

Monatsbericht zum 31.05.2025

In diesem Monatsbericht wollen wir uns mehr auf Unternehmen statt auf unvorhersehbare Makro-Ereignisse konzentrieren.

TACO & Zölle

In Kürze zusammengefasst war der Mai von einer Fortsetzung der im April begonnenen Markterholung geprägt. Zyklische Sektoren führten die Aufwärtsbewegung an, nachdem insbesondere politische Signale aus den USA und China zur Entspannung der Handelskonflikte beitrugen. Das inzwischen etabliertes Narrativ an den Märkten ist der sogenannte „TACO-Trade“ (Trump Always Chickens Out). Anleger gehen zunehmend davon aus, dass zunächst aggressiv kommunizierte Maßnahmen – etwa angedrohte 50 %-Zölle auf EU-Importe – letztlich entschärft oder vertagt werden. Diese Dynamik zeigte sich auch im Mai, als die US-Regierung erneut eine Fristverlängerung im Zollkonflikt mit der EU gewährte.

Entwicklungen in Mai

Die Kapitalmärkte quittierten diese Entwicklungen mit einer Rückkehr in den „Risk-on“-Modus: Der DAX markierte ein neues Allzeithoch und auch der STOXX Europe 600 TR näherte sich seinem bisherigen Höchststand. Mid Caps entwickelten sich etwas besser als Large Caps. Beson-

ders gesucht waren konjunktursensitive Branchen wie Reisen & Freizeit (+11 %), Industrie (+9 %) und Banken (+9 %), während defensive Sektoren wie Versicherungen (+2 %) und Gesundheitswesen (± 0 %) hinterherhinkten.

Erholung bei europäischen Nebenwerten

Europäische Nebenwerte entwickelten sich insgesamt weiterhin robust. Nach mehreren Jahren relativer Schwäche lassen sich nun erste selektive Zuflüsse beobachten – insbesondere in zyklische Titel mit attraktiver Bewertung oder mit strukturellen Katalysatoren. Auch die Investitionsbereitschaft institutioneller Anleger scheint in diesem Segment wieder zuzunehmen.

Politische Unterstützung aus Deutschland

Mit der Wahl von Friedrich Merz zum Bundeskanzler ist die politische Unsicherheit in Deutschland vorerst reduziert. Die neue Bundesregierung, in Teilen fachlich besetzt, könnte erste wirtschaftspolitische Impulse liefern. Gerade im deutschen und europäischen Small und Mid Cap-Bereich eröffnen sich hieraus aussichtsreiche Anlagechancen, die gezielte Investitionen ermöglichen.

Entwicklungen im Fonds

Der **GS&P Fonds – Family Business (G)** erzielte im Mai ein ordentliches **Plus von 4,9 %**, was leicht über dem STOXX Europe 600 TR lag.

Zu den besten Werten im Mai zählten **HelioFresh** (+19 %) – die wir im Juni aufgrund der Meldung über den Rücktritt des CFOs nahezu vollständig veräußert haben –, **Elmos** (+18 %) mit Blick auf eine sequenzielle Ergebnisverbesserung, **1&1** (+18 %) nach dem einem Teilkaufangebot durch United Internet sowie **United Internet** selbst (+25 %) infolge desselben Ereignisses, der Zahlung einer hohen Sonderdividende und der starken Kursentwicklung der Tochter Ionos. Ebenfalls gefragt war **Jet2** (+17 %), gestützt durch überzeugende Zahlen und die Ankündigung eines Aktienrückkaufprogramms.

Schwach entwickelten sich hingegen **Koenig & Bauer** (-21 %) – nach zuvor reduzierter Position – aufgrund enttäuschender Quartalszahlen, sowie **ABO Energy** im Zuge verhaltener Nachrichtenlage aus dem Erneuerbaren-Sektor. Auch Zalaris (-5 %) belastete etwas.

Veränderungen im Mai

Nach einem aktiven Monat richten wir den Blick in diesem Bericht – wie angekündigt – bewusst auf die Unternehmensseite, statt auf unkalkulierbare politische Finten.

Neuaufnahme Pfisterer

Wie bereits im Vormonat berichtet, haben wir uns für den Fonds aktiv an einem erfolgreichen Börsengang beteiligt: Neu im Portfolio und in der Top-10 befindet sich nun der Netztechnikspezialist **Pfisterer**, ein Familienunternehmen aus Süddeutschland. Nach mehreren Gesprächen mit dem Management des Unternehmens im Vorfeld des IPOs, intensiver Begleitung des Börsengangs mit diversen Feedback-Runden mit den beteiligten Banken zu Bewertung, etc. erhielten wir beim mehrfach überzeichneten IPO eine ordentliche Position von initial knapp unter **3 % des Fondsvolumens**. Den ersten Handelstag beendete der Debütant mit +11 %, den Monat mit +27 %, per 13.06. stehen **+40 %** auf der Uhr.

Nicht nur thematisch ist das Unternehmen interessant, da Investitionen in die deutsche und europäische Infrastruktur derzeit stark nachgefragt sind. Auch **bewertungstechnisch** erschien das Unternehmen zum angebotenen Preis mit einem erwarteten KGV 2026 von unter 11x bei einem EV/EBIT von unter 8x sehr attraktiv. Im Branchenvergleich und insbesondere auf mittlere Sicht war die Aktie unseres Erachtens günstig. Bei Erreichung der kommunizierten mittelfristigen Ziele bis 2029 ergibt sich ein erwartetes EBITDA von über 130 Mio. €, was mehr als einer **Verdopplung** im Vergleich zu 2024 entspräche.

Das 104 Jahre alte **Familienunternehmen** befindet sich im Umbruch und steht vor erheblichen Investitionen, die über einen

Börsengang mitfinanziert werden sollten – eine Private Equity-Investition war nicht erwünscht.

Pfisterer adressiert zwei Megatrends: den **globalen Ausbau der Strominfrastruktur** als Voraussetzung für die Dekarbonisierung sowie die wieder **zunehmende Fokussierung auf Versorgungssicherheit**. Als Nischen-Anbieter von Produktlösungen für elektrische Verbindungen – insbesondere im Hochspannungsbereich – adressiert das Unternehmen einen wachsenden Markt mit hohen Eintrittsbarrieren und langfristiger Planbarkeit.

Die **Produktion** arbeitet derzeit **am Kapazitätslimit** – eine Modernisierung sowie gezielte Effizienzsteigerungen stehen daher im Fokus. Mit einem **Investitionsprogramm von über 215 Mio. €**, das zu rund 40 % über den IPO finanziert wird, sollen bestehende Werke erweitert und automatisiert werden. Anstelle neuer Standorte (Greenfield) wird gezielt in bestehende Strukturen investiert. Dies erleichtert die Umsetzung und senkt potenzielle Risiken.

Pfisterer bietet ein **robustes, margenstarkes Produktgeschäft**, kein projektgetriebenes oder vorzufinanzierendes Modell. Die Kundenbasis ist breit, global und gut diversifiziert mit wenig Klumpenrisiken. Der Fokus auf **Hochspannungszubehör (HVAC)**, ein Segment mit überdurchschnittlichen Bruttomargen jenseits der 40 %, bei dem das Unternehmen häufig **Single-Source-Lieferant** ist, bietet Wachstumspotenzial.

Technologische Tiefe (über 100 Patente), ein hoher F&E-Anteil (ca. 5,5 % vom Umsatz) und die Materialkompetenz (z. B. Aluminiumlösungen) verschaffen Pfisterer ein klares Differenzierungsmerkmal. Das Unternehmen wächst organisch, wobei die Bilanz mit einer Nettokasseposition nach dem Börsengang sehr solide ist.

Dank Kapazitätssteigerung von 60 % bis 2029 bei einer erwarteten **EBITDA-Marge von bis zu 20 %** ergeben sich Skaleneffekte. Das Wachstum soll höher als das des Marktes ausfallen, das auf knapp 12% CAGR geschätzt wird. Die **Bewertung wirkt auch im Peer-Vergleich attraktiv**: Selbst der Vergleich mit Vossloh oder Nexans kann sich sehen lassen: So bietet Pfisterer starkes Wachstum, bessere Margen und ein Produktgeschäft, das von den anstehenden Infrastrukturprojekten profitiert, ohne die üblichen Projektrisiken in der eigenen Bilanz.

Wir erwarten über die Zeit eine Neubewertung – gestützt durch eine solide Ergebnisentwicklung und im Windschatten erfolgreicher Unternehmen wie Siemens Energy und Friedrich Vorwerk.

IPOs als zusätzliche Ertragsquelle?

Insgesamt ist die **Pipeline für europäische Börsengänge** derzeit **gut gefüllt** – wir erwarten in den kommenden Wochen zahlreiche Neuemissionen. Diese sehen wir – bei sorgfältiger Selektion – als potenzielle Quelle zusätzlicher Performance. Die Beispiele **Pfisterer** und **Renk** im Jahr 2024 ha-

ben dies eindrucksvoll bestätigt.

Bei Renk waren wir frühzeitig, fast avantgardistisch engagiert, haben uns jedoch – unseren Bewertungsgrundsätzen folgend – im Rückblick zu früh von der Position getrennt. Zwischenzeitlich wurde die Aktie, dank preisunsensitiver thematischer ETFs und Investoren, zu einem **Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 60x für 2025** gehandelt – im Vergleich zu **unter 12x beim IPO**. Selbst unter Berücksichtigung der neuen mittelfristigen Ziele liegt das KGV für 2030 noch bei etwa 20x – bei unserer **Elmos** hingegen lediglich bei rund 7x.

In der Teilnahme an Börsengängen sehen wir einen **entscheidenden Vorteil von aktiven** gegenüber passiven Anlagestrategien. Hier zahlt sich unser intensiver Managementkontakt – ein Aspekt, den ETFs nicht abbilden können – am eindrucklichsten aus. Wir freuen uns, erfolgreiche IPO-Unternehmen auf ihrem Weg in die großen Indizes zu begleiten, bis ETFs und benchmarknahe Fonds als marginale Käufer auftreten und zusätzliche Kursdynamik auslösen.

Und was die **Selektion** betrifft: Am eher enttäuschenden IPO von Innoscripta haben wir bewusst nicht teilgenommen.

Weitere Veränderungen

Darüber hinaus haben wir zuletzt eine kleine, eher taktische Position am IT-Dienstleister **Allgeier** im Rahmen einer Platzierung zu 17 € aufgebaut. Die Firma sollte vom neuen Schub in puncto Digitalisierung

des deutschen Verwaltungsapparates profitieren. Wie zuletzt erwähnt, wurden hierfür unter anderem Mittel aus dem nahezu vollständigen Verkauf unserer **Aumann**-Position verwendet.

2G Energy

Zum Monatswechsel April-Mai beteiligten wir uns zudem zu 27,40 € an einer Aktienplatzierung von **2G Energy** – einem Hersteller hocheffizienter **Blockheizkraftwerke** (BHKW) und Großwärmepumpen, den wir seit vielen Jahren eng begleiten. Das Unternehmen entwickelt, produziert und installiert Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK) mit elektrischen Leistungen von 20 bis 4.500 kW, deren großes **Differenzierungsmerkmal** ist, dass sie mit verschiedenen Gasarten wie Erdgas, Biogas, Klärgas, Deponiegas oder auch Wasserstoff betrieben werden können. Nach einer Hype-Phase während des Wasserstoffbooms vor einigen Jahren ist die Aktie inzwischen wieder auf ein fundamental attraktives Bewertungsniveau zurückgekehrt. Wir sehen einen erheblichen strukturellen **Bedarf an dezentraler Energieerzeugung** – etwa zur **Vermeidung von Versorgungsausfällen**, wie zuletzt in Spanien, sowie als wachsendes Marktsegment, zum Beispiel zur **Versorgung energieintensiver Rechenzentren**. Mit der aktuellen Regierungszusammensetzung hat sich das regulatorische Umfeld in Deutschland zudem spürbar verbessert.

Rocket Internet

Eine kleinere Überraschung und ein dankbar angenommenes „Liquidity Event“ bot ein neu aufgekommener „Hype“ rund um **Rocket Internet**. Die Einladung zur Hauptversammlung brachte neue Spekulationen über mögliche, signifikante Sonderausschüttungen auf den Plan und führte zu einem spürbaren Kursanstieg. Wir nutzten diese Phase, um uns von einem größeren Teil der Position zu trennen und die Erlöse in andere kurzfristig aussichtsreichere Investitionen umzuschichten. YTD lag die Position als defensive Sondersituation zum Zeitpunkt des Verkaufs immerhin über **18 % im Plus**. Nichtsdestotrotz handelt die Aktie weiterhin erheblich unter dem bilanziellen

– und erst recht unter dem intrinsischen – Substanzwert. Angesichts eingeschränkter Transparenz ist dies zum Teil jedoch nachvollziehbar.

Trotz hoher Abschreibungen auf Beteiligungen zeigt sich Rocket Internet bilanziell mehr als robust. Geplant ist eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln mit anschließender Kapitalherabsetzung, um **ausschüttungsfähige Rücklagen** zu schaffen. Theoretisch wären **Sonderausschüttungen von bis zu 17 € je Aktie** möglich (Aktienkurs: ~18 €). Wir rechnen jedoch mit einem längeren Zeithorizont für eine solche Aktion und sehen uns mit einer kleineren Position angemessen engagiert.



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.