

Monatsbericht zum 31.07.2024

In den letzten Wochen hat sich die Stimmung an den Börsen spürbar gedreht. Während bis vor Kurzem noch eine ausgeprägte Zuversicht und Sorglosigkeit vorherrschte, zeigten sich im Juli und insbesondere Anfang August Anzeichen erhöhter Volatilität. Die zuvor in Selbstzufriedenheit schwelgenden Märkte wurden plötzlich mit der Existenz vorhandener Risiken konfrontiert.

Den Stein ins Rollen gebracht

Eine winzige Leitzinserhöhung von 0 bis 0,1 % auf 0,25 % durch die Bank of Japan hat eine Kettenreaktion ausgelöst: Spekulanten hatten sich über viele Quartale hinweg Abermilliarden an billigem Geld in Yen geliehen, dieses in andere Währungen getauscht und das Kapital in höherverzinsliche Anlagen wie Anleihen oder stark performende US-Tech-Werte investiert. Dies trug sicherlich auch zur jüngsten fulminanten Rallye bei.

Gleichzeitig stieg die Wahrscheinlichkeit, dass sich die US-Notenbank aufgrund der jüngsten Wirtschaftsdaten zukünftig stärker auf das Beschäftigungsziel konzentrieren muss, anstatt auf die Inflationsbekämpfung. Schwache Konjunkturindikatoren bereiteten Anfang August Sorgen und deuten auf die Gefahr sinkender Unternehmensgewinne hin, was angesichts der

hohen Bewertungen Rückschlagpotenzial birgt.

Zudem steigen die Finanzierungskosten und angelaufenen Währungsverluste auf der Yen-Seite, was viele Teilnehmer dazu zwang, den eben beschriebenen „Carry Trade“ zu schließen, um Gewinne mitzunehmen oder Verluste zu vermeiden.

Gefahr gebannt?

Zwar scheint der Spuk an den Märkten vorerst vorbei, doch die Situation bleibt diffizil. Der extreme Anstieg der Volatilitätsindikatoren im Zuge des kurzen Absturzes deutet auf eine sehr hohe Absicherungsaktivität hin, die wiederum im Falle von Kursanstiegen zu Kaufzwängen führen kann. Der global synchronisierte Abverkauf könnte zudem durch in Schiefelage geratene Hedgefonds-Strategien verschärft worden sein. Dass die Bank of Japan kurzfristig vor dem Markt eingeknickt ist, sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie mittelfristig weiterhin entschlossen ist, den Yen-Verfall durch Leitzinsanhebungen zu stoppen .

Angespannte Lage

Ein gewisser Konjunkturoptimismus, rückläufige Inflationsraten und schwächere Konjunkturdaten führten bis vor Kurzem

noch zu Kursgewinnen. Nun zeigt sich jedoch eine veränderte Wahrnehmung. Die Lage bleibt unserer Einschätzung nach uneindeutig und angespannt. Gestiegene geopolitische Spannungen, etwa im Nahen Osten, sowie markttechnische Faktoren sorgen für Unsicherheit. Prognoseanpassungen bei Unternehmen häufen sich, insbesondere in Sektoren mit direkter Exposition zur anhaltenden Konsumentenschwäche sowie in zyklischeren Bereichen, wie Teilen der Industrie, die die Investitionszurückhaltung unmittelbar im Auftragsengang spüren. Die höheren Zinsen und die zunehmend negative mediale Stimmung scheinen mit Verzögerung ihre Wirkung auf die Konjunktur zu entfalten. Gleichzeitig fällt die Inflation, was die lange erwarteten Zinssenkungen nun Wirklichkeit werden lassen könnte.

Gesunde Korrektur?

Vor wenigen Wochen musste man förmlich nach Gründen suchen und argumentieren, warum der Markt fallen sollte. Diese Argumentationskette hat sich nun umgekehrt, was eine veränderte Ausgangslage mit sich bringt: Es bedarf nun eher starker Gründe, warum der Markt trotz der zahlreichen Gegenwinde stark steigen sollte, was tendenziell eine Konsolidierung bzw. Korrektur begünstigt. Die bisherige Berichtssaison zeigte sich jedenfalls eher durchwachsen.

Entwicklungen im Juli

Der Juli verlief noch relativ moderat. Benchmark-Aktienindizes stiegen leicht an – der

STOXX Europe 600 und der DAX jeweils um über 1 %. Während in den USA eine stärkere Sektorrotation weg vom Technologiesektor hin zu Small Caps (die hierzulande eher Mid Caps wären) stattfand, war dieser Effekt bei europäischen Small Caps nur teilweise und bei deutschen Small Caps nahezu gar nicht zu spüren. Der MDAX legte um knapp 1 % zu, während der SDAX leicht an Wert verlor.

Auf europäischer Sektorebene zeigten sich Banken stark (+6 %), ebenso wie die Sektoren Bau & Materialien (+6 %), Telekommunikation (+4 %) und Versorger (+6 %), was vermutlich auf die Erwartung weiterer Zinssenkungen der EZB zurückzuführen ist. Auf der Verliererseite folgte der Technologiesektor dem Vorbild der USA und verlor -6 %, gefolgt von Grundstoffen (-5 %) und dem Automobilsektor (-4 %). Besonders in Letzterem zeigt sich eine Eintrübung der Lage.

Viele Unternehmen rechneten – basierend auf den Hoffnungen und Prognosen der befragten Volkswirte – mit einem besseren zweiten Halbjahr, das nun jedoch nicht wie erwartet eintritt. Auch wir haben im Fonds entsprechende Anpassungen vorgenommen, uns von Kandidaten mit Enttäuschungspotenzial getrennt und halten ein relativ hohes Gewicht im Telekom-Sektor. Dennoch half auch das nicht darüber hinweg, dass europäische und deutsche Nebenwerte gerade nicht en vogue sind und im Zyklus betrachtet teilweise zu historisch niedrigen Bewertungen gehandelt werden.

Entwicklungen im Fonds

Der **GS&P Fonds – Family Business (G)** verzeichnete im Juli einen Rückgang von 1,3 %. Mit der bisherigen Entwicklung im August sind wir nicht zufrieden. Wir versuchen jedoch, den Blick auf das große Ganze zu richten. Sollte die Erholung an den Märkten anhalten, ist es eine Frage der Zeit, bis auch Nebenwerte zumindest nachziehen.

Weitere Veränderungen

Anfang Juli wurden gezielte Verkäufe bei Unternehmen mit Enttäuschungspotenzial durchgeführt: So wurden **Bijou Brigitte**, **Polytec**, **GFT** und **Wüstenrot & Württembergische** vollständig verkauft sowie **1&1**, **Sixt** und **Schaeffler** deutlich reduziert. Bei den letztgenannten fünf Unternehmen folgten kurz darauf tatsächlich Prognoseanpassungen nach unten. Im Gegenzug wurden die Positionen in **Credito Emiliano**, **SGL Carbon** und **Energiekontor** erhöht. Darüber hinaus wurde das erfolgreiche Februar-IPO-Unternehmen **Renk**, nach einem zwischenzeitlichen Komplettverkauf, zu deutlich niedrigeren Kursen wieder ins Portfolio aufgenommen. Neben der Funktion als Absicherung gegenüber geopolitischen Risiken sehen wir hier insbesondere erhebliche, unterschätzte Wachstumschancen sowohl im Umsatz als auch im Ergebnis, bedingt durch die Abarbeitung des rekordhohen Auftragsbestands, hochprofitabler wiederkehrender Erlöse und operativer Verbesserungen. Während der jüngste CFO-Abgang aus persönlichen Gründen (unseres Erachtens kein Euphemismus) be-

lastet, sind wir gespannt auf den anstehenden Kapitalmarkttag Anfang September. Zudem erwarten wir eine sequenzielle Verbesserung der Ergebnisse im Verlauf der kommenden Quartale sowie eine Aufnahme in den MDAX gegen Jahresende.

Neuaufnahme: Energiekontor

In aller Kürze: In den letzten Wochen haben wir Aktien des mehrheitlich in Familienbesitz befindlichen, deutschen Projektentwicklers und Betreibers von Wind- und Solarparks, **Energiekontor**, erworben. Es handelt sich um ein wachsendes Qualitätsunternehmen im derzeit an der Börse wenig gefragten Bereich der Erneuerbaren Energien. Gerade diese Unbeliebtheit sehen wir als Chance, da der Markt die erhebliche Ergebnisverbesserung in den Jahren 2025 bzw. 2026 noch nicht einzupreisen scheint.

Das Unternehmen, mit einer aktuellen Marktkapitalisierung von etwa 800 Millionen Euro, verfolgt eine ehrgeizige Wachstumsstrategie für die Jahre 2023 bis 2028. Ziel ist es, das Konzern-EBT bis 2028 durch eine durchschnittliche jährliche Steigerung von 15 Prozent zu verdoppeln und rund 120 Millionen Euro zu erreichen. Dieses Wachstum basiert auf einer soliden Pipeline, der erfolgreichen Expansion in neue Märkte und einer ausgewogenen Kombination aus Projektverkäufen und Eigenbestand.

In aller Länge: **Energiekontor** hat sich in den letzten Jahren von einem nationalen Akteur in einem reifen Markt (Deutschland) zu einem Unternehmen mit Präsenz in drei etablierten Märkten (Deutschland, Vereinig-

tes Königreich, Frankreich) entwickelt. Darüber hinaus ist das Unternehmen in Portugal und den USA aktiv, bleibt dabei aber fokussiert, was es von anderen Unternehmen in diesem Sektor unterscheidet. Energiekontor verfolgt bewusst eine Strategie, die nicht nur auf das Projektgeschäft setzt, sondern auch eine Vervielfachung des Eigenbestands (derzeit 380 MW) anstrebt. Dieser ausgewogene Ansatz, die stabilen Cashflows aus dem Bestandsgeschäft zur regionalen und unternehmerischen Expansion zu nutzen, spricht klar für die langfristige Ausrichtung des Unternehmens. Dies sollte es Energiekontor ermöglichen:

- Die jährliche Gesamtmenge an umgesetzten Projekten signifikant zu steigern,
- immer größere Projekte mit moderneren Anlagentypen und höheren Kapitaleinsätzen zu realisieren,
- den Projektumschlag aufgrund der stark steigenden Nachfrage zu erhöhen,
- und durch die große Pipeline (ca. 12 GW) sowie eine verbesserte Visibilität dank operativem Leverage ein nachhaltig höheres Ergebnislevel jenseits von 100 Millionen Euro EBT zu erreichen.

Risikobewusstes Agieren

Geografisch konzentriert sich Energiekontor auf etablierte Märkte mit stabilen rechtlichen, wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen und begleitet dies durch eine gezielte regionale Expansion sowie den Aufbau von spezialisierten Teams und

Büros. Dabei stehen Effizienz, Wirtschaftlichkeit und Kostenführerschaft im Vordergrund. Der Schwerpunkt liegt auf bewährten Technologien wie Onshore-Windkraft und Solarenergie, wobei insbesondere das Solargeschäft weiter ausgebaut wird. Besonders das Repowering älterer Anlagen verspricht in den kommenden Jahren zusätzliche Ertragssteigerungen.

Hohe Anforderungen

Energiekontor legt strenge Renditeanforderungen an seine Projekte an, was Entwicklermargen von über 30 % im Onshore-Windbereich ermöglicht. Im risikoreicheren Offshore-Windmarkt ist das Unternehmen nicht mehr aktiv. Ein Teil dieser Margen bleibt unentdeckt, da etwa die Hälfte der Projekte in den Eigenbestand überführt wird, der bis 2028 auf 1,5 bis 2 GW ausgebaut werden könnte. In diesen Fällen erfolgt keine sofortige Realisierung der Entwicklermargen oder eine direkte Stärkung des Eigenkapitals, was bedeutet, dass die Eigenkapitalquote des Unternehmens zu konservativ ausgewiesen ist. Stattdessen wachsen die Einnahmen aus Stromverkäufen, die zunehmend durch langfristige Stromabnahmeverträge abgesichert sind und bisher überwiegend durch Einspeisevergütungen bestimmt wurden. Insgesamt sollte man sich durch diesen im Vergleich zu vielen anderen Spielern mit eher aggressiven Bewertungsansätzen dennoch über die Zeit zu einem relevanten Marktteilnehmer im deutschen sowie europäischen Kontext entwickeln. Die hinter dem Unternehmen stehende Familie scheint sich ihrer Position bewusst zu sein und hat in der

Vergangenheit angeblich bereits mehrfach Kaufangebote abgelehnt – was allerdings ohne die entsprechende Übernahmefantasie zu einer geringeren Bewertung an der Börse beiträgt.

Kurze vs. lange Frist

Energiekontor erzielte 2023 ein Rekord-EBT von 95,5 Millionen Euro. Die Prognose für 2024 enttäuschte jedoch (30-70 Millionen Euro EBT), was unter anderem auf die Verschiebung des Netzanschlusses einiger schottischen Projekte zurückzuführen ist, der voraussichtlich nicht mehr in 2024, sondern in 2025/2026 erfolgen sollte. Zusammen mit der starken Pipeline in Deutschland dürften sich EBT und EPS bereits in 2025 erheblich erholen, und die mittelfristigen Ziele für 2028 könnten sogar frühzeitig übertroffen werden. Gleichzeitig entwickelte sich die Pipeline weiterhin positiv, insbesondere in den fortgeschrittenen Phasen. Die Aktie fiel zunächst aufgrund der schwachen Prognose und zuletzt im Kontext der allgemeinen Zurückhaltung gegenüber Erneuerbaren (Rückgang der Strompreise, Zinslandschaft, Sentiment gegenüber Small Caps) unverhältnismäßig stark. Dadurch wird sie im Vergleich zur Historie wieder auf attraktiven Bewertungsniveaus gehandelt, die sogar ein KGV von unter 10 für 2025 ermöglichen könnten.

Das Unternehmen weist zudem eine hervorragende Marktposition und ein aus unserer Sicht herausragendes Geschäftsmodell auf (50:50-Verhältnis von Verkauf und Eigenbestand), was eine Eigenfinanzierung der Projekt-Pipeline ohne regelmäßige Kapitalerhöhungen wie bei anderen Unternehmen ermöglicht. Dies spricht für das starke und gleichzeitig konservative Management. Zudem sind erhebliche stille Reserven in den 380 MW eigenen Windparks vorhanden. Das Portfolio soll sich in den nächsten Jahren weiter vervielfachen, was Energiekontor von der kommenden großen Nachfrage nach grünem Strom profitieren lässt, die erforderlich ist, um die Ausbauziele der Bundesregierung und die Pläne in Europa zu erfüllen. Zuletzt gab es infolge der neuen Regierung im Vereinigten Königreich auch positive politische Signale für den Windkraftausbau. Der Markt erweist sich als margenseitig hochattraktiv und zieht aufgrund der teilweise inflationsindexierten Verträge reges Interesse von Investoren auf sich.

Möglicherweise waren unsere ersten Käufe etwas verfrüht. Mit der Ankündigung positiver Nachrichten zu Projektverkäufen oder anderen Abschlüssen und je näher die kommenden starken Jahre rücken, dürfte dem Markt die zumindest „rosa-grüne“ Zukunft des Unternehmens klarer erscheinen.



Der Kurs der Fondsanteile unterliegt Schwankungen und kann – vor allem bei einer negativen Wirtschafts- oder Börsenentwicklung – auch dauerhaft und sehr deutlich unter dem Kaufkurs liegen. Der Fonds ist nicht geeignet für Anleger, die eine risikolose Anlage anstreben oder die ihr Geld innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren aus dem Fonds wieder zurückziehen wollen.

Hinweis: Diese Werbemitteilung ist nur zur Informationszwecken und stellt weder ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots noch einen Rat oder eine persönliche Empfehlung bezüglich des Haltens, des Erwerbs oder der Veräußerung eines Finanzinstruments dar.

Ausführliche produktspezifische Informationen, insbesondere zu den Anlagezielen, den Anlagegrundsätzen, zu Chancen und Risiken sowie Erläuterungen zum Risikoprofil des Fonds entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen, dem Basisinformationsblatt (PRIIP) sowie den aktuellen Jahres- und Halbjahresberichten. Diese Informationen werden Ihnen kostenlos in deutscher Sprache im Internet unter www.gsp-kag.com zur Verfügung gestellt. Außerdem erhalten Sie diese Informationen kostenlos in deutscher Sprache am Sitz der Verwaltungsgesellschaft GS&P Kapitalanlagegesellschaft S.A., 7, Op Flohr L-6726 Grevenmacher, Luxemburg, der Verwahrstelle und der Vertriebsstelle. Verwahrstelle ist die DZ PRIVATBANK S. A., 4, rue Thomas Edison L-1445 Strassen, Luxemburg. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf des Fonds. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt (PRIIP) des Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte erhalten Anleger und potenzielle Anleger in deutscher Sprache auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft <https://gsp-kag.com/anlegerinformationen/>.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Fonds getroffen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben.

Die steuerliche Behandlung des Fonds hängt von den persönlichen Verhältnissen der Kunden ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Anleger sollten sich insbesondere in rechtlicher und steuerrechtlicher Hinsicht vor einer individuellen Anlageentscheidung fachkundig beraten lassen.

Der Fonds darf weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.

Für die Erstellung und den Inhalt dieser werblichen Information ist die GS&P Kapitalanlagegesellschaft S.A. als Verwaltungsgesellschaft verantwortlich. Der Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen ist im oberen linken Bereich des Dokuments vermerkt, soweit nichts anderes angegeben.