Oculus
Value Capital

INVESTORENBRIEF H1 2026

Sehr geehrte Anleger,

der Oculus Value Capital Fund beendete das erste Halbjahr mit einem Nettoinventarwert von EUR 201,70 nahezu unverändert und blieb damit hinter dem technologiegetriebenen Gesamtmarkt zurück. Hinter der ruhigen Oberfläche verbirgt sich allerdings reichlich Bewegung:

Ein Krieg am Persischen Golf mit vorübergehender Schliessung der wichtigsten Ölroute der Welt, beeindruckende technologische Durchbrüche rund um künstliche Intelligenz und zahlreiche positive, aber vereinzelt auch negative fundamentale Entwicklungen unserer Portfoliounternehmen – die Intensität der Ereignisse des ersten Halbjahres war kaum zu überbieten.

Während die Euphorie auf den Aktienmärkten von Investitionen in die KI-Infrastruktur und einem Boom der historisch zyklischen Halbleiterbranche getragen wurde, erlebten zahlreiche attraktive Geschäftsmodelle abseits des KI-Epizentrums eine deutliche Korrektur. Wir haben die hohe Volatilität für eine Reihe von Veränderungen genutzt. Nach unserer Einschätzung besitzen wir heute ein fundamental stärkeres Portfolio mit höheren Wachstumsaussichten bei geringerer zyklischer Abhängigkeit – zu einer unverändert günstigen Bewertung, welche unabhängig von der Marktentwicklung eine zufriedenstellende Rendite über die kommenden Jahre ermöglichen sollte.

In diesem Brief skizzieren wir die wesentlichen Entwicklungen des Halbjahres, ziehen ein erstes Fazit zu den rasanten Fortschritten rund um künstliche Intelligenz und berichten wie gewohnt zur Jahresmitte von den fundamentalen Fortschritten unserer grössten Beteiligungen.

Wertentwicklung des Oculus Value Capital Fund

Per 30.06.2026 steht der Nettoinventarwert des Fonds bei EUR 201,70. Seit der Auflage im November 2018 haben wir damit eine Wertsteigerung von +101,7% erzielt (+9,7% pro Jahr). Der MSCI World verzeichnet im selben Zeitraum eine Steigerung von +169,2% und in Euro nominierte Unternehmensanleihen (Bloomberg Barclays Euro-Aggregate) eine Steigerung von +10,6%. Zum 30.06.2026 waren 76% in Aktien, 20% in Anleihen und 4% in Liquidität investiert.

Wertentwicklung	Oculus Value Capital Fund
2018[1]	-2,4%
2019	+23,7%
2020	+25,0%
2021	+18,1%
2022	-30,1%
2023	+35,4%
2024	+11,1%
2025	+7,8%
H1 2026	+0,0%
Seit Auflage	Gesamt: +101,7% Pro Jahr: +9,7%

Da unsere Kapitalallokation je nach Marktlage und Möglichkeiten variieren wird, haben wir keinen Vergleichsindex definiert. Wenn Sie unsere langfristige Performance dennoch mit allgemeinen Marktentwicklungen vergleichen möchten, empfehlen wir einen Mix aus 70% eines globalen Aktienindex (z.B. MSCI World) und 30% europäischen Unternehmensanleihen (z.B. Bloomberg Barclays

[1] Das Startdatum des Fonds ist der 23.11.2018. Die Performance im Jahr 2018 inkludiert 5 Wochen.

Euro-Aggregate) zu verwenden. Diese Kombination hat seit Auflage des Fonds eine Wertsteigerung von +108,7% erzielt. Wie immer bitten wir, bei jedem Vergleich einen Zeitraum von mehreren Jahren zu betrachten.

Die überdurchschnittliche Performance globaler Aktienindizes hatte im ersten Halbjahr einen sehr spezifischen Treiber: den beschleunigten Ausbau der Infrastruktur für künstliche Intelligenz, finanziert aus den rasant steigenden Investitionen der grossen Cloud-Plattformen. Der daraus resultierende Engpass in der Halbleiterbranche liess Preise, Margen und Gewinne der historisch zyklischen Branche anspringen – der Halbleiterindex (SOX) verdoppelte sich binnen sechs Monaten (das zweite Quartal war das beste seiner Geschichte), und die Branche steht nach diesem Anstieg hinter rund 15% des Gewichtes sowie rechnerisch mehr als der Hälfte der Halbjahresperformance des MSCI World. Insgesamt erreichte der Technologieanteil des Index per Ende Juni mit 38,3% (inklusive Kommunikationsdienste) einen historischen Rekordwert – bei zeitgleich überdurchschnittlich hoher Konzentration und Bewertung:

MSCI World Gewichtung[2]	Dez 2015	Dez 2020	Dez 2025	Jun 2026
Technologie (inkl. Kommunikationsdienste)	~17,5%	31,0%	35,9%	38,3%
davon Halbleiter	~2%	~4,4%	~10,7%	~15,1%
Gewichtung Top 10 Unternehmen	~10%	16,9%	27,4%	25,7%
Gewinn-Multiple (LTM)	19,0x	28,4x (Covid)	24,0x	24,6x

KI und die Halbleiterbranche beanspruchten seit Jahresbeginn den Hauptteil der Aufmerksamkeit und des Kapitals der Investoren – attraktive, aber vergleichsweise unspektakuläre Geschäftsmodelle erlebten dagegen teils deutliche Korrekturen. Für fundamentale Investoren, die schnelllebige technologische Branchen meist mit Vorsicht behandeln, war es in diesem Umfeld schwierig, mit der Entwicklung der Indizes Schritt zu halten. Obwohl wir technologische Entwicklungen im Detail verfolgen und entsprechende Investitionen bei aussichtsreicher Bewertung keineswegs meiden (siehe unsere Zukäufe im ersten Halbjahr), zeigt auch unser Portfolio mit gesamt 18% Technologie (inkl. Kommunikation) und keinen Beteiligungen im Segment der Halbleiter eine deutliche Untergewichtung der aktuell begehrten Sektoren – eine Positionierung, die uns in Momentum-Phasen wie zuletzt Performance kostet, uns aber bei alternativen Verläufen rund um KI nach unserer Erwartung vor groben Fehlentwicklungen schützt.

Die Adaption künstlicher Intelligenz – Big Tech in guter Ausgangslage

Im Januar hatten wir beschrieben, dass die Entwicklungen rund um künstliche Intelligenz an einem Wendepunkt stehen. Ende 2025 erreichten neue Modelle erstmals eine Qualität, die das Programmieren grundlegend verändern sollte. Der renommierte KI-Forscher Andrej Karpathy brachte es auf den Punkt: Noch im November schrieb er rund 80% seines Codes selbst und 20% über Agenten – nur wenige Wochen später hat sich dieses Verhältnis umgedreht. In seinen Worten: «Coding agents basically didn't work before December and basically work since.» Die Möglichkeiten der neuen Technologie scheinen bereits mit bestehenden Modellgenerationen weitreichend. Und auch die anlaufende Adaption in Unternehmen lässt sich trotz frühem Stadium der Innovation bereits in den Einnahmenzahlen der führenden Modellentwickler ablesen – Anthropic katapultierte seinen annualisierten Umsatz binnen weniger Monate von USD 9 Mrd. (Dez 25) auf zuletzt annualisiert rund USD 47 Mrd. (Mai 26) und sieht bei hohen Bruttomargen in der Anwendung ungeachtet der weiterhin hohen Trainingskosten für neue Modelle auch die Profitabilität in Reichweite. Gleichzeitig bleibt

[2] Quelle: MSCI Index Factsheets bzw. Näherungswerte für Dez. 15 / Halbleiter = GICS-Gruppe Semi & Equipment

Rechenkapazität das knappste Gut dieser Phase: Trotz enormer Investitionen sind die bestehenden KI-Kapazitäten nahezu vollständig ausgelastet und auch zukünftige Erweiterungen sind zu einem bedeutenden Teil über langfristige Verträge gesichert. Schwer greifbare Themen wie die «Singularität» rücken vorläufig in den Hintergrund – im Vordergrund steht die kosteneffiziente Skalierung: Modelle wie «Fable» von Anthropic oder «Sol» von OpenAI haben eine Reife erreicht, die auch ohne weitere Quantensprünge genügt, um digitale Prozesse in Alltag und Unternehmen deutlich zu beschleunigen. Die Kosten pro Rechenleistung werden kontinuierlich sinken und der Konsum über Anwendungen («Inference») wird über Jahre hinweg mit hohen Raten zulegen. Aus den rasanten Geschehnissen ergeben sich für uns u.a. folgende Erkenntnisse:

Schwindende Wettbewerbsvorteile bei Softwareunternehmen. Software zu schreiben, wird um Grössenordnungen leichter und die Kundenbindung durch hohe Wechselkosten, die wir einst als Schutzwälle digitaler Geschäftsmodelle beschrieben hatten, verliert an Bedeutung. Gleichzeitig werden unzählige neue Softwareunternehmen geboren, und die Modellentwickler selbst drängen in die Anwendungsebene vor. Das «Disruptionsrisiko» etablierter Anbieter ist damit grösser, als wir noch vor wenigen Monaten angenommen hatten – unsere Einschätzung für Softwareunternehmen hat sich entsprechend verschärft.

Führende Cloud-Plattformen stehen stabil im Zentrum der Veränderungen. Wie zu Beginn des Internet-Zeitalters wird auch dieser Umbruch überraschende technologische Opfer fordern – die führenden Cloud-Plattformen zählen wir aber definitiv nicht dazu: Proprietäre Daten, führende KI-Infrastruktur, bestehende Kundenbeziehungen, das Vertrauen im Umgang mit sensiblen Daten und das Kapital aus dem eigenen Kerngeschäft verschaffen ihnen eine hervorragende Ausgangsposition und attraktive Wachstumsmöglichkeiten. Ob die Zukunft geschlossenen Spitzenmodellen oder offenen Alternativen gehört: Die Anwendungen werden zulegen und der überwiegende Teil der globalen KI-Kapazitäten für Training und Anwendung sitzt in der Cloud der führenden US-Plattformen.

Der langfristig grösste Nutzen landet bei den Anwendern. Wie bei Elektrizität und Internet fliesst der grösste volkswirtschaftliche Gewinn am Ende an die Nutzer der Technologie. Arbeitsintensive Qualitätsunternehmen mit nicht-digitalen Wettbewerbsvorteilen – Banklizenzen, akkreditierte Labore, Krankenhäuser – erhalten einen Effizienzhebel ohne bedrohliche Risiken. Unternehmen, welche ihre digitalen Hausaufgaben erfüllt haben, werden in der Lage sein, an diesen Effizienzsteigerungen teilzuhaben.

Selbst innerhalb des Technologiesektors hält der Markt seine Erwartungen seit Jahresbeginn zweigeteilt: Der Halbleiterindex stösst im zweiten Quartal in neue Sphären, während die eigentlichen Geldgeber des Booms – die grossen Cloud-Plattformen – zwischenzeitlich deutlich an Wert verlieren. Verläuft die Adaption aber auch nur annähernd so, wie es die Bewertungen der Halbleiterbranche unterstellen, führt an den Plattformen, die diese Chips besitzen sowie betreiben, kein Weg vorbei – volle Auftragsbücher brauchen erfolgreiche Kunden! Die Bewertungen dieser sogenannten «Hyperscaler» fielen im Frühjahr auf ein Niveau, welches kaum Fantasie für einen erfolgreichen Ausgang der KI-Investitionen erforderte – wir haben die Gelegenheit genutzt und sind nach längerer, preisbedingter Pause erneut bzw. erstmals in den folgenden Plattformen investiert:

Amazon verdient zeitgleich auf mehreren Stufen der KI-Entwicklung, steht im Kerngeschäft vor beachtlichen Effizienzsprüngen und hat kaum Segmente, deren Existenz durch KI bedroht wäre. Im Zentrum steht AWS, dessen Wachstum sich zuletzt trotz bestehender Grösse von USD 169 Mrd. Umsatz auf +37% im zweiten Quartal beschleunigte. Das Geschäft

mit den eigenen Chips rund um Trainium und Graviton erreicht über USD 25 Mrd. annualisierten Umsatz, mit mehrjährigen Abnahmezusagen der beiden führenden Modellentwickler. Mit Bedrock besitzt AWS zudem die modellunabhängige Steuerungsplattform, über welche Unternehmen führende Modelle in geschützter, vertrauter Umgebung einsetzen. Der gesamte Auftragsbestand von AWS liegt bei knapp USD 500 Mrd. und wächst mit dreistelliger Rate. Bei einer geplanten Verdoppelung der Leistungskapazität von 2025 bis Ende 2027 und einer erwarteten Fortsetzung der Engpässe für KI-Infrastruktur, wird AWS seine Einnahmen auch in den nächsten Monaten deutlich steigern und dabei nach unserer Einschätzung hohe Kapitalrenditen auf die laufenden Investitionen erwirtschaften. Dazu kommt eine Beteiligung von rund 15-20% am führenden Modellentwickler Anthropic, deren Wert mit der geplanten IPO (vermutlich im zweiten Halbjahr) zur Geltung kommt. Abseits der Cloud ist Amazon selbst ein grosser Kunde der KI-Services, mit hohem Nutzen im digitalen Marketinggeschäft, im E-Commerce und in der Logistik. Bei allen Sorgen um die hohen Kapitalausgaben: Die Aktie handelte im ersten Quartal zum rund 13-fachen des erwarteten operativen Cash-Flows – welcher gemäss aktuellem Trend um rund 30% zulegt.

Microsoft galt aufgrund der engen Partnerschaft mit OpenAI lange als grösster Profiteur des KI-Booms, ehe deren Exklusivität über mehrere Verhandlungsrunden gelockert wurde. Behalten hat der Konzern rund 27% am For-Profit-Arm von OpenAI, die (nicht mehr exklusiven) Nutzungsrechte an dessen Technologie bis 2032 und eine Abnahmeverpflichtung von USD 250 Mrd. für Azure-Leistungen als primärer Cloud-Partner. Zwar ist Microsoft mit seinen hohen Enterprise-Software-Umsätzen von den bevorstehenden Veränderungen im Softwaremarkt nicht ausgenommen – mit Azure hält es aber einen zentralen Vermögenswert dieser Phase. Die Kombination aus Daten, Sicherheit und einer starken Kundenbindung geben Microsoft ausreichend Zeit, eine unabhängige KI Strategie umzusetzen – und diese nimmt im Laufe des ersten Halbjahres bereits Form an: Copilot zählt mittlerweile mehr als 30 Mio. Lizenzen (nach 20 Mio. im April), GitHub behauptet sich als führende Plattform für rund 225 Mio. Softwareentwickler, mit Foundry besitzt Microsoft eine modellunabhängige Entwicklungsplattform, die ersten eigenen LLM-Modelle zeigen vielversprechende Resultate im Bereich der Cybersicherheit und mit Maia sowie Cobalt verfügt es über eigene kosteneffiziente Hardwareprodukte. Auch bestehende Cloud Services, wie die hauseigenen effizienten Datenbanken, werden im Zuge von KI bei zunehmendem Fokus auf Datenmanagement beflügelt. Die Zahlen bestätigen die Wachstumstreiber der zweitgrössten Cloudplattform: Azure überschritt erstmals USD 100 Mrd. Jahresumsatz und beschleunigte im Juni-Quartal auf +43% mit steigender Tendenz ins neue Geschäftsjahr. Der vertraglich gesicherte Auftragsbestand liegt bei USD 678 Mrd. und der Zuwachs stammt mit USD 51 Mrd. im Quartal zunehmend von Anwendungen der Unternehmenskunden anstatt von KI-Modellentwicklern. Nach dem schwächsten Börsenquartal seit fast zwanzig Jahren handelte die Aktie im Frühjahr zum 20-fachen der erwarteten Gewinne – einer aus unserer Sicht sehr attraktiven Bewertung in Anbetracht des bevorstehenden hochprofitablen Wachstumspfades.

Meta Platforms Werbegeschäft wächst beschleunigt durch den Einsatz von KI mit einer beeindruckenden Rate von +27% im zweiten Quartal und die Profitabilität bleibt mit einer operativen Segmentmarge nahe 40% hervorragend. Das Engagement auf den führenden sozialen Medien sowie WhatsApp legt sowohl in Bezug auf Zeit als auch Nutzer weiter zu

und dennoch verlor die Aktie im ersten Halbjahr deutlich – auch hier liegt der Grund in Unsicherheiten um die gewaltigen Investitionen in die eigene KI-Infrastruktur, welche sich allein in 2026 auf USD 130 bis 145 Mrd. belaufen (inklusive der ersten Gigawatt-Rechenzentren in Ohio und Louisiana). Meta sollte seine Rechenkapazität durch eigene Projekte sowie Partner bis 2028 verdreifachen (rund 15-20% der Kapazitäten von US-Hyperscalern). Die KI-Strategie birgt Risiken, eröffnet aber ebenso attraktive Möglichkeiten: Der Techkonzern ist neben den Cloud-Anbietern das einzige Unternehmen mit der Ambition und den Mitteln, bei eigenen Modellen, wie auch bei der Infrastruktur ganz vorne mitzuspielen. Geht die grosse strategische Wette – um persönliche KI-Assistenten für Privatpersonen und Kleinunternehmen – trotz technisch führender Rechenzentren, eines einzigartigen Datenschatzes, eigener Vertriebskanäle und führender Talente nicht auf, lässt sich das Investitionstempo binnen Monaten drosseln. Die freiwerdende Kapazität liesse sich dann externen Unternehmen als Cloud-Service anbieten, wofür das Management auf absehbare Zeit sehr hohe Nachfrage und Aussicht auf gute Kapitalrenditen sieht. Meta ist mit dem eigenen Werbegeschäft der wichtigste Abnehmer seiner KI-Investitionen – Besseres Ranking von Inhalten, höhere Anzeigenperformance und automatisierte Kampagnenerstellung wirken dabei als unmittelbare Wachstumstreiber. Unabhängig vom Erfolg der eigenen KI-Modelle wird die Investmentthese bei einer zeitweisen Bewertung unter dem 15-fachen der operativen Gewinne des Werbegeschäftes allein durch das Kerngeschäft getragen. Wir nutzten die Skepsis für einen günstigen Einstieg und halten erstmals seit 2023 erneut eine Beteiligung.

Die Investitionen der grossen Cloud-Plattformen sollten innerhalb 2026 um rund 70% auf über USD 720 Mrd. ansteigen und werden erstmals in substanziellem Umfang über Fremdkapital (und teilweise ausserhalb der Bilanz) finanziert. In Kombination mit einer weiterhin hohen Konzentration des Auftragsbuches um die führenden Modellentwickler betrachten wir diese Entwicklung kritisch. Nach den Fortschritten des ersten Halbjahres ist der Nutzen der Investitionen allerdings mit hoher Wahrscheinlichkeit über mehrere Jahre hinweg gegeben – bei anhaltenden Engpässen dürften neben dem Wachstum trotz Änderungen des Service-Mix auch die Margen der Cloud-Segmente weiter steigen. Rund 85% der globalen IT-Ausgaben laufen weiterhin auf lokalen Servern und nicht in der Cloud – mit KI und dem strategischen Nutzen von Daten wird auch dieser Wandel neuen Schwung bekommen. Und selbst wenn sich Teile der KI-Investitionen als verfrüht herausstellen sollten: Die Kerngeschäfte unserer drei Plattformen erhalten durch den Einsatz von KI neue Wachstumstreiber und bleiben darüber hinaus vom Umbruch nahezu unberührt – das Risiko beschränkt sich auf den freien Cash-Flow, welcher vorübergehend zur Gänze in die KI-Infrastruktur fliesst. Die Halbjahresergebnisse der jeweiligen Unternehmen haben unsere Ansichten diesbezüglich bestätigt.

Noch sind die grossen Durchbrüche im Technologiesektor angesiedelt – doch auch in der Wissenschaft schlägt die Anwendung führender Modelle hohe Wellen. Im Frühjahr widerlegte ein KI-Modell von OpenAI eine berühmte, seit 1946 offene Vermutung des Mathematikers Paul Erdős – führende Mathematiker bestätigten den Beweis als eigenständige wissenschaftliche Leistung. Speziell nach neuen Modelleinführungen im Juli gehören mathematische Resultate dieser Art inzwischen zur Tagesordnung und auch in der Biologie, Chemie, Medizin bis hin zur Meteorologie gibt es vielversprechende Entwicklungen. Nach den rasanten Durchbrüchen im Bereich des Programmierens stehen weitere wissenschaftliche Disziplinen unmittelbar vor beachtlichen Innovationsschüben.

Die eigentlichen Vorteile der neuen Technologie entstehen in der Anwendung: in Form einer effizienteren Forschung und Entwicklung sowie durch Unternehmen, die bei früher Adaption

Effizienzvorteile gegenüber trägeren Konkurrenten erzielen. Darunter sollten auch unsere grössten Beteiligungen wie Eurofins, BAWAG und Brookfield direkt oder indirekt von der Adaption künstlicher Intelligenz profitieren.

Ökonomisches Pulverfass – Reduktion der zyklischen Abhängigkeit

Wir haben in der Vergangenheit immer wieder – und in einigen Fällen sehr erfolgreich – in zyklische Unternehmen investiert: Logistiker wie XPO, Verpackungshersteller wie WestRock oder Berry Global und Automobil-Zulieferer wie Linamar zählen zu den besten Performance-Beiträgen seit Auflage des Fonds. Die These wiederholt sich: Unternehmen, die dank spezifischer Wettbewerbsvorteile auch einen tiefen Abschwung überstehen, generieren – zum richtigen Preis gekauft – über den Zyklus hinweg attraktive Renditen. Zu Jahresbeginn rechneten wir zudem mit einer Aufhellung des Umfelds nach durchwachsenen Jahren in der Bau-, Automobil- und Industriekonjunktur. Mit dem Ausbruch eines weiteren militärischen Konflikts im Nahen Osten kam es leider anders.

Ende Februar attackierten die USA gemeinsam mit Israel iranische Militär- und Nuklearanlagen; die anschliessende Blockade der Strasse von Hormus legte die wichtigste Ölroute der Welt über Wochen lahm. Der Schock am Energiemarkt trieb die Inflationserwartungen, die prognostizierten Zinssenkungen der Notenbanken wurden ausgesetzt – die erhoffte konjunkturelle Erholung ist damit aufgeschoben. Immerhin: Rekord-Lagerbestände, Kapazitätsreserven anderer Förderregionen und der sinkende Anteil des Öls an der globalen Wertschöpfung begrenzten den Schaden – die Weltwirtschaft geriet vorerst nicht ins Stocken. Ohne Aussicht auf dauerhafte Stabilität in der Region bleibt die Lage jedoch angespannt, die langfristigen Folgen für Konjunktur und Geldpolitik sind ungewiss.

Bei zeitgleicher Korrektur stabiler, wenig konjunkturabhängiger Unternehmen entschieden wir uns für eine Reihe von Umschichtungen: Im Häusermarkt haben wir uns nach über fünf Jahren von LGI Homes getrennt – die Leistbarkeit bei Erstkäufern ist mit Hypothekenzinsen von zuletzt 6,7% weiterhin nicht gegeben. Linamar haben wir nach starken Kursanstiegen und Rekordgewinnen reduziert, sehen aber trotz des erwarteten Wiederaufflammens des US-kanadischen Handelsstreites weiterhin reichlich Entwicklungspotential. Das Gewicht von MTY Food wurde bei anhaltender Konsumschwäche am nordamerikanischen Restaurantmarkt verkleinert. International Petroleum haben wir nach dem Ölpreisanstieg und dem vorgezogenen Produktionsstart des Blackrod-Projektes mit deutlichem Kursgewinn veräussert – die 7,5%-Anleihe des Unternehmens behalten wir als risikoadjustiert attraktivere Alternative. Im Gegenzug haben wir, neben der bereits beschriebenen Erweiterung im Technologiemarkt, unsere Positionen in stabilen Branchen wie dem Gesundheitswesen und der Luftfahrt durch folgende Unternehmen erweitert:

HCA Healthcare ist der grösste private Betreiber von Krankenhäusern in den USA mit einem bewiesenen Geschäftsmodell, hervorragender Kapitalallokation, demographischem Rückenwind und kaum veränderten Vorzeichen in den nächsten Jahren. Im Zuge regulatorischer Eingriffe verlor die Aktie des Unternehmens im ersten Halbjahr jedoch zeitweise deutlich: Das Auslaufen der erhöhten «Affordable Care Act» Versicherungszuschüsse kostet das Unternehmen 2026 geschätzt USD 1,0-1,2 Mrd. Ein Effekt, den der Marktführer über Kostendisziplin und organisches Patientenwachstum zu einem bedeutenden Teil kompensiert: Der Gewinn je Aktie wuchs im zweiten Quartal, bei reichlich Rückkäufen im Ausmass von USD 10 Mrd. im vergangenen Jahr, ungeachtet der kurzfristigen Belastung um 11%. Bei demografisch getriebener Nachfrage in den «Sunbelt» Staaten und einer Bewertung zum 13-fachen der Gewinne haben wir den Moment der

Verunsicherung für einen günstigen Einstieg genutzt und sind nach Jahren als Gläubiger unserer HCA Anleihe nun auch Aktionär.

MTU Aero Engines – mit dem führenden deutschen Triebwerkshersteller ergänzen wir unsere Luftfahrt-These um das margenstarke Ersatzteil- und Wartungsgeschäft. Der Engpass an neuen Flugzeugen wird bei weiterhin geringen (aber kontinuierlich steigenden) Absatzzahlen von Airbus und Boeing anhalten – MTU profitiert einerseits dank hoher Nachfrage nach den eigenen äusserst effizienten GTF-Triebwerken, deren bestehendes Auftragsbuch (gesamt EUR 30,4 Mrd.) ohne kontinuierliches Neugeschäft die Produktion über rund drei Jahre hinweg auslasten würde. Zeitgleich muss die aufgrund der Engpässe alternde und insgesamt wachsende Weltflotte intensiver gewartet werden - mit positiven Auswirkungen für das lukrative Ersatzteilgeschäft. MTU wächst im zivilen Ersatzteilgeschäft und der Wartung für absehbare Zeit im zweistelligen Bereich und auch das Verteidigungsgeschäft erhält mit den europäischen Aufrüstungsprogrammen zusätzlichen Rückenwind. Das kostspielige Inspektionsprogramm der GTF-Triebwerke, welches für MTU als Programmpartner in vergangenen Jahren hohe Ersatzzahlungen erforderte, nähert sich dem Abschluss und freie Cash-Flow Gewinne werden vom aktuellen Niveau aus deutlich zulegen. Die direkte Abhängigkeit von der Krisenregion im Nahen Osten ist minimal – wir haben unsere Position während der Marktschwäche im Mai bei einer Bewertung zum 15-fachen der Gewinne erworben.

Tencent – wir hatten in früheren Briefen betont, dass es trotz aller geopolitischen Risiken ein Fehler wäre, die Tür nach Fernost für immer zu schliessen. Im Frühjahr sahen wir im Zuge der fallenden Bewertungen bei zeitgleich guten fundamentalen Entwicklungen die Chance für eine Rückkehr. Kaum ein Unternehmen ist im chinesischen Alltag so tief verankert wie Tencent – mit Weixin (WeChat) betreibt es die dominierende soziale Plattform des Landes, welche als bester Vertriebskanal die ideale Ausgangsbasis für unterschiedliche Einnahmequellen bietet – die Segmente Gaming, Fintech und Werbung wachsen kontinuierlich und auch für die Adaption künstlicher Intelligenz ist das Unternehmen gut aufgestellt: Die hauseigenen Modelle zeigen respektable Fortschritte bei bereits breiter Anwendung, die KI-gestützte Werbeausspielung liess die Marketingerlöse um 20% zulegen und das Mini-App-Ökosystem bietet Anwendungen, die kein Wettbewerber replizieren kann. Tencent ist darüber hinaus ein äusserst erfolgreicher Technologie-Investor, dessen nicht konsolidiertes Beteiligungsportfolio mehr als 20% der aktuellen Marktkapitalisierung ausmacht – bereinigt darum handelte die Aktie zum rund 10-fachen der Gewinne, bei zweistelligem Wachstum und laufender Kapitalausschüttung. Die geopolitischen Spannungen sind allerdings keineswegs gelöst – wir halten die Position bewusst moderat.

Bei der aktuellen Goldgräber-Stimmung am Kapitalmarkt geraten Geschäftsmodelle, die keine Aussicht auf schnellen Reichtum bieten, rasch aus dem Blickfeld – auch solche, die wir für hervorragend positioniert halten. Für uns entsteht damit die Gelegenheit, einen Teil unserer zyklischen Beteiligungen gegen kontinuierlich wachsende Unternehmen mit hohen Eintrittsbarrieren zu einem guten Preis zu tauschen. Wir erhöhen damit die Qualität unseres Portfolios, ohne unsere langfristige Renditeerwartung zu senken.

«A great business at a fair price is superior to a fair business at a great price.»
Charlie Munger

Trotz weitreichender Risiken des laufenden Konfliktes rechnen wir auch weiterhin damit, dass die globale Wirtschaft den resultierenden Energie-Schock ohne gravierende konjunkturelle Auswirkungen verkraftet. Sollte es zu weiteren geopolitischen Erdbeben kommen, stehen wir nach den soeben beschriebenen Veränderungen in unserem Portfolio in Erwartung auf stabileren Beinen als noch zum Jahresstart. Doch auch wenn wir die konjunkturelle Abhängigkeit in dieser Phase bewusst reduziert haben: Zum richtigen Preis bleiben Zykliker ein attraktiver Teil unseres Werkzeugkastens.

Neue Erkenntnisse – Lehren aus schmerzhaften Rückschlägen

Die überwiegende Mehrheit unserer Unternehmen hat sich im ersten Halbjahr gemäss unseren Vorstellungen entwickelt – und dennoch stehen wir per Ende Juni trotz deutlich positiver Beiträge von BAWAG (+35%), Watches of Switzerland (+57%), International Petroleum (+21%), Linamar (+19%) und Kaspi (+12%) wieder am Ausgangspunkt. Der Hauptgrund liegt im schmerzhaften Rückschritt zweier Unternehmen, welche wir zu Jahresbeginn in Erwartung eines Turnarounds hoch gewichtet hielten und die zusammen knapp 7% an Performance kosteten. Beide spürten den makroökonomischen Gegenwind – bei beiden lagen die Ursachen der Probleme aber im Unternehmen selbst.

goeasy – das kanadische Kreditunternehmen, mit dem wir während der Pandemie als Aktionäre sehr gute Erfahrungen gemacht hatten, vergibt seit rund zwei Jahrzehnten unbesicherte Konsumkredite in Kanada und war dabei über sämtliche Krisen hinweg profitabel. In Erwartung regulatorischer Eingriffe erweiterte das Unternehmen sein Angebot um besicherte Kredite, ehe es dieses Standbein nach der Übernahme von LendCare im Jahr 2021 um händlervermittelte Auto- und Freizeitkredite auf rund 43% des Kreditbuches ausbaute. Als ein Short-Report im Herbst verschleppte Abschreibungen unterstellte, prüften wir intensiv – Gespräche mit dem Management beruhigten uns und wir nutzten den Kursrückgang ab Oktober für Zukäufe. Im März folgte aber der für uns überraschende Bruch: Das Unternehmen kündigte Wertberichtigungen von über CAD 300 Mio. an – konzentriert im besicherten Händlergeschäft. Bei zurückgezogenen Prognosen, ausgesetzter Dividende und akuten Refinanzierungsrisiken verlor die Aktie an einem einzigen Tag 57%. Der Short-Report hatte die Zeichen richtig gedeutet, auch wenn seine Begründung abwich – und die im Nachhinein irreführende Kommunikation des Managements entzog unserer These die Vertrauensbasis: Wir haben den Grossteil der Position unmittelbar veräussert. Unsere Fehleinschätzung lag weniger im Geschäftsmodell als in den internen Veränderungen des Unternehmens, dem für den Aufbau des besicherten Kreditgeschäftes im kritischen Rückblick die notwendige Expertise fehlte – die krisenerprobte Erfolgsgeschichte gab uns falsche Sicherheit, und mehrere Wechsel in der Führungsspitze innerhalb kurzer Zeit waren ein Warnsignal, dem wir mehr Gewicht hätten beimessen müssen.

Vistry – nach zwei Jahren interner Probleme im Zuge des Strategiewechsels zum reinen Partnerschaftsmodell steuerte der britische Bauträger 2026 mit dem gesamten Häusermarkt in einen tieferen Abschwung. Der Fokus liegt nun vorübergehend auf Cash-Management und Schuldenabbau – höhere Preisnachlässe und beschleunigte Verkäufe führten im ersten Halbjahr zu einem kleinen Verlust. Langzeit-CEO Greg Fitzgerald übergab im April an den jungen, aber intern bewährten Adam Daniels. Im Juli folgten eine nochmals gesenkte Jahresprognose und der angekündigte Abgang des Finanzchefs. Entscheidend für uns: Trotz gewissen Risiken gibt es keine Anzeichen eines Finanzierungsproblems – das Unternehmen bestätigt Netto-Cash zum Jahresende, eine Verwässerung der Aktionäre steht laut Aussagen des Managements per Halbjahr nicht im Raum. Und die strukturelle Chance wächst: Das £39-

Mrd.-Förderprogramm für leistbares Wohnen ist beschlossen, Vistry ist der einzige Bauträger seiner Art mit strategischem Partnerstatus bei Homes England und die ersten Zuteilungen werden in den kommenden Monaten erwartet. Wir bleiben mit moderater Gewichtung investiert – das Strategieupdate im September sollte weitere Klarheit schaffen.

Aus den Geschehnissen ergibt sich für uns eine weitere wichtige Lehre: Bei beiden Thesen waren im Vorfeld Warnzeichen sichtbar, die wir zwar erkannt, aber falsch interpretiert und insbesondere falsch gewichtet hatten. Fehlentwicklungen lassen sich für langfristige Investoren nie gänzlich vermeiden – bei deutlichen Abweichungen von den Unternehmenszielen werden wir künftig aber noch vorsichtiger agieren und Zukäufe nur in Ausnahmefällen und bei voller Transparenz des Managements tätigen.

Unsere grössten Beteiligungen – ein fundamentaler Rückblick

Unsere grössten Aktienbeteiligungen notieren mit teilweise deutlichen Gewinnen seit ihrer Aufnahme und dennoch halten wir sie bewusst hoch gewichtet: Alle drei teilen wichtige Charakteristika - ein hervorragendes Management mit signifikanter eigener Beteiligung, eine Kapitalallokation im Sinne der Aktionäre und attraktive Wachstumsmöglichkeiten bei hohen Kapitalrenditen. Trotz Kursanstiegen erwarten wir hier weiterhin die risikoadjustiert beste Rendite in unserem Portfolio.

«*Selling your winners and holding your losers is like cutting the flowers and watering the weeds.*»
Peter Lynch

<u>BAWAG – die erwartete Expansion im neuen Kernmarkt Irland</u>

Im April kündigte die BAWAG den grössten Schritt ihrer Geschichte an: ein EUR 1,6 Mrd. Übernahmeangebot für die irische Permanent TSB – mit Unterstützung des irischen Staates, der damit seine Mehrheitsbeteiligung aus der Finanzkrisen-Ära vollständig abgibt. Nach dem erwarteten Abschluss gegen Jahresende (die Aktionäre der PTSB Bank haben der Übernahme Ende Juli zugestimmt und die gerichtliche Bestätigung durch den irischen High Court wird in Q4 erwartet) wächst die BAWAG auf über EUR 100 Mrd. Bilanzsumme und rund fünf Millionen Kunden – Irland wird zu einem weiteren Kernmarkt und steht in Zukunft hinter rund einem Drittel des Kreditbuches. Die Transaktion wird vollständig aus eigener Kraft finanziert und folgt der Kapitalallokations-Logik, die wir an diesem Management seit Jahren schätzen: ein Gewinnbeitrag von über EUR 250 Mio. bis 2028 (20% Gewinnsteigerung je Aktie) bei äusserst geringem Kapitaleinsatz – die resultierende Kapitalrendite ist doppelt so hoch wie eine Alternative über Aktienrückkäufe. Abseits des Transaktionsmarktes läuft das operative Geschäft bei laufender Integration der Knab Bank in den Niederlanden und des Barclays-Kreditkartengeschäftes in Deutschland auf Hochtouren – der Gewinn stieg im ersten Halbjahr um 19% bei einer Eigenkapitalrendite von knapp 28%. Inklusive moderater Synergien aus dem Zusammenschluss mit PTSB sollten die Gewinne bis 2028 auf über EUR 1,5 Mrd. steigen. Nach dem Aussetzen der Dividende im ersten Halbjahr für die erwartete Übernahme von PTSB wird die BAWAG bereits gegen Jahresende erneut in der Lage sein, überschüssiges Kapital an ihre Aktionäre auszuschütten. Trotz deutlicher Kurssteigerung handelt die Bank unter dem 10-fachen ihrer erwarteten Gewinne in zwei Jahren. Das Management sieht darüber hinaus in ganz Europa weiteres Konsolidierungspotenzial und damit die Chance für die Fortsetzung dieser lukrativen Strategie.

Eurofins – skalierte Profitabilität am Ende des Investmentzyklus

Ungeachtet des verhaltenen Startes ins Jahr kommen die Vorteile des fokussierten und skalierten Labornetzes des führenden Betreibers zunehmend zum Vorschein. Zwar liegt das organische Wachstum mit knapp 3% deutlich unter dem historischen Schnitt, die Profitabilität springt aber bereits vor dem Ende des laufenden Investmentzyklus deutlich an: Die bereinigte EBITDA-Marge stieg im ersten Halbjahr um 130 Basispunkte auf 23,7% (nahe dem 24%-Ziel), der Gewinn je Aktie legte um 29% zu und auch der freie Cash-Flow stieg mit +46% deutlich. Dahinter steht eine zunehmend effiziente Auslastung der Labor-Infrastruktur im Zuge der laufenden Investitionsprogramme in moderne IT-Systeme, den regionalen Ausbau des globalen Hub-and-Spoke-Labornetzes und die Automatisierung der Prozesse. Gemäss den mittelfristigen Zielen des Managements werden die Investitionen nach Fertigstellung der aktuellen Vorhaben im Laufe der nächsten drei Jahre deutlich abnehmen und Margen sowie freie Cash-Flows im Gegenzug weiter steigen. Auch das organische Wachstum, welches im ersten Halbjahr erneut von gedrückten Forschungsausgaben und dem Aussetzen grosser Impfstudien im Biopharmasegment negativ beeinflusst wurde, wird sich laut Erwartungen des Managements im Laufe der nächsten Monate auf eine mittlere einstellige Rate erholen. Neben konstant guten Entwicklungen im Bereich der Lebensmittel- und Umwelttests um PFAS- und weitere Auflagen, sollte auch Biopharma bei Jährung der negativen Effekte und einer zeitlich ungewissen, aber dennoch erwarteten Wiederaufnahme der Impfstudien zu gewohntem Wachstum zurückkehren. Am Kapitalmarkt sieht der Gründer-CEO und grösste Aktionär Gilles Martin sein Unternehmen weiterhin zu günstig bewertet und nutzt die Situation entsprechend: Nicht-strategische Einheiten werden zu deutlich höheren Bewertungen veräussert (das Elektronik-Testgeschäft ging im April zum 14,5-fachen des EBITDA an UL Solutions), während die Erlöse sowie die kontinuierlich steigenden freien Cash-Flows in den Rückkauf der eigenen, tiefer bewerteten Aktien fliessen: Im vergangenen Jahr wurden 5,5% aller Aktien eingesammelt.

Brookfield – der stille Profiteur des Investmentbooms

Brookfield steht ungeachtet der Turbulenzen um manche Private-Credit Plattformen in einer vorteilhaften Ausgangsposition. Das gebührengenerierende Kapital stieg per Q1 auf USD 614 Mrd. (+12% gegenüber Vorjahr), das verwaltete Vermögen liegt über USD 1’000 Mrd. Mit dem Vollzug der Übernahme von Just Group (GBP 2,4 Mrd.) im April ist Brookfield im britischen Markt für Pensionstransfers angekommen – die Versicherungsaktiva erreichen damit rund USD 180 Mrd. und steuern jährlich rund USD 2 Mrd. an Gewinnen bei. Gleichzeitig positioniert sich das Unternehmen als einer der grossen Nutzniesser des KI-Investitionszyklus: Die Kombination aus Stromerzeugung, Netzanschlüssen, erschlossenen Grundstücken und flexiblem Kapital erlaubt es Brookfield, ganze KI-Fabriken aus einer Hand zu liefern – vom im November gestarteten 100-Mrd.-USD-Programm mit NVIDIA bis zum Ende Juni auf USD 25 Mrd. verfünffachten Finanzierungsrahmen mit Bloom Energy – der Investitionsbedarf ist enorm! Während andere Private-Credit-Häuser bei Unsicherheiten aufgrund der Kreditvergabe an Softwareunternehmen Kapitalabzüge verkraften müssen, ist Brookfield in diesem Markt bisher kaum vertreten - mit USD 188 Mrd. an verfügbarem Kapital und einer weiterhin erfolgreichen Akquise über die Auflage neuer Fonds lässt sich die Verunsicherung der Konkurrenz im Gegenzug für attraktive Neugeschäfte nutzen. Mit stetig wachsenden ausschüttungsfähigen Gewinnen und einem steigenden Polster an

aufgelaufener variabler Vergütung des Asset Managers bleibt Brookfield eine unserer grössten Positionen.

Auch quer durch das restliche Portfolio überwiegen die erfreulichen Entwicklungen: AerCap nutzte den anhaltenden Engpass im Markt und veräusserte knapp 80 Flugzeuge und Triebwerke für rund USD 2,9 Mrd. zum durchschnittlich 1,8-fachen des Buchwertes. Kaspi expandiert weiter in der Türkei und erhielt mit der Übernahme der Rabobank A.Ş. die Vollbanklizenz für den Ausbau seiner Fintech-Angebote. Amcor hob die Synergieziele aus der Berry-Übernahme erneut an und erzielt bereits wenige Monate nach dem Zusammenschluss hohe freie Cash-Flows. Reply beschleunigt sein organisches Wachstum in Q2 in den hohen einstelligen Bereich und erweitert seine IT-Services im Verteidigungsgeschäft mit einer Übernahme am US-Markt. Watches of Switzerland verbucht trotz Importzölle im US-Segment ein Rekordjahr bei hoher Nachfrage nach begehrten Rolex-Modellen.

Bewertung und Ausblick – Substanz vs. Momentum

Nach den Umschichtungen des Halbjahres handelt unser Aktienportfolio per Ende Juni unter dem 12-fachen der von uns für das kommende Jahr erwarteten adjustierten Gewinne – mit höheren Wachstumsaussichten als noch zu Jahresbeginn. Grosse Indizes wie der S&P 500 oder der MSCI World stehen trotz der erwarteten Gewinnsprünge der zyklischen Halbleiterbranche bei über dem 20-fachen der prognostizierten Gewinne ohne wesentlich bessere Entwicklungsmöglichkeiten in den nächsten Jahren. Auch bei Ausbleiben des aus unserer Sicht verdienten Reratings einiger Unternehmen erwarten wir aus dem Gewinnwachstum und den Ausschüttungen unserer Beteiligungen über unseren Investmenthorizont hinweg eine jährliche Wertsteigerung im zweistelligen Bereich.

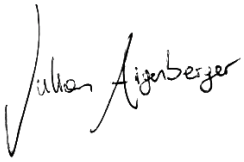
Sentiment und Momentum bewegen derzeit Kapital und Kurse – fundamentale Entwicklungen spielen kurzfristig eine untergeordnete Rolle. Wie von Benjamin Graham bereits vor über 75 Jahren gelehrt, wird aber am Ende die fundamentale Substanz gewogen – die Gewinne und Cash-Flows unserer Unternehmen - und diese entwickeln sich auch in diesem Jahr in Summe nach unseren Vorstellungen.

«In the short run, the market is a voting machine, but in the long run, it is a weighing machine.»
Benjamin Graham

Während einige Value-Investoren zunehmend unter Druck geraten und im ersten Halbjahr selbst manche Aushängeschilder unseres Handwerks ihre Vorgehensweise zugunsten von mehr Momentum anpassen, möchten wir Ihnen versichern: Wir bleiben unserer fundamentalen Strategie treu! Auch wenn wir kurzfristig Gefahr laufen, im Falle einer Fortsetzung des Momentums mit den beachtlichen Wertsteigerungen der Indizes nicht mitzuhalten, sind wir überzeugt, damit auf lange Sicht richtig zu liegen – wie gewohnt üben wir uns in Geduld!

Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen!

Ihr Fondsmanager,



6. August 2026, Juljan Aigenberger

Wichtige Hinweise:

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sie ist ausschliesslich für den Empfänger bestimmt und darf weder in elektronischer noch in anderer Form vervielfältigt, weitergeleitet oder veröffentlicht werden. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Anlageberatung, keine Aufforderung zur Offertenstellung, kein öffentliches Inserat und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die vorliegende Dokumentation ist ferner ausschliesslich für Empfänger bestimmt, die ihren Wohnsitz in Rechtsordnungen haben, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen/notifiziert ist, bzw. in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist.

Potentielle Investoren haben sich selbst im Heimat-, Wohnsitz- oder Sitzland bezüglich der gesetzlichen Anforderungen sowie allfälligen steuerlichen Konsequenzen, Fremdwährungsrestriktionen oder Fremdwährungskontrollen und anderen Aspekten, welche vor dem Entscheid über die Zeichnung, den Erwerb, den Besitz, den Austausch, die Rückgabe oder eine andere Handlung in Bezug auf solche Anlagen relevant sind, umfassend zu informieren und sich angemessen beraten zu lassen.

Der Fonds ist nicht gemäss dem United States Securities Law von 1933 (United Securities Act) und dem Investment Act von 1940 registriert. Aus diesem Grund dürfen Anteile des Fonds nicht an in den USA ansässige US-amerikanische oder US-amerikanische Anleger verkauft, angeboten oder ausgeliefert werden, insbesondere nicht in den Vereinigten Staaten von Amerika.

Der Inhalt ist von unseren Mitarbeitenden verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Bevor Sie einen Erwerb in Betracht ziehen, sollten Sie überlegen, ob Sie eine Finanzberatung benötigen. Diese können wir Ihnen auf Anfrage gerne anbieten.

Bestimmte Anlagen bergen ein höheres Risiko als andere und sind daher für einige Anleger ungeeignet. Das Risiko von Kursverlusten sowie von Fremdwährungsverlusten und Renditeschwankungen aufgrund einer für den Anleger ungünstigen Entwicklung der Wechselkurse kann nicht ausgeschlossen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger nicht den vollen, von ihnen investierten Betrag zurückerhalten. Der Wert von Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft.

Sämtliche Rechtsbeziehungen unterliegen ausschliesslich liechtensteinischem Recht unter Ausschluss der Verweisungsnormen des liechtensteinischen IPRG und unter Ausschluss von UN-Kaufrechts.

Die vollständigen Angaben zum Fonds einschließlich der Risiken sind den Wesentlichen Anlegerinformationen und dem Verkaufsprospekt, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Alle Unterlagen, insbesondere der Prospekt (beinhaltet die allgemeinen Vertragsbedingungen), die Wesentlichen Anlegerinformationen («KIID») sowie der jeweils aktuelle Halbjahres- und Jahresbericht, können kostenlos beim Vertriebsberechtigten FRÜH & PARTNER VERMÖGENSVERWALTUNG AG, Schaanerstrasse 29, FL- 9490 Vaduz (www.fpartner.li), bei der Verwaltungsgesellschaft CAIAC Fund Management AG, Haus Atzig, Industriestrasse 2, Postfach 27, FL-9487 Bendern (www.caiac.li) und bei der Verwahrstelle der Liechtensteinischen Landesbank AG, Städtle 44, Postfach 384, FL-9490 Vaduz sowie auf der Webseite des Liechtensteinischen Anlagefondsverbands LAFV (www.lafv.li) angefordert bzw. abgerufen werden. FRÜH & PARTNER VERMÖGENSVERWALTUNG AG

Stand: Aug 2026