

Monatsbericht zum 28.02.2026

Während der Februar an den europäischen Börsen zunächst vergleichsweise ruhig verlief und sich die Marktteilnehmer vor allem mit den Auswirkungen Künstlicher Intelligenz auf verschiedene Branchen beschäftigten, hat sich das Umfeld zuletzt wieder stärker durch geopolitische Ereignisse eingetrübt.

Aktuelle Einschätzung

Plötzlich befinden wir uns wieder in geopolitisch beunruhigendem Fahrwasser, das eine Reihe unschöner möglicher zukünftiger Entwicklungen bereithält. Vor diesem Hintergrund bleiben wir aktuell eher vorsichtig und fühlen uns mit unserer bereits seit einigen Wochen defensiveren Fondsallokation gut aufgestellt. Stand Mitte März halten wir im **GS&P Fonds – Family Business** eine ungewöhnlich hohe Kassenquote von wesentlich über 10 % des Fondsvermögens, auch um mögliche Marktschwächen für ausgewählte Zukäufe nutzen zu können.

Der Fonds ist aktuell mit mehr als 50 Titeln breit diversifiziert, ist in schwächelnden Industrien wie Chemie, Software und typischen Konsumwerten unterdurchschnittlich vertreten und versucht, primär auf Werte mit positiven Treibern zu setzen.

Die Ereignisse der vergangenen Wochen haben den Fokus der Märkte mehrmals

verschoben. Der Blick richtet sich nun auf die makroökonomischen Konsequenzen des eskalierenden Konflikts im Nahen Osten. Bisher beruht die Hoffnung der Märkte noch auf einer baldigen Beruhigung der Lage, die diese Turbulenzen als ein kurzfristiges Ereignis erscheinen lässt – TACO.

Welche negativen Kettenreaktionen sich aus mittelfristig erhöhten Ölpreisen für die Inflations-, Wachstums- und Zinserwartungen ergeben, liegt auf der Hand. Für die Prognosen der Unternehmen und die Gewinnerwartungen ist dieser neue Unsicherheitsfaktor jedenfalls erstmal pures Gift. Nichtsdestotrotz darf man bei aller Schwarzmalerei nicht vergessen, dass der Markt im positiven Falle einer irgendwie gearteten Lösung schnell wieder gen Allzeithochs laufen dürfte.

Die aktuellen Entwicklungen verdeutlichen einmal mehr, dass die europäische Abhängigkeit von fossilen Rohstoffen nicht nur ökologisch, sondern auch ökonomisch Risiken birgt. Dennoch haben erneuerbare Energien und andere Geschäftsmodelle an den Kapitalmärkten weiterhin einen schweren Stand.

Das erste Quartal hat es also bereits in sich: neue Allzeithochs in vielen Aktienindizes, dramatische Preisturbulenzen bei Edelmetallen und anderen Rohstoffen, im-

mer neue geopolitische Interventionen sowie die Diskussion um die Konsequenzen der Künstlichen Intelligenz. Letztere könnte sogar als Auslöser einer Private-Debt-Bubble fungieren und Erinnerungen an die Subprime-Krise und das Jahr 2008 wachrufen.

Entwicklungen im Februar

Der europäische Markt zeigte sich bis Ende Februar weiter stark. Large und Mid Caps entwickelten sich im Februar besser als Small Caps. Hier machten sich auch Zuflüsse in europäische Aktien bemerkbar, die zuerst primär in größerkapitalisierte Marktsegmente flossen. Der STOXX Europe 600 legte um 3,9 % zu, der MDAX um 1,3 % und der SDAX um 0,9 %, während der DAX 3,0 % hinzugewann.

Unter der Oberfläche setzte sich eine starke Sektorrotation fort. Während von KI-disruptierte Sektoren wie Medien (-6 %), Finanzdienstleister (-2 %) und Technologie (-1 %) nachgaben, legten weniger disruptierbare Bereiche wie Telekommunikation (+16 %) oder Nahrungsmittel- und Getränkehersteller (+10 %) zu. Auch rohstoffnahe Sektoren wie Öl & Gas (+9 %) oder Grundstoffhersteller (+9 %) gewannen.

Entwicklungen im Fonds

Der **GS&P Fonds – Family Business (G)** verzeichnete im Februar ebenfalls einen guten Monat und schloss mit einem **Plus von 2,8 %**. **Seit Jahresbeginn** belief sich das Plus bis Ende Februar auf **+5,9 %**, während YTD bis dato (Stand: 16.03.) ein vorzeigbarer absoluter Zugewinn von +3,8

% zu Buche steht.

Elmos: CMD

Im letzten Monat gab es vor allem eine sehr positive Entwicklung: **Elmos**. Alle von uns im letzten Monatsbericht erwarteten positiven Botschaften wurden auf dem Kapitalmarkttag Ende Februar geliefert. Exzellent orchestriert, facetten- und detailreich sowie zu Recht selbstbewusst vorgetragen - vom Informationsgehalt und Detailgrad dieser Präsentation können sich selbst DAX-Konzerne eine große Scheibe abschneiden.

Eine Lektüre der 106-seitigen Präsentation empfehlen wir wärmstens. Viele neue Details zu den Design Wins unterlegen die Roadmap bis 2030. Das Potenzial rund um humanoide Anwendungen wurde angemessen adressiert, das China-Upside klar dargestellt und die Präsentation mit neuen Payout-Szenarien sehr rund abgeschlossen.

Als langjährige Begleiter und Investoren waren wir entsprechend hochzufrieden mit dem Ergebnis. Es freut uns, dass der Markt den Wandel zu wachsenden Cash Cow nun auch im Kurs honoriert hat.

Mit einem Monatsplus von +33 % generierte unsere #1-Position einen absoluten Wertbeitrag von weit mehr als zwei Prozentpunkten. Den Rückenwind aus marginalen Käufern, medialer Berichterstattung sowie einem kurzfristig ausgelegten Aktienrückkauf haben wir sukzessive genutzt, um die zwischenzeitlich auf nahezu 9 % angewachsene Position bei Kursen um €150 um

gut vier Prozentpunkte zu reduzieren.

Elmos bleibt damit weiterhin eine aussichtsreiche Kernposition, da das zukünftige Wachstums-, Margen-, Ausschüttungs- und Neubewertungspotenzial unseres Erachtens weiterhin unterschätzt wird. Doch Risikomanagement gehört ebenfalls zum Portfoliomanagement – gerade in unsicheren Zeiten wie diesen.

Rückblickend war die größte Leistung hierbei, trotz einer historisch immensen Aktienkursvolatilität, Elmos als #1 bzw. #2-Position durchzuhalten, bis sich unsere These nun auch im Markt manifestierte. Die Aktie hat von historisch gut 15x Forward-KGV auf über 22x aufgewertet und den engsten Peer Melexis sehr deutlich outperformt.

Weitere Entwicklungen

Der Aktienkurs von **Rocket Internet** (+11 %) entwickelte sich dank neuer Meldungen und der medialen Berichterstattung zu möglichen Börsengängen wichtiger Beteiligungen an SpaceX, Kalshi sowie SumUp weiter positiv.

Unsere Verkäufe in **Schaeffler** zu hohen Kursen erwiesen sich zudem als sehr ratsam, da der Autozulieferer die thematisch getriebenen hohen Erwartungen – wie von uns zuletzt vermutet – nicht erfüllen konnte. Das zwischenzeitlich aufgekommene Momentum bei **SGL Carbon** haben wir für einzelne Reduzierungen genutzt.

Ein positiver Beitrag zur Performance kam durch die Teilnahme an einer Privatplatzie-

rung von **Strabag**-Aktien, die mit über 11 % Discount zum letzten Schlusskurs erworben werden konnten und sich innerhalb weniger Tage nahezu vollständig erholten. Ebenfalls positiv entwickelte sich **Porr** (+11 %), die zuletzt solide Zahlen berichteten. Bei beiden Werten haben wir Gewinne mitgenommen. **Uzin Utz** wurden hingegen leicht aufgestockt.

Wesentliche negative Beiträge kamen von **Zalaris** (-17 %), **United Internet** (-11 %), **1&1** (-17 %), **Ottobock** (-8 %).

Während **Ottobock** sehr solide Zahlen für 2025 berichtet hat, irritierte das Unternehmen mit einem konservativen Ausblick auf 2026, der leicht unter den mittelfristigen Wachstumsambitionen lag. Zwar gehen wir davon aus, dass die Firma letztlich besser abliefern will und taktisch vorgegangen ist, doch missfällt diese Vorgehensweise einigen Investoren. Der Abgabedruck dürfte unseres Erachtens auch einen technischen Aktienüberhang darstellen, da sich das IPO „unter Wasser“ – also unter dem ersten Ausgabepreis – befindet. Diese ungünstige Konstellation ist i.d.R. nicht leicht aufzulösen. Die Position ist allerdings lediglich 2 % groß.

Bei **United Internet** wiederum drehen sich die Kurse aktuell stark um mögliche strategische Optionen rund um ihre Tochter **1&1**. Die Aktienkurse beider Gesellschaften reagieren zuletzt sehr sensibel auf Pressegerüchte über ein mögliches Interesse von Telefónica oder Vodafone.

Zalaris: Übernahme!

Zalaris geriet im Februar in den Strudel der KI-Verlierer-Aktien im Software-Bereich. Wie bereits im letzten Monatsbericht ausgeführt, lautet die Arbeitshypothese vorerst, dass kaum ein Software-Unternehmen langfristig vor KI sicher ist und die Bewertungsvielfachen daher erstmal fallen.

Nichtsdestotrotz ist **Zalaris** neben **Elmos** der zweite Volltreffer des noch jungen Jahres.

Am 12. März verkündete die Firma eine empfohlene **Übernahme** durch den norwegischen Private-Equity-Investor **Norvestor**. Über ein Akquisitionsvehikel bietet **Norvestor** **NOK 100 je Aktie in bar**, was einer Unternehmensbewertung von rund NOK 2,2 Mrd. entspricht und einem Aufschlag von etwa **+40 %** auf den vorherigen Börsenkurs.

Vorstand und Aufsichtsrat unterstützen das Angebot, und ein Teil des Managements inklusive des Gründers beteiligt sich über eine Rückbeteiligung am Käufer.

Zwar hätten wir den intrinsischen Wert des Unternehmens langfristig für deutlich höher eingeschätzt, doch haben sich die Bewertungsmultiplien im Softwaresektor zuletzt – wie beschrieben – deutlich verschlechtert, ohne Aussicht auf kurzfristige Besserung. Schließlich steht KI quasi gerade erst am Anfang ihrer exponentiellen Entwicklung.

Auch ist fraglich, ob es angesichts der Verwerfungen im Private Credit-Markt, die teilweise auch auf Finanzierungen im Private Equity-Bereich überschwappen können, in

absehbarer Zeit überhaupt noch so viele hochpreisige Übernahmen geben wird. Wir freuen uns daher, die Position lukrativ auf Allzeithoch veräußern zu können, damit einen Verdoppler zu realisieren und dadurch gleichzeitig unser Software-Exposure weiter zu reduzieren. Diese Übernahme dürfte sich auf die März-Performance mit über zwei Prozentpunkten positiv auswirken.

Unser letztes IPO, **Asta Energy** (+ 58 %), entwickelte sich bis Ende Februar ebenfalls sehr erfreulich. Hier haben wir erste Gewinne realisiert, nachdem die Aktie unser Kursziel von rund €50 erreicht hatte.

Veränderungen im Februar

Wie beschrieben wurde die Kassenquote im Vorfeld des Iran-Kriegs erhöht, indem wir gerade die stärksten Gewinner im Kursauftrieb reduziert haben. So wurden erhebliche Gewinne bei **Elmos** mitgenommen sowie die Positionen in **1&1**, **Porr**, **SGL Carbon**, **Asta Energy**, **ConvaTec**, **Rocket Internet** und **NOBA Bank** reduziert. Die kurzfristige Mean Reversion bei Grundstoffherstellern haben wir ebenfalls für Reduzierungen genutzt. Aufgestockt wurde hingegen **Uzin Utz**.

Neuaufnahme: Vienna Insurance

Die **Vienna Insurance Group (VIG)** ist ein wachstumsstarker Lebens- und Schadenversicherer mit Schwerpunkt in Zentral- und Osteuropa. Der Konzern verfügt über führende Marktpositionen (#1 in acht Märkten und #2 in drei Märkten) und ist mit mehr als 50 Versicherungsgesellschaften in rund

30 Ländern aktiv. Rund 30.000 Mitarbeiter betreuen etwa 33 Millionen Kunden. Die Marktkapitalisierung beträgt aktuell gut 8 Milliarden Euro.

Operativ hat sich die Qualität des Geschäfts in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. 2025 sank die Combined Ratio auf 90,1 %, während das Ergebnis vor Steuern um rund 32 % auf 1,16 Mrd. € stieg und damit erstmals die Milliarden-schwelle überschritt. Gleichzeitig wuchsen die Prämien um über 7 % auf 16,3 Mrd. €, getragen vor allem von dynamischen Märkten in Mittel- und Osteuropa wie Polen, Rumänien oder Kroatien.

Besonders hervorzuheben ist die außergewöhnlich starke Kapitalausstattung: Die Solvency-II-Quote liegt bei rekordhohen 296 % und damit deutlich über dem Zielkorridor von 150–200 %. Diese sehr komfortable Bilanz eröffnet erheblichen Spielraum für weiteres Wachstum und Übernahmen.

In diesem Kontext erscheint die laufende Übernahme der Nürnberger Versicherung strategisch sinnvoll. Sie ist die größte Transaktion in der Geschichte der VIG und dürfte sowohl die geografische als auch bilanztechnische Diversifikation sowie die Ertragsbasis des Konzerns weiter stärken.

Es entsteht dadurch ein ausgewogeneres Geschäftsprofil: Stabilere Märkte wie Deutschland dienen der Mittelgenerierung, um dieses Kapital in stärker wachsenden Regionen Mittel- und Osteuropas zu investieren, wo die Versicherungsdurchdringung noch deutlich unter dem Niveau Westeuro-

pas liegt.

Trotz dieser operativen Qualitäten und Wachstumsperspektiven sowie einer Aktienkursverdopplung im Jahr 2025 wird die Aktie derzeit lediglich mit einem KGV gut 8x für 2026 bewertet, während der europäische Versicherungsindex eher bei knapp 11x handelt. Berücksichtigt man noch die außergewöhnlich hohe Kapitalausstattung und zieht das Überschusskapital von fast 4 Milliarden Euro ab, liegt die effektive Bewertung des operativen Geschäfts sogar eher bei dem Vierfachen des erwarteten Gewinns für 2026. Diese Betrachtung ist zwar theoretischer Natur und reflektiert teilweise auch das höhere Länderrisiko, zeigt jedoch die attraktive Bewertung.

Zwar haben wir die Aktie leider nicht bereits vor der großen Kursbewegung entdeckt, dennoch erscheint uns die Kombination aus strukturellem Wachstum, sehr solider Bilanz, moderater Bewertung und steigendem Investoreninteresse weiterhin attraktiv. Die Equity Story ist unseres Erachtens gerade erst im Aufbau.

Die mittelfristigen Unternehmensziele sehen bis 2028 ein Prämienvolumen von mindestens 20 Mrd. € sowie ein Ergebnis vor Steuern von mindestens 1,5 Mrd. € vor – wohlgedacht noch ohne Berücksichtigung der Nürnberger-Übernahme. Da die Transaktion in den aktuellen Konsensschätzungen noch nicht reflektiert ist, sehen wir mittelfristig zusätzliches Potenzial für positive Gewinnrevisionen.

Ein kleiner Wermutstropfen bleibt eine bis-

lang eher zurückhaltende Investorenkommunikation und Kapitalmarktausrichtung sowie eine vergleichsweise niedrige Dividendenausschüttung, da das Kapital be-

vorzugt in Wachstum reinvestiert wird und die Dividende stets mindestens stabil gehalten werden soll.



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.