienten-App myAir zählt über 11 Millionen Nutzer und steigert die Therapietreue auf bis zu 87% nach 90 Tagen, gegenüber 60–65% ohne digitale Begleitung. Dabei generiert ResMed erhebliche Datenmengen. Zudem hat ResMed als erstes Unternehmen überhaupt Stoff-Masken für die PAP-Therapie zur Serienreife gebracht. Die Produktinnovation verbessert laut Management die Nutzung bei Patienten um 6% gegenüber herkömmlichen Silikonmasken. Masken und Zubehör machen rund 37% des Gesamtumsatzes aus und damit einen Wiederholungsumsatz der wachsenden Patientenbasis.

GLP-1-Medikamente (Abnehmspritzen), die Marktteilnehmer lange als Bedrohung für ResMed gewertet haben, erweisen sich in Datensätzen mit 3,8 Millionen Patienten nun laut Management als möglicher Nachfragebeschleuniger: Patienten, die gleichzeitig CPAP und GLP-1 nutzen, zeigen laut Management über drei Jahre eine messbar höhere Therapietreue bei der CPAP-Nutzung – sie beginnen häufiger mit der Therapie und bleiben ihr langfristig treuer.

Zudem hat der grösste Wettbewerber Philips den Wiedereinstieg in den US-Markt weiterhin nicht präzisiert, was den Vorsprung für ResMed weiter anwachsen lassen sollte.

CEO Mick Farrell ist seit 1999 bei ResMed tätig und führt das Unternehmen seit 2013. Unter seiner Leitung stieg der free cashflow von unter USD 500 Mio. auf rund USD 1,75 Mrd.

Wir zahlen für das strukturell wachsende Unternehmen eine free cash flow Rendite von 6,8% meiner Erwartung für 2027. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

Constellation Software Inc. (Gewichtung zum 30.06.2026: 2,8%)

Das Unternehmen mit Sitz in Toronto erwirbt und hält dauerhaft Anbieter von Vertical Market Software (VMS). VMS bezeichnet unternehmenskritische Nischensoftware für Branchen wie öffentlicher Verkehr und Versorgung, Gesundheitswesen oder kommunale Verwaltung. Das Portfolio umfasst über 1.500 eigenständige Geschäftseinheiten in mehr als 100 Branchen. Der Track Record ist sehr stark. So stieg der Umsatz von USD 4,7 Mrd. (2021) auf USD 11,6 Mrd. (2025), der free cashflow pro Aktie wuchs über das letzte Jahrzehnt mit rund 20% pro Jahr. Seit dem Börsengang in 2006 hat Constellation hunderte von Akquisitionen weitestgehend erfolgreich integriert.

Der Wettbewerbsvorteil beruht auf tiefer Einbettung in die Betriebsabläufe der Kunden und die betriebsnotwendigen Eigenschaften der Software. Viele Kundenbeziehungen bestehen seit Jahrzehnten. Verkäufer von Softwareunternehmen schätzen Constellation's Ruf als dauerhaften Eigentümer, der im Gegensatz zu Private Equity nie weiterverkauft. Mindestens ebenso wichtig ist aus meiner Sicht die Unternehmenskultur. Die einzelnen Einheiten agieren weitgehend autonom, und das Anreizsystem ist konsequent auf Kapitalrenditen ausgerichtet: Als bevorzugte Steuerungsgrösse gilt konzernweit die Summe aus Kapitalrendite und organischem Wachstum. Dabei wird akquiriertes Wachstum bewusst nicht berücksichtigt. Führungskräfte müssen zudem einen erheblichen Teil ihres Bonus in Aktien des Unternehmens reinvestieren, die für mehrere Jahre gesperrt bleiben, was ihr persönliches Vermögen eng an die langfristige Wertentwicklung koppelt. Einige Bereichsleiter sind bereits seit Jahrzehnten im Unternehmen tätig, was für eine stabile und erfahrene Führungsebene spricht.

Gründer Mark Leonard trat im September 2025 aus gesundheitlichen Gründen zurück. Sein Nachfolger Mark Miller begleitet das Unternehmen seit 1988 und verzichtete für 2026 vollständig auf Gehalt und Bonus. Bemerkenswert ist die Transparenz gegenüber den Aktionären: Die jährliche Hauptversammlung dauert Stunden und das Management beantwortet tiefgehende Fragen der Investoren.

Nachdem der Aktienkurs von seinem Allzeithoch Mitte 2025 um 45% gefallen war, empfahl ich den Aufbau einer Position in der Aktie. Neben Leonards Rücktritt belastete vor allem die pauschale Furcht vor KI-Disruption den Kurs und gab uns die Gelegenheit, das Unternehmen günstig zu erwerben. Die wichtigste Eigenschaft im Hinblick auf KI-Resilienz ist aus meiner Sicht die Struktur dieser Nischenmärkte selbst: Es handelt sich um Mikro-Monopole – wirtschaftlich zu kleine, aber strukturell bereits besetzte Märkte. Eine durchschnittliche Geschäftseinheit bedient hunderte bis tausende Kunden, manche allerdings nur wenige Dutzend, in Extremfällen sogar weniger. In derart kleinen Märkten ist eine Finanzierung durch Wagniskapital unwahrscheinlich. Denn kein rationaler Investor finanziert ein KI Start-up, welches z.B. die Einsatzdisposition für Rettungswagen mittelgrosser deutscher Kommunen mit fünf möglichen Kunden angreifen will. Hinzu kommen tief in die Arbeitsprozesse eingebettete Produkte (die Software läuft bei jeder Busabfahrt, jeder Medikamentenausgabe, jeder Medicare-Anmeldung), proprietäre Betriebsdaten aus teils über 30 Jahren sowie regulatorische Zertifizierungen im Gesundheits- und öffentlichen Sektor.

Die KI-Adaption ist in vielen Einheiten laut Management bereits im Gange. Das Management berichtete im ersten Quartal 2026 von keiner einzigen KI-bedingten Abwanderung im Portfolio. Das größte unmittelbare Risiko aus der KI-Disruption sehe ich nicht in den geschützten Nischen, sondern in den wenigen Einheiten mit ohnehin hoher Kundenfluktuation und horizontaler Ausrichtung. Das Management hat dies auf der Hauptversammlung im Mai 2026 selbst offen angesprochen: Jene Geschäftseinheiten, die schon bisher hohe Abwanderung erlebten, dürften am stärksten bedroht sein. Dies betrifft rund 5% bis 10% der Umsätze. Die Bedrohung kommt hier weniger von AI-Start-ups als von oben, durch horizontale Plattformen wie Microsoft Copilot, Google Workspace oder Anthropic Cowork. Diese sind jedoch auf Großkunden mit tausenden Nutzern ausgelegt, während die meisten Constellation-Einheiten ihre Kunden On-Premise oder in privaten Clouds bedienen.

Constellation hat von übernommenen Unternehmen vielfach eine Bepreisung pro Seat (pro Mitarbeiter, der die Software nutzt) geerbt. Wie bei Wolters Kluwer besteht also das Risiko, dass aufgrund einer geringeren Nutzerzahl beim Kunden das Umsatzvolumen sinken könnte. Entscheidend ist aus meiner Sicht jedoch, dass das Wachstum von Constellation, anders als bei den am stärksten abgewerteten SaaS-Unternehmen, nicht primär von der Zahl der Seats abhängt. Es speist sich aus dem Zukauf neuer Einheiten, aus überwiegend inflationsgebundenen Preiserhöhungen im Wartungsgeschäft und aus dem Verkauf zusätzlicher Softwaremodule. Zudem ist der absolute Effekt je Einheit begrenzt. Denn viele Kunden haben bereits eine geringe Anzahl an Nutzern in ihrem Haus.

Der größte Teil des Wachstums stammt aus den Zukäufen von Softwareunternehmen. Die Abwertung von Softwareunternehmen am Markt aufgrund von KI könnte für Constellation ein großes Problem der letzten Jahre lösen. Denn das Unternehmen musste mit einer Reihe von Investoren im Private Equity Segment konkurrieren, die bereit waren zu deutlich höheren Preisen als Constellation zu kaufen. Tatsächlich zog die Akquisitionstätigkeit in den letzten 12 Monaten gegenüber den Vorjahren bereits an.

Die moderate erwartete free cash flow Rendite für 2027 in Höhe von 5,7% relativiert sich vor dem Hintergrund der historisch hohen Wachstumsraten im freien Cashflow von mehr als 20% per annum seit dem Börsengang in 2006 und der Tatsache, dass das Unternehmen dieses Wachstum ohne die Ausgabe von Aktien finanzierte. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

Topicus.com Inc. (Gewichtung zum 30.06.2026: 2,7%)

Topicus entstand 2021 als Abspaltung von Constellation Software und folgt dessen Akquisitionsprinzip. Das Unternehmen konzentriert sich aber bisher vornehmlich auf Europa. Das Unternehmen mit Sitz im niederländischen Deventer erwirbt und hält dauerhaft Spezialsoftware für enge Marktnischen, von der Unterrichtsverwaltung für Bildungseinrichtungen bis zur Fallverwaltungssoftware für skandinavische Sozialämter. Das Portfolio umfasst heute mehr als 215 Geschäftseinheiten in 35 europäischen Ländern, den USA und Asien mit rund 100.000 Kunden. Constellation Software hält rund 30% der wirtschaftlichen Anteile und kontrolliert das Unternehmen über eine Stimmrechtsmehrheit.

Ähnlich wie bei Constellation beruht der Wettbewerbsvorteil auf tiefer Einbettung in regulierte Betriebsabläufe mit durchschnittlichen Kundenbeziehungen von oft mehreren Jahrzehnten

Hinzu kommt eine europäische Besonderheit. Die sprachliche und regulatorische Fragmentierung des Kontinents erhöht die Eintrittsbarrieren gegenüber ausländischen Wettbewerbern zusätzlich. Gemessen am europäischen VMS-Markt von mehr als 100 Milliarden Euro ist Topicus mit einem Marktanteil von rund 2% noch weit von der Marktsättigung entfernt. Da Wartungsgebühren jährlich im Voraus abgerechnet werden, finanzieren Kunden de facto die weitere Expansion.

Topicus wächst organisch um konstant rund 5%. Der weitaus grössere Beitrag stammt aus Zukäufen. 2025 wurden über 750 Millionen Euro eingesetzt. Darunter war eine strategische Beteiligung an Assecos Poland, dem grössten polnischen IT-Konzern. Erste Akquisitionen in Indonesien und das laufende, noch unverbindliche Übernahmeangebot für den australischen Softwareanbieter ReadyTech zeigen, dass das Akquisitionsmodell zunehmend über Europa hinauswächst.

Mitgründer und CEO Robin van Poelje hält indirekt rund 29% der wirtschaftlichen Anteile über sein Familienvehikel Joday Investments. Die Vergütung des gesamten Managements ist wie beim Mutterkonzern Constellation an eine Kombination aus Kapitalrendite und organischem Wachstum gebunden.

Der vorher zu Constellation und Wolters Kluwer beschriebene Sektor weite Kursrückgang vom Februar 2026 erfasste auch Topicus. Aus meiner Sicht ist das Unternehmen jedoch gut gegen KI-Disruption geschützt. Denn das Portfolio ist auf europäische Kommunalverwaltungen, Sozialbehörden und regulierte Gesundheitsdienstleister konzentriert. Das sind Segmente, in denen KI Start-ups durch fehlende Zertifizierungen, sprachliche Fragmentierung und die geringe Kundenzahl hohe Hürden überwinden müssen.

Der Aktienkurs fiel von rund 199 CAD auf unter 83 CAD. Wir haben die Position zu einer für 2027 erwarteten free cash flow Rendite von 6,0% aufgebaut. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

Aker BP (Gewichtung zum 30.06.2026: 3,0%)

Aker BP ist ein unabhängiger Öl- und Gasproduzent mit Sitz in Lysaker, Norwegen, der ausschließlich auf dem norwegischen Kontinentalschelf tätig ist. Mit einer täglichen Produktion von rund 400.000 Barrel Öläquivalent zählt das Unternehmen nach Equinor zu den grössten unabhängigen Produzenten dieses Fördergebiets.

Bei Produktionskosten von rund USD 7,50 pro Barrel ist Aker BP einer der kostengünstigsten Produzenten auf dem norwegischen Kontinentalschelf. Das sogenannte Allianzmodell, bestehend aus langfristigen Partnerschaften mit verschiedenen Expertenunternehmen in der Industrie, teilt Risiken und Erträge und verschafft dem Unternehmen nach eigenen Angaben einen Kostenvorteil gegenüber Konkurrenten ohne vergleichbare Allianzstruktur. Die Produktionseffizienz von 97% ist ebenfalls sehr gut unter den dortigen Produzenten. Aker BP profitiert zudem von einem strukturellen Vorteil des norwegischen Sondersteuerregimes, das rund 72% jedes investierten Entwicklungs-Dollars über sofortige Steuerrückerstattungen übernimmt. Das Unternehmen partizipiert damit vollständig am Ölpreisaufschwung, trägt aber nur einen Teil des Investitionsrisikos.

Das Unternehmen durchläuft gerade den Hochpunkt eines über USD 12 Mrd. umfassenden Investitionszyklus für die Felder Yggdrasil und Valhall PWP-Fenris. Die Kapitalausgaben sollen von rund USD 7 Mrd. in 2025 auf USD 3–4 Mrd. in 2027 sinken. Ab 2027 sollen die Investitionen erste Öl- und Gasproduktion liefern. Die Gesamtproduktion ist bis 2028 auf 525.000 Barrel täglich ausgerichtet, also rund 30% mehr als heute.

CEO Karl Johnny Hersvik ist seit zwölf Jahren im Amt. Er navigierte die USD 14 Mrd. Übernahme von Lundin Energy im Jahr 2022 und führt das bislang grösste Investitionsprogramm der Unternehmensgeschichte. Die Vergütung ist nach internationalen Maßstäben aus meiner Sicht fast bescheiden. Hauptaktionäre sind Aker ASA und BP plc.

Wir investierten, weil der Markt die bevorstehende free cash flow Transformation ab 2027 aus meiner Sicht unterschätzt. Sobald die neuen Felder Öl und Gas fördern und die Kapitalausgaben auf USD 3 bis 4 Mrd. sinken, sollte der free cash flow bei einem Ölpreis (Sorte Brent) von USD 70 bis 2028 auf USD 4 bis 6 Mrd. jährlich wachsen. Die Marktkapitalisierung zum Vergleich beträgt derzeit weniger als USD 20 Mrd. Zu beachten sind erhebliche Ölpreissensitivität und mögliche Verzögerungen bei den Projekten. Zudem könnte BP plc seinen rund 30%-Anteil als Blockverkauf platzieren, was technischen Kursüberhang erzeugen, aber den inneren Wert nicht berühren würde. Gleichzeitig überzeugen mich die Fähigkeiten des Managements, die langfristige Orientierung des Haupteigentümers Aker ASA, sowie die Möglichkeit für uns an einem für Europa strategischen Energielieferanten beteiligt zu sein. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

SK Telecom (Gewichtung zum 30.06.2026: 3,2%)

SK Telecom mit Sitz in Seoul ist der führende Mobilfunkbetreiber Südkoreas mit rund 31 Millionen Mobilfunk- und 7,3 Millionen Breitbandkunden. Mit einer 5G-Durchdringung von 81% bei seinen Handset-Nutzern betreibt SK Telecom eines der weltweit reifsten 5G-Netze. Neben dem Kerngeschäft entwickelt das Unternehmen eine wachsende AI-Datencentersparte und hält eine kleine Beteiligung am AI-Unternehmen Anthropic.

In Koreas reguliertem Mobilfunk-Triopol hält SK Telecom einen 5G-Marktanteil von rund 46%. Frequenzlizenzen, Netzinfrastruktur und regulatorische Eintrittsbarrieren sichern diese Position strukturell ab. Das Wachstumspotenzial liegt weniger in der Neukundengewinnung als in der Höherstufung von Nutzern auf höherwertige 5G-Tarife sowie im Ausbau des Breitband- und Unternehmenskundengeschäfts.

Das wichtigste Wachstumsfeld ist die AI-Datencentersparte (AIDC). Im ersten Quartal 2026 stieg der AIDC-Umsatz um 89% gegenüber dem Vorjahr. Für das Gesamtjahr 2025 wurden laut Unternehmen rund KRW 520 Mrd. Umsatz bei einer EBITDA-Marge vergleichbar mit dem Telekommunikationsgeschäft erzielt. Ein Hyperscale-Datenzentrum in Ulsan entsteht gemeinsam mit Amazon Web Services mit geplanter Inbetriebnahme in 2027. Bei einer Gesamt-Bewertung von USD 965 Mrd. nach der Finanzierungsrunde im Mai 2026 macht die Beteiligung von SK Telecom an Anthropic schätzungsweise 40% des aktuellen Börsenwerts von SK Telecom aus. SK Telecom hält schätzungsweise 0,5% an Anthropic.

In den letzten drei Jahren erlebte SK Telecom drei Vorstandsvorsitzende, was auf einer ganzen Reihe an Rückschlägen im Geschäftsverlauf zurück geht. Ein schwerwiegender Datenschutzvorfall im April 2025 führte zu Abonnementverlusten, einem Gewinneinbruch und einer erheblichen Dividendenkürzung.

Im ersten Quartal 2026 verzeichnete SK Telecom erstmals wieder Nettoneuzugänge bei Mobilfunkkunden. Der seit März 2026 amtierende CEO Jung Jai-hun kommuniziert aus meiner Sicht deutlich offener als seine Vorgänger. Mit ihm könnte ein erfolgreicher Neuanfang gelingen. Denn das Telekommunikationsgeschäft liefert stetige Erträge und die Implementierung von AI in das Geschäftsmodell erscheint aussichtsreich. Die aus meiner Sicht in der Bewertung wenig reflektierte Beteiligung an Anthropic bietet zusätzliche Optionalität.

Wir konnten das Unternehmen zu einer free cash flow Rendite von 8,5% auf Basis meiner Schätzung für 2027 erwerben. (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten)

Verkäufe im ersten Halbjahr 2026

Mit den drei neuen Käufen von **Wolters Kluwer**, **Constellation Software** und **Topicus.com** konnte sich der Fonds an hochwertigen Geschäftsmodellen aus dem Softwaresegment zu attraktiven Bewertungen beteiligen. Ich empfahl den Tausch mit den beiden Softwareunternehmen **TeamViewer** und **Exasol** sowie dem digitalen Marktplatz **Angi**, deren Verkauf ich im ersten Halbjahr 2026 empfahl. Die neuen Unternehmen sollten gegenüber

den drei Verkäufen zu einer deutlichen Aufwertung der Portfolioqualität beitragen. Für die drei Zukäufe wurden daher TeamViewer (annualisierte Rendite von -29,2% über 1,5 Jahre (IRR-Methode), Exasol annualisierte Rendite von -9,4% über gut 4 Jahre (IRR-Methode) und Angi annualisierte Rendite von -64,3% über gut 1 Jahr (IRR-Methode) aus dem Portfolio genommen.

Bei **Laboratorios Farmaceuticos Rovi** empfahl ich den Verkauf nach Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal 2026. Das Management hat für die kommenden Jahre ambitionierte Ziele und diese auf dem letztjährigen Kapitalmarkttag präzise kommuniziert. Nun musste das Management allerdings von hohen Umsatzrückgängen in einem wichtigen Segment berichten, die überraschend waren. Hintergrund sind chinesische Wettbewerber, welche Rovi unter Druck setzen. Ob dieses Problem strukturell oder zyklisch ist, darüber scheint sich das Management nicht im Klaren zu sein. Der Aktienkurs hatte seit dem Kauf im Mai 2025 bereits auf die Ziele des Unternehmens positiv reagiert, weshalb ich zunächst den Verkauf und die Realisierung der Gewinne empfahl. Weiterhin werde ich das Unternehmen beobachten und je nach Fortschritt bei der Zielerreichung einen Wiedereinstieg erwägen. Seit unserem ersten Engagement in diesem Titel Anfang 2025 hat unser Investment in Rovi eine annualisierte Rendite von 52,5% über gut 1 Jahr für den Fonds erzielen können (IRR-Methode).

Die Investmentthese bei **PayPal** bestand darin, dass mit einer neuen Führungsmannschaft und damit einhergehend beschleunigter Produktinnovation die bestehende Marktpräsenz mit rund 439 Mio. aktiven Nutzern zu einer mittelfristigen Wachstumsbeschleunigung der Erträge führt. Im Februar 2026 gab das Unternehmen allerdings bekannt, dass der CEO Alex Chriss das Unternehmen verlässt. Chriss trat im September 2023 seine Rolle bei PayPal an und versuchte über Produktinnovation und eine Kundenausrichtung eine Trendwende einzuleiten. Die Ergebnisse schienen den Aufsichtsrat von PayPal wohl nicht zu überzeugen, was zur Ablösung von Chriss im Februar 2026 als CEO führte. Die Strategie des neuen CEO Enrique Lores ist auf Effizienzsteigerung und die Unterteilung in drei weitgehend eigenverantwortliche Segmente ausgerichtet. Damit hat sich auch meine Investment These nicht als richtig erwiesen, weshalb ich den Verkauf von PayPal empfahl. Das Unternehmen bleibt unter Beobachtung. Seit unserem ersten Engagement in diesem Titel in 2023 hat unser Investment in PayPal zu einer annualisierten Rendite von -16,0% über knapp 2,5 Jahre für den Fonds geführt (IRR-Methode).

Mit **Molten Ventures** konnte unser Fonds an dem wieder zunehmenden Anlegerinteresse nach Venture Capital Beteiligungen partizipieren. Die bekanntesten, weil erfolgreichen Beteiligungen, sind z.B. Revolut (Fintech), ICEYE (Erdüberwachung per Satellit) oder Isar Aerospace (wiederverwendbare Trägerraketen). Nachdem sich der Bewertungsabschlag deutlich abgebaut hatte, empfahl ich den Verkauf im ersten Halbjahr. Seit unserem ersten Engagement in diesem Titel in 2025 hat unser Investment in Molten eine annualisierte Rendite von 93,1% über gut 0,5 Jahre für den Fonds erzielen können (IRR-Methode).

Langfristig gesehen sollte **Melexis** von der zunehmenden Nachfrage nach Robotik profitieren. Denn Melexis ist führend in der Entwicklung für die Sensorik von Robotern. Erste Beiträge zu den Ergebnissen sind aber nicht vor 2028 zu erwarten. Daher empfahl ich die

Gewinne bei Melexis für unseren Fonds zunächst einmal zu realisieren. Seit unserem ersten Engagement in diesem Titel in 2023 hat unser Investment in Melexis eine annualisierte Rendite von 7,2% über gut 3 Jahre für den Fonds erzielen können (IRR-Methode).

Bewertung unseres Portfolios

Unser Portfolio aus 31 Unternehmen notiert derzeit zu einer gewichteten free cash flow yield von 7,4% (auf Basis meiner Schätzung für das Geschäftsjahr 2027 - Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

Erklärung: Der free cash flow lässt sich als Cash Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit abzüglich der Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte berechnen. Der free cash flow steht somit für die Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber zur Verfügung (sofern kein Fremdfinanzierungsbedarf besteht). Der (zukünftige) free cash flow ist daher am besten für die Bewertung von Unternehmen geeignet. Setzen wir den free cash flow in Bezug zum Börsenwert eines Unternehmens erhalten wir die free cash flow yield.

Wie lässt sich die free cash flow yield unseres Portfolios im Vergleich zu anderen Investitionsmöglichkeiten einordnen. Zum Vergleich hatte ich in den letzten Briefen die sog Magnificent Seven herangezogen, also die großen US-Technologiewerte (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Meta und Tesla) in denen die Portfolios vieler Anleger weiterhin hoch gewichtet sind. Während unser Portfolio zu einer erwarteten free cash flow yield von 7,4% handelt, handelt ein nach Marktkapitalisierung gewichtetes Portfolio der Magnificent 7 zu einer free cash flow yield von 2,5% (laut Analystenschätzungen für das Jahr 2027 Quelle: tikr.com - Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

Unser Portfolio handelt damit zu einem deutlichen Bewertungsabschlag von 4,9 %-Punkten bei der free cash flow Rendite gegenüber den 7 die Börse dominierenden Aktien. Ein gewisser Bewertungsabschlag mag gerechtfertigt sein, falls Anleger davon ausgehen, dass die Magnificent 7 ihre Wettbewerbsvorteile mit Hilfe von neuen Technologien (z.B. KI) weiter ausbauen können und damit Mehrwerte für ihre Aktionäre schaffen. Aus meiner Sicht bietet unser Portfolio allerdings eine deutlich robustere Mischung aus günstiger Bewertung und überdurchschnittlichen Geschäftsmodellen mit guten Wachstumsaussichten (Risikohinweis: Prognosen unterliegen Unsicherheiten).

Der nächste Investorenbrief erscheint im Januar 2027. Darin werde ich wie zu jedem Jahresende detailliert die Entwicklung unserer Unternehmen vorstellen.

In der Zwischenzeit erfahren Sie mehr zur Fondsentwicklung in den monatlich erscheinenden Fondskommentaren. Gerne können Sie sich hier zum Newsletter anmelden:

<https://www.wertartcapital.com/newsletter>

Herzliche Grüße aus Traunstein

Benedikt Olesch, CFA

Rechtliche Hinweise:

Bei dieser Kundeninformation („KI“) handelt es sich um eine Werbung/Marketing-Mitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Es handelt sich nicht um eine unabhängige und objektive Finanzanalyse bzw. um eine Anlagestrategieempfehlung oder Anlageempfehlung i.S.d. § 85 WpHG. Diese KI wurde nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Unabhängigkeit und Objektivität von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Handelsverbot vor Verbreitung von Finanzanalysen (sog. „Frontrunning“).

Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „KI“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „KI“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese „KI“ ist nur für Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt, die die Anforderungen des WpHG an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien erfüllen. Sie wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben oder Anlageberatung zu erteilen. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind unverbindlich und enthalten keinen Anspruch auf Vollständigkeit und dienen allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten.

Die vorliegende Werbemitteilung („WM“) ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet; Datum: 30.06.2026. Herausgeber: WA Capital GmbH, Taubenmarkt 9, 83278 Traunstein, handelnd als vertraglich gebundener Vermittler § 3 Abs. 2 WpIG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) bieten wir Ihnen ausschließlich als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS) an. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Weitere Informationen finden Sie auf unserer Homepage im Impressum.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Verfassers wider, die von der der NFS Netfonds Financial Service GmbH abweichen kann. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die NFS Netfonds Financial Service

GmbH und der Verfasser übernehmen für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haften nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „KI“ oder Teilen hiervon entstehen. Die WA Capital GmbH ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten.