

Monatsbericht zum 30.06.2025

Die europäischen Aktienmärkte legten im Juni eine Verschnaufpause ein. Während US-Börsen – getragen von Technologiewerten – weiter zulegen konnten, belasteten in Europa die Aufwertung des Euro sowie weiterhin durchwachsene Konjunkturdaten das Anlegervertrauen.

Aktuelle Einschätzung

Trotz weiterhin intaktem „Risk-on“-Modus – sowohl der DAX als auch einige US-Indizes markierten zuletzt neue Allzeithochs – beobachten wir zur Halbzeit des Börsenjahres eine zunehmend abwartende Haltung. In Anbetracht geopolitischer Unsicherheiten, insbesondere um mögliche US-Zölle und die Pfade von Inflation, Wachstum und Zinsen, dürften die Märkte in einer volatileren Seitwärtsphase verharren. Die jüngsten Wechselkursverwerfungen in EUR/USD dürften sich in den kommenden Quartalszahlen europäischer Exporteure negativ bemerkbar machen. Hier kann es vereinzelt zu harschen Reaktionen auf etwaige Enttäuschungen und mitunter negative Gewinnrevisionen kommen, die die immer wieder anlaufende Rallye ins Stocken bringen könnte. Im Gegensatz dazu profitieren viele US-Unternehmen vom schwächeren Dollar – ein stabilisierender Faktor für die US- wie auch die Weltbörsen. Zudem setzen viele Investoren aktuell auf Verlässlich-

keit bzw. versuchen, bestehendes Momentum in Trend-Sektoren wie Rüstung oder europäische Infrastruktur möglichst lange zu spielen.

USA vs. Europa

Die politische Unsicherheit in den USA fördert aktuell eine vorsichtige und wahrscheinlich auch mittelfristig anhaltende Umschichtung globaler Kapitalströme – weg von US-Assets hin zu lange vernachlässigten Märkten wie Europa oder ausgewählten Emerging Markets. Diese Entwicklung bewerten wir klar positiv, insbesondere mit Blick auf den deutschen Kapitalmarkt. Vor dem Hintergrund attraktiver Bewertungen rücken europäische Märkte daher zunehmend in den Fokus globaler Investoren. Besonders kleinere Unternehmen erscheinen im historischen und internationalen Vergleich günstig bewertet. Von der erwarteten wirtschaftlichen Dynamik in Deutschland, gestützt durch wachstumsorientierte Fiskalpolitik und gezielte Investitionen, sollten diese in besonderem Maße profitieren. Zudem dürfte das niedrigere Zinsniveau in der Euro-Zone nicht nur die Attraktivität von Aktienanlagen bewertungsseitig unterstützen, sondern auch konjunkturelle Impulse setzen.

Entwicklungen im Juni

Small und Mid Caps entwickelten sich in Europa somit abermals besser als Large Caps. Besonders gefragt waren im Berichtszeitraum konjunktursensitive Branchen wie Reisen & Freizeit (+1 %), Technologie (+1 %) und Bau & Baustoffe (+2 %). Defensive oder konsumnahe Sektoren wie Nahrungsmittel- & Getränkehersteller (-7 %), Medien (-5 %) und Chemie (-4 %) hinkten hingegen deutlich hinterher.

Entwicklungen im Fonds

Der **GS&P Fonds – Family Business (G)** erzielte im Juni ein weiteres **Plus von +2,6 %**, während der breite europäische Markt – gemessen am STOXX Europe 600 TR – um -1,2 % nachgab. **Im ersten Halbjahr** summiert sich der Zuwachs somit auf **+13,0 %** gegenüber +8,8 % im Index. Auch der Juli verlief bislang erfreulich.

Zu den stärksten Titeln im Juni zählten **Elmos** (+30 %), **Pfisterer** (+17 %), **KSB Vz.** (+13 %) und **Ceconomy** (+37 %). Insbesondere die ersten drei, allesamt Top-10-Positionen, leisteten einen maßgeblichen Beitrag zur positiven Monatsperformance. Elmos markierte Anfang Juli sogar ein neues Allzeithoch, während **Pfisterer** seit dem Börsengang Mitte Mai 2025 innerhalb dieses kurzen Zeitraums in der Spitze um über **+95 % (!)** zulegen konnte. Bis dato haben wir etwa die Hälfte der ursprünglichen Fondsposition von knapp 3 % veräußert.

Schwach entwickelten sich hingegen **Hel-**

lenic Telecom (-7 %), **INIT** (-4 %) und **Zalaris** (-4 %) – auf letztere gehen wir gleich noch näher ein.

Veränderungen im Juni

Der zurückliegende Monat war von erhöhter Aktivität geprägt. Unsere verbleibende Position in **Serviceware** wurde nach der starken Kursentwicklung vollständig veräußert. Aus unserer Sicht hält die operative Margenentwicklung mit dem Kursanstieg nicht Schritt.

Auch **1&1** wurde nach dem Kursanstieg infolge des Teilerwerbsangebots (€18,50 je Aktie) durch United Internet moderat reduziert. Von weiteren Kursgewinnen würden wir hier auch indirekt über unsere 3 %-Position in United Internet profitieren.

Kleinere Gewinnmitnahmen erfolgten zudem bei **Jet2** nach einer erfreulichen Kursentwicklung.

Wie im letzten Bericht erwähnt, wurde **HelloFresh** nach der Ankündigung des unerwarteten CFO-Abgangs nahezu vollständig veräußert. Zwar erwarten wir operativ eine positive Entwicklung und sehen den Turnaround, doch stimmt uns der Weggang des sehr kompetenten Finanzvorstands, den wir seit vielen Jahren begleiten, nachdenklich. Ein Investment Case ist nie statisch. Frei nach Keynes erfordern neue Fakten regelmäßig auch eine neue Einschätzung.

Aufgestockt wurde hingegen unsere bestehende Position in **Energiekontor**. Wir

rechnen mit einem starken ersten Halbjahr, das die diesjährige Ergebnisprognose stützen dürfte.

Update: Zalaris

Kurzfristig weniger erfreuliche Nachrichten erreichten uns aus Norwegen: Das Management unserer #1-Fondsposition von Ende Mai, **Zalaris**, hat den über ein Jahr laufenden strategischen Reviewprozess abgeschlossen – und sich letztlich gegen einen Verkauf des Unternehmens entschieden. Daraufhin haben wir den eher spekulativen Teil unserer Position reduziert und fühlen uns nun mit Zalaris als drittgrößter Position im Fonds und einer Gewichtung von über 5 % sehr gut aufgestellt.

Positiv bleibt: Trotz der spekulativen Übernahmefantasie war und ist die Aktie durch deutliche operative Verbesserungen der letzten Quartale gewissermaßen nach unten gut abgesichert. In einem kurzfristig anberaumten Videocall mit CEO und CFO haben wir die Beweggründe des Managements nachvollziehen können – und auch eigene Impulse für den weiteren Weg eingebracht. CEO und Gründer Hans-Petter Mellerud sieht schlichtweg in der eigenständigen Fortführung der Firma wesentlich höheres Upside für die Aktie als in einer kurzfristigen Werthebung via Verkauf an Private Equity. Aus Sicht eines Unternehmers ist nachvollziehbar, dass er sein Lebenswerk nicht „unter Wert“ abgeben möchte.

Angesichts der Kurszuwächse der letzten Quartale wäre die sofortige Übernahmeprä-

mie nicht mehr signifikant genug gewesen. Gleichzeitig überzeugt das Unternehmen operativ: zweistelliges Umsatzwachstum, ein hoher Anteil wiederkehrender Erlöse, über 13 % (steigende) EBIT-Marge, geringe Verschuldung (Net Debt/EBITDA < 1x) – und das bei einem aktuellen KGV von nur 15x, mit Tendenz Richtung 10x bei Erreichen der mittelfristigen Ziele in 2-3 Jahren.

Im Austausch mit dem Management haben wir uns für Aktienrückkäufe, eine Refinanzierung der Anfang 2026 fälligen, hochverzinsten Anleihe sowie für eine intensivere Investor Relations-Arbeit ausgesprochen – etwa über eine breitere Research-Coverage und eine höhere Präsenz auf Roadshows.

Die freigesetzte Liquidität konnte in neuen Investitionen angelegt werden – wengleich die IPO-Saison ein jähes Ende fand und zum Beispiel der von uns antizipierte Börsengang des deutschen Familienunternehmens BrainLab verschoben wurde.

Neuaufnahme: Sentia

Im Juni haben wir zwei internationale Baukonzerne neu ins Portfolio aufgenommen – darunter den norwegischen Börsenneuling **Sentia**, an dessen erfolgreichem IPO wir uns beteiligt haben. Wir erhielten eine Zuteilung zum Platzierungspreis von 50 NOK je Aktie. Der Aktienkurs legte bis Monatsende um über 25 % zu.

Sentia ist ein vergleichsweise wenig zyklischer Baukonzern mit rund 1.400 Mitarbeitenden und über 10 Mrd. NOK Umsatz. Das

Unternehmen fokussiert sich auf große, komplexe Projekte, häufig öffentlich finanziert und im Partnering-Modell umgesetzt. Das Unternehmen verfügt über eine starke Marktstellung, wiederkehrende Auftraggeber und eine sehr gute Erfolgsbilanz.

CEO Jan Jahren unterstrich das langfristige Commitment mit einem Eigeninvestment von 100 Mio. NOK zu IPO-Konditionen und einem Lock-up von 720 Tagen – ein starkes Zeichen für „Skin in the Game“. Zusätzlich bestehen breit angelegte Incentivierungsstrukturen auf Führungsebene.

Die Bewertung zum IPO wirkte attraktiv: etwa 10x KGV, eine starke Bilanz mit Nettokasse, hoher Cashflow – und dadurch bedingt eine erwartete Anfangsdividendenrendite von knapp 8 %. Unser Investment Case zielt auf ein Rerating in Richtung einer mittleren einstelligen Dividendenrendite bei einem KGV im mittleren Zehnerbereich.

Neuaufnahme: Porr

Zudem haben wir an einer Aktienplatzierung des österreichischen Bauunternehmens **Porr** zu 26,50 € teilgenommen. Die Gesellschaft befindet sich zu etwa 50 % im Besitz der Familien Strauss und Ortner, die über ein Syndikat maßgeblichen Einfluss ausüben. Wir verfolgen Porr seit vielen Jahren, kennen sehr wohl den durchwachsenen Track Record, sehen aktuell aber eine attraktive Ausgangslage für ein mögliches Rerating.

Porr bietet ein breites Infrastruktur-Expo-

sure in Deutschland und ausgewählten europäischen Märkten – mit Schwerpunkt auf Brücken-, Autobahn-, Bahn- und Tunnelbau. Wir erwarten positive Impulse durch entspanntere Arbeitsmarktbedingungen sowie eine steigende Nachfrage, was in Kombination sowohl die Preisdurchsetzung als auch das Kostenmanagement verbessern und so zur Margensteigerung beitragen dürfte.

Neben dem deutschen Infrastrukturprogramm sollte vor allem der perspektivische Wiederaufbau in der Ukraine für große Sogwirkungen sorgen, die Porr in den existierenden Ländermärkten eine relativ bessere Verhandlungsposition ermöglichen, wenn Wettbewerber sich auf den neuen Markt stürzen. Das Risiko eines Ukraine-Einstiegs will man selbst nicht tragen.

Angesichts dieser Rückenwinde halten wir eine Neubewertung der Aktie für plausibel – weg von einem einstelligen hin zu einem zweistelligen KGV.

Ausblick Juli

Auch im Juli wurden weitere Anpassungen im Portfolio vorgenommen. Bei den beiden bislang sehr erfolgreichen Titeln **Elmos** (YTD bis 15.07.: > +30 %) und **Pfisterer** (seit IPO bis 15.07.: > +90 %) haben wir begonnen, Positionen schrittweise zu reduzieren. Gleichzeitig wurden neue Investments getätigt – über diese berichten wir ausführlicher im nächsten Monatsbericht.



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.