

## Monatsbericht zum 30.11.2025

Trotz anhaltender Unsicherheit verzeichneten die europäischen Aktienmärkte im November eine leicht positive Entwicklung, wobei insbesondere die Erwartungen an den US-Zinszyklus und die KI-Hausse – in der Ausprägung variierend – das Sentiment bestimmen.

### Aktuelle Einschätzung

Im November zeigten sich erstmals deutliche Risse im KI-Boom: Der US-Technologieindex Nasdaq 100 sowie zahlreiche KI-Unternehmen und nahestehende Assets präsentierten sich äußerst volatil. Erschütterungen des OpenAI-/Nvidia-Ökosystems durch Googles neue eigene TPU (Tensor Processing Unit) schüren – unabhängig von der Frage der zukünftigen Monetarisierung – Sorgen vor Umsatz- und Margenerosion infolge zunehmender Konkurrenz. Gestützt durch die geldpolitische Lockerung ergibt sich zum Jahresende dennoch eine insgesamt relativ erbauliche Ausgangslage.

Die Bewertungen in Europa liegen im Vergleich zu den USA weiterhin deutlich niedriger, insbesondere in weniger beachteten Marktsegmenten. Bereits kleinere Umschichtungen können hier spürbare Bewegungen bewirken. Viele deutsche und europäische Small und Mid Caps stehen weiterhin unter Druck durch anhaltende Mittelabflüsse, die – gerade zum Jahres-

ende – durch Umschichtungseffekte zu außergewöhnlichen, technisch getriebenen Kursbewegungen führen können. In einer Umkehr dieser Trends sehen wir perspektivisch eine der größten Chancen – zumindest relativ betrachtet – für den europäischen Aktienmarkt. Auch viele unserer Positionen handeln mit deutlichen Abschlägen zu historischen Bewertungsniveaus und bieten bei steigender Zuversicht und verbesserter Visibilität häufig ein Aufwärtspotenzial von über 50 %.

Trotz kurzfristiger Risiken blicken wir vorsichtig optimistisch auf eine konjunkturelle Erholung in Europa. Vor allem sehen wir idiosynkratische Chancen bei ausgewählten Einzelwerten, die sich idealerweise unabhängig vom Gesamtmarkt entfalten können.

### Entwicklungen im November

Im Monatsverlauf entwickelten sich europäische Large Caps erneut besser als Small und Mid Caps. Trotz der Schwäche im Technologiesektor hielten sich die Aktienmärkte insgesamt stabil. Der STOXX Europe 600 legte um +1 %, der MDAX um +0,6 %, während DAX und SDAX -0,5% bzw. -1,3 % verloren. Substanzwerte entwickelten sich in Europa deutlich besser als Wachstumswerte, Large Caps stärker als ihre Small und Mid Cap-Pendants. Auf

Sektorebene hinkten Technologie (-5 %), Industrie (-5 %) und Einzelhandel (-2 %) hinterher, während Gesundheitswesen (+5 %), Banken (+4 %) sowie Bau & Baustoffe (+4 %) überdurchschnittlich abschnitten.

## Entwicklungen im Fonds

Die Fondsnotiz des **GS&P Fonds – Family Business (G)** gab im November um **2,8 %** nach, während der breite europäische Markt – gemessen am STOXX Europe 600 TR – um 1 % zulegte. Hauptursache waren erhebliche Kursverluste bei einer unserer Top-10-Positionen, **ABO Energy (-63 %)**, ausgelöst durch eine völlig überraschende und in ihrem Ausmaß drastische Gewinnwarnung. Diese torpedierte zugleich die zuvor kommunizierten, weit fortgeschrittenen Gespräche über einen möglichen Investoreneinstieg sowie ein Übernahmeangebot an alle Aktionäre. Eine Einordnung und Analyse folgen unten.

**Seit Jahresbeginn** weist der Fonds dennoch ein Plus von **+12,7 %** auf, liegt damit nun jedoch hinter dem Index (+16,5 %).

Auf der Gewinnerseite fanden sich **Elmos (+14 %)**, **Roche (+18 %)**, **KSB Vz. (+9 %)**, **Credito Emiliano (+7 %)**, **NOBA Bank (+19 %)** und **2G Energy (+15 %)**.

## Einschätzung zu Einzeltiteln

Seit Anfang November haben wir über 50 Gespräche mit Unternehmensentscheidern aus unterschiedlichsten Branchen geführt. Das – gerade aus deutscher Perspektive – erstaunliche Resümee: Die Lage vieler Un-

ternehmen ist besser, als es die allgemeine Stimmung und insbesondere manche Aktienkurse implizieren. Impulse aus dem deutschen Sondervermögen zeichnen sich am Horizont ab, zudem gibt es weiterhin zahlreiche aufstrebende Länder, aus denen Wachstum generiert wird.

Termine mit **Elmos, Zalaris, KSB** und **Pfisterer** bestätigten unsere positiven Einschätzungen. Alle genannten Unternehmen profitieren von strukturellen Themen wie dem Ausbau der Infrastruktur und dem Streben nach Effizienzsteigerungen.

## Elmos

Insbesondere **Elmos** steht 2026 an der Schwelle zur Rückkehr zu zweistelligen Umsatzwachstumsraten, getragen vom Anlaufen einer Vielzahl neuer Produkte als Ergebnis der Design Wins der vergangenen Jahre. Entscheidend für die zuletzt erfreuliche Aktienkursperformance war die nun sichtbar werdende starke Mittelgenerierung sowie positive Aussagen zum laufenden Geschäft. Das sich durch deutlich geringere Investitionen, eine optimierte Steuerquote und den Abbau von Nettoumlaufvermögen sukzessive aufbauende Cashpolster eröffnet Elmos zudem den Spielraum, neue Formen der Kapitalrückführung zu diskutieren. Ein möglicher Kapitalmarkttag im Frühjahr bietet hierfür eine geeignete Plattform.

Zusätzlich bietet der aktuell laufende Prozess der Verselbstständigung des China-Geschäfts im kommenden Jahr eine potenzielle Wertaufdeckung via (Teil-)Verkäufe. Angesichts der in den kommenden Jahren

zu erwartenden Verschärfung des Konflikts „China gegen die westliche Welt“ erachten wir dies als eine sehr sinnvolle Option. Das Eingehen eines Joint Ventures wäre eine attraktive Möglichkeit, lokal rekordhohen Bewertungen wertschaffend zu nutzen und gleichzeitig politische Risiken zu reduzieren, indem der Beteiligungsanteil gesenkt und ein chinesischer Partner eingebunden wird. Das Potenzial aus dieser Optionalität ist unseres Erachtens noch nicht ansatzweise im Aktienkurs reflektiert.

Operativ sollte sich bereits aus dem wieder anziehenden Wachstum in Kombination mit dem Wegfall diesjähriger Sondereffekte (Goldpreisanstieg, SAP-Upgrade, US-Dollar-Schwäche, neue China-Strategie) eine deutliche Verbesserung der EBIT-Margen um mehrere Prozentpunkte ergeben. In puncto Sentiment und Bewertung dürfte die Aussicht auf (regelmäßige) Aktienrückkäufe und Sonderdividenden unterstützend wirken. Die von uns seit Langem erwartete und nun einsetzende Entwicklung hin zu einer wachsenden „Cash Cow“ begrüßen wir ebenfalls sehr.

## ABO Energy

Wie eingangs erwähnt, belastete **ABO Energy** die Fondsp performance mit rund drei Prozentpunkten erheblich. Das Unternehmen hat seine Ergebnisprognose infolge einer Neubewertung von Projekten im aktuell herausfordernden Marktumfeld deutlich angepasst und erwartet nun einen Jahresverlust von bis zu 95 Mio. Euro. Wesentliche Ursachen sind ausgebliebene Zuschläge in deutschen Windauktionen, ein

niedrigeres Marktpreisniveau sowie zeitliche Verschiebungen im Projektportfolio. Der überwiegende Teil der Belastung ist nicht liquiditätswirksam.

Operativ sehen wir die Hauptprobleme in einer zu hohen Kostenbasis sowie einer zu großen Mitarbeiterzahl, verteilt auf zu viele parallele Projekte und Themenfelder. Der überwiegende Teil der Ergebnisbelastung resultiert aus Abschreibungen auf Projektrechte in Phase II infolge verschlechterter Marktbedingungen – im Speziellen haben hier in Deutschland temporär zu viele Projekte zur gleichen Zeit eine Genehmigung erhalten, da die Genehmigungsprozesse unter dem früheren Wirtschaftsminister Habeck tatsächlich beschleunigt worden waren. Zudem wurde ein signifikanter Umsatz- und Ergebnisanteil zeitlich verschoben und wird daher voraussichtlich erst im kommenden Jahr wirksam.

Wir haben unsere Beteiligung an der Gesellschaft nicht reduziert, da wir die Werthaltigkeit des Portfolios von ABO Energy weiterhin für gegeben halten. Die Marktreaktion erachten wir nach mehreren Gesprächen mit der Gesellschaft als fundamental überzogen. Insbesondere die fortgeschrittene Reife vieler Projekte in Phase III und die daraus resultierende, absehbare Liquiditätszufuhr stimmen uns zuversichtlich, dass bereits zeitnah eine tragfähige Übereinkunft mit den finanzierenden Banken erzielt werden kann. Die aktuelle Bewertung blendet unseres Erachtens sowohl den Wert als auch die mittelfristige Ertragskraft der großen Projektpipeline weitgehend aus.

Nichtsdestotrotz reagierte der Markt infolge der Gewinnwarnung sowie der Unsicherheit hinsichtlich Ergebnisqualität, Governance und Verschuldung mit deutlichen Abschlügen bei Aktie und Anleihe. Die Marktreaktion war in ihrer Höhe und Schärfe so nicht absehbar, nachdem zuvor noch eine Unternehmensübernahme durch einen Infrastrukturfonds inklusive Angebot an die übrigen Aktionäre als sehr wahrscheinlich erschienen war. Angesichts der äußerst unvorteilhaften Kommunikation – insbesondere in der Präsentation auf dem Eigenkapitalforum in Frankfurt nur wenige Tage nach der Meldung, die auch aufgrund laufender Übernahmegespräche rechtlich nur sehr eingeschränkt möglich war – erscheint die Marktreaktion kurzfristig nachvollziehbar, fundamental jedoch unseres Erachtens überzogen.

Das Management hat leider keine überzeugende Leistung gezeigt. Insbesondere Kostenkontrolle, Accounting und Kommunikation müssen sich substantziell verbessern. Wir haben dies bereits mehrfach – auch via Engagement – angeregt. Nun ist ein Managementwechsel für die Zukunft unausweichlich.

Gleichzeitig verfügen die beiden Eigentümerfamilien Ahn und Bockholt über ein erhebliches wirtschaftliches Eigeninteresse an einer erfolgreichen und nachhaltigen Lösung der aktuellen Situation. Dieses starke Alignment der Eigentümer mit den übrigen Kapitalgebern werten wir als wichtigen stabilisierenden Faktor für den weiteren Prozess, der zugleich das Risiko einer Verwässerung durch Kapitalmaßnahmen reduziert.

Der Fonds ist seit vielen Jahren in ABO Energy investiert, einem in der Branche etablierten und angesehenen Projektentwickler im Bereich erneuerbare Energien. Wir stehen in engem Austausch mit dem Unternehmen und erwarten zeitnah zusätzliche Bekanntmachungen. Entscheidend wird die weitere Kommunikation hinsichtlich Bankenfinanzierung, Restrukturierung und Investorensuche sein. Erstere erwarten wir idealerweise noch in diesem Jahr, Letztere eher ab dem Ende des ersten Quartals.

Kurzfristig bleibt die Situation von Unsicherheit geprägt. Sobald das Damoklesschwert der Bankenverhandlungen beseitigt ist, rechnen wir damit, dass sich der Markt wieder stärker auf den intrinsischen Wert der Gesellschaft und ihres Projektportfolios konzentrieren wird.

## Veränderungen im November

Im vergangenen Monat haben wir **Pfisterer** nach Kursgewinnen auf ordentliche, vermeldete Quartalszahlen reduziert. Aufgrund der konservativen Haltung des Managements rechnen wir erst im Frühjahr 2026 mit einer möglichen Anhebung der mittelfristigen Prognosen. Unsere Position in **Ceconomy** haben wir im laufenden Übernahmeangebot durch JD.com vollständig angedient.



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](http://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.**