

## Monatsbericht zum 31.10.2025

Die Divergenz in den Kursentwicklungen zwischen den von KI-Hoffnungen getriebenen US-Märkten und den europäischen Börsen zeigte sich zuletzt merklich.

### Aktuelle Einschätzung

Obwohl sich bereits länger dunkle Wolken am Horizont abzeichneten, sorgten die Zinssenkungen in der Eurozone, die Hoffnung auf ähnliche Schritte in den USA sowie mögliche Effizienzsteigerungen durch künstliche Intelligenz zuletzt für weiterhin gute Laune und neue Indexhöchststände. Insbesondere die Bewegungen am US-Aktienmarkt wurden dabei von wenigen, hochgewichteten Mega Caps getragen, die stark vom KI-Hype profitieren.

Wir möchten keine Blase in einzelnen US-Werten ausrufen, geschweige denn den Zeitpunkt eines möglichen Platzens vorhersagen. Die wechselseitigen Investitionszusagen dieser Unternehmen nehmen jedoch zunehmend Charakterzüge eines Schneeballsystems an. Die Bewertungen in Europa liegen im Vergleich weiterhin deutlich darunter – insbesondere in weniger beachteten Marktsegmenten. Schon kleinere Umschichtungen können hier deutliche Bewegungen bewirken. Darin sehen wir perspektivisch eine der größten Chancen – zumindest relativ – für den europäischen Aktienmarkt.

Zum Monatsende Oktober und im bisherigen Novembervorlauf hat sich die Stimmung etwas eingetrübt – sowohl in den USA als nun auch in Europa. Wie im letzten Bericht beschrieben, blicken viele Unternehmensvertreter eher gedämpft in die Zukunft. Wir sind jedoch weiterhin davon überzeugt, dass europäische Small und Mid Caps attraktiv bewertet sind. Viele unserer Positionen handeln mit deutlichen Abschlägen gegenüber historischen Bewertungsniveaus und bieten – bei steigender Zuversicht und besserer Visibilität – oftmals ein Aufwärtspotenzial von über 50 %.

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

### Entwicklungen im Oktober

Im Monatsverlauf entwickelten sich europäische Large Caps erneut besser als Small und Mid Caps. Während der STOXX Europe 600 TR um +2,5 % zulegte, schloss der DAX nahezu unverändert. MDAX und SDAX verloren hingegen -1,8 % bzw. -1,2 %. Erstaunlich starke Abflüsse aus der Kategorie belasteten die kleineren Segmente auch im November weiter. In den USA hingegen

verzeichneten die Indizes einen starken Monat mit Anstiegen von jeweils über 2 %.

Die stärksten europäischen Sektoren waren Versorger (+7 %), Grundstoffe (+7 %) und Öl & Gas (+6 %). Rückgänge verzeichneten Automobilwerte (-3 %), Medien (-2 %) und Versicherungen (-2 %).

### Entwicklungen im Fonds

Der **GS&P Fonds – Family Business (G)** legte um +0,3 % zu, während der breite europäische Markt – gemessen am STOXX Europe 600 TR – sogar um +2,5 % stieg. Diese Diskrepanz erklärt sich vor allem durch die Outperformance von Large Caps gegenüber Small Caps sowie einzelne schwächere Einzeltitel. **Seit Jahresbeginn** liegt der Fonds dennoch mit **+15,9 %** leicht vor dem Index (+15,4 %).

Positiv entwickelten sich **Zalaris** (+13 %), **PSI Software** (+45 %), **Schaeffler** (+23 %) und **KSB Vz.** (+4 %).

Zu den negativen Kontributoren im Oktober zählten leider abermals unsere beiden Top-10-Unternehmen aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien, **Energiekontor** (-21 %) und **ABO Energy** (-4 %).

Die im September reduzierte **INIT** verlor im letzten Monat -8 %. Auch **Jumbo** (-4 %) und **JET2** (-5 %) belasteten. Die zuvor von uns in Erwartung eher schwacher Zahlen reduzierte **2G Energy** gab -12 % nach.

### Einschätzung zu Einzeltiteln

Im Zuge der derzeit laufenden strategischen Überprüfung bei **ABO Energy** rechnen wir in den kommenden Monaten mit weiteren Erkenntnissen, die in einem Kontrollwechsel und in einem möglichen Übernahmeangebot – wahrscheinlich durch einen Infrastrukturfonds – münden könnten. In diesem Falle rechnen wir mit einer deutlich höheren Bewertung.

Im Gegensatz dazu ist ein Verkauf beim anderen Familienunternehmen, **Energiekontor**, relativ ausgeschlossen, da die beiden Gründer ihre Anteile erst dieses Jahr in eigene Stiftungslösungen übertragen haben. Was die kurzfristige Chance auf Wertkristallisierung reduziert, ist langfristig jedoch ein Garant für Stabilität und Nachhaltigkeit der Ergebnisse. Denn Energiekontor überführt regelmäßig etwa die Hälfte der entwickelten Pipeline – noch dazu meist die lukrativen Assets – in den Eigenbestand, der aktuell gut 450 Megawatt beträgt, über die Jahre stetig anwächst und damit steigende wiederkehrende Erträge erwirtschaftet. Allein der Bestand deckt unseres Erachtens bereits den gesamten Börsenwert von aktuell um die 450 Millionen Euro ab. Die Pipeline von über 11 Gigawatt mitsamt 19 Projekten mit mehr als 610 Megawatt im Bau werden unserer Einschätzung nach an der Börse nicht adäquat reflektiert. Zusätzliche Belastungsfaktoren wie die seit drei Jahren schlechte Windausbeute sowie regulatorische Verzögerungen mindern die kurzfristige Ergebnisqualität weiter. Sobald sich diese Faktoren lösen – voraussichtlich ab 2026 –, sollten zahlreiche hochprofitable Projekte in Umsatz und Ertrag eingehen und zu einem äußerst günstigen KGV von

etwa 6x führen.

Eine potenzielle Ergebnisnormalisierung im Windgeschäft, bewertungs- und markttechnische Abstrahlwirkungen einer Übernahme von ABO Energy oder auch PNE sowie neue Research-Coverage wären weitere positive Optionalitäten.

Erstaunlich ist in diesem Kontext, dass CleanTech-Unternehmen in den USA aktuell dank des enormen Energiehungers der neuen Datacenter en vogue sind und starke Kursgewinne verzeichnen. Dieselben ökonomisch wie ökologisch positiven Eigenschaften zu viel günstigeren Bewertungen finden sich bei hiesigen Anbietern, es fehlt nur noch an den Investitionen in Datacenter.

Der Abverkauf der Aktie ist für uns nicht nachvollziehbar. Neben Sentiment führen wir ihn auf technische Gründe zurück, wie die Reduktion der Position von Seiten der Union Investment und Wetten auf fallende Kurse.

Wie schon im vorletzten Bericht erwartet, hat unsere Top-Position **Zalaris** ein sehr starkes drittes Quartal abgeliefert: Der Umsatz stieg um 10 %, das bereinigte EBIT um 27 %, und die EBIT-Marge erreichte mit 12,6 % einen neuen Q3-Rekord. Zusätzlich wurde einer unserer zentralen Katalysatoren realisiert – die Refinanzierung der teuren Unternehmensanleihe. Durch den Wechsel zu einem deutlich günstigeren und flexibleren Kreditrahmen mit Nordea sinkt die Zinsmarge von rund 525 auf 185 Basispunkte, was eine jährliche Zinsersparnis

von 16–18 Mio. NOK bringt. Das erhöht das Ergebnis pro Aktie um mehr als 10 % und stärkt gleichzeitig die Bilanz: Die Nettoverschuldung zum EBITDA liegt bereits bei nur 0,9x. Damit gewinnt Zalaris zusätzlichen Spielraum für künftige Kapitalausschüttungen, während eine potenzielle Erweiterung der Research-Coverage die Equity Story unterstützen sollte. Zugleich bleibt – wie noch zu Jahresbeginn diskutiert – ein strategischer Verkauf bzw. eine Übernahme als optionaler Bull Case weiterhin realistisch, da Zalaris sowohl technologisch (Verlängerung der SAP-Partnerschaft bis 2040) als auch finanziell deutlich attraktiver positioniert ist.

Erfreuliche Zahlen präsentierte auch **Schaeffler** (+23 %). Das Unternehmen konnte seine Prognose für das laufende Jahr anheben und profitiert zusätzlich von Potenzialen im Bereich humanoider Roboter, deren Hersteller verstärkt auf Schlüsselkomponenten von Schaeffler – wie Aktoren und verschiedene Gelenkmodule – zurückgreifen könnten.

Eine kurzfristige, taktische Investition tätigten wir zudem in **PSI Software**. Nachdem das Unternehmen bestätigt hatte, dass drei Interessenten ein Übernahmeangebot prüfen, hielten wir die Einleitung einer formellen Offerte für sehr wahrscheinlich. Daraufhin bauten wir eine – leider nur kleine – Position von rund 1 % im Fonds auf. Bereits innerhalb von drei Tagen konnte damit ein Gewinn von +45 % erzielt werden. Die enge Verfolgung des deutschen Marktes war hier von Vorteil.

## Veränderungen im Oktober

Neben den zuvor getätigten Transaktionen bei **PSI Software** sowie den Verkäufen in **INIT** und **2G Energy**, haben wir uns ohne Verluste von der restlichen Position in **HelioFresh** getrennt. Ausschlaggebend waren Hinweise auf einer Konferenz zu weiterhin anhaltenden operativen Herausforderungen im vielversprechenden Bereich der Fertigerichte, die den Investment Case zunehmend belasten. Zudem haben wir unsere Positionen in **Porrr** und **LVMH** aufgrund im historischen Vergleich hoher Bewertungen bei Kursstärke reduziert beziehungsweise vollständig verkauft. Die freigewordenen Mittel haben wir in das IPO der **Ottobock** reinvestiert.

## Neuzugang: Ottobock

**Ottobock** ist der weltweit führende Hersteller moderner Prothesen und Orthesen. Der zugrunde liegende Markt wächst strukturell: Weltweit steigt die Zahl der Amputationen – vor allem infolge von Diabetes und demografischen Entwicklungen – und gleichzeitig verlagert sich die Versorgung zunehmend von einfachen mechanischen Prothesen hin zu mikroprozessorgesteuerten, deutlich leistungsfähigeren Systemen. Für Patienten bedeutet das einen klaren Zugewinn an Mobilität, für Anbieter steigende Durchschnittspreise und eine stabilere Nachfrage.

In diesem Umfeld nimmt Ottobock eine besondere Stellung ein: Das Unternehmen ist technologisch führend, verfügt über ein breites Premium-Portfolio und ist in vielen

Ländern auch direkt in der Patientenversorgung aktiv. Diese Kombination schafft Vorteile: Zum einen profitieren die Produkte überproportional vom Übergang zu höherwertigen Bionic-Lösungen wie dem Kenevo oder C-Brace – insbesondere seit der Erstattungsausweitung für K2-Patienten in den USA. Zweitens ermöglicht die vertikale Integration über eigene Kliniken eine langfristig höhere Kundenbindung als bei reinen Komponentenherstellern.

Der Kernumsatz wuchs zuletzt um über 13 %, getragen von allen Regionen und Produktlinien. Besonders dynamisch entwickelt sich das technologiegetriebene B2B-Geschäft mit +17 % organischem Wachstum. Das Ergebnis profitiert vom verbesserten Produktmix und Skaleneffekten: Das Core-EBITDA stieg um 29 %, die entsprechende Marge erreichte mehr als 24 %; gleichzeitig sank die Verschuldung auf 2,8x EBITDA.

Zudem konzentriert sich Ottobock zunehmend auf margenträchtige Kernbereiche und trennt sich von Randaktivitäten wie der Mobility-Sparte. Neue Produkte – darunter Prothesenfüße, bionische Knie und Exoskelette – verzeichnen eine gute Marktdurchdringung und sorgen für Wachstumsdynamik.

Fundamental überzeugt Ottobock durch zweistelliges organisches Wachstum, sukzessive Margenverbesserungen und einen deutlich steigenden Free Cash Flow, was die Verschuldung senkt. Auch das Wettbewerbsumfeld ist unterstützend: Der Konkurrent Embla (ehemals: Össur) hat zuletzt

leicht besser berichtet, was die Nachfrage im gesamten Sektor unterstreicht. Nach Ablauf der ersten 30 Handelstage erwarten wir erste Initiation-Studien, die Kursziele im Bereich von 80 bis 90 Euro enthalten dürften – ein aus unserer Sicht realistischer Wert. Aufgrund der Größe, des stärkeren Wachstums und der höheren Margen sollte Ottobock langfristig klar mit einer Prämie zu Embla gehandelt werden.

Der Börsengang selbst war stark durch die Ausgangssituation geprägt: Die Familie Näder musste verkaufen, da eine teure Finanzierung auslief – ein Umstand, der dem Markt bekannt war. Die Preisspanne wurde daher konservativ gewählt, um ein reibungsloses IPO zu gewährleisten. Dennoch erhielten einige Investoren unerwartet große Allokationen, da viele Marktteilnehmer

mit einem überzeichneten, „heißeren“ IPO gerechnet hatten. Dies führte in den ersten Handelstagen zu einem technischen Überhang.

Bemerkenswert ist die aktuelle Sensitivität der Aktie gegenüber dem Russland-/Ukraine-Konflikt. Seit klar wurde, dass kurzfristig keine Verhandlungen zu erwarten sind, tendiert der Kurs nach oben. Der Markt argumentiert derzeit binär: längerer Krieg, mehr Amputationen, höhere Nachfrage nach Prothesen. Diese Sicht ist zwar stark vereinfacht, erklärt aber die kurzfristige Kursmechanik. Tatsächlich entsteht hieraus zusätzliches Potenzial, da das Management solche „Spike Events“ nicht in der Prognose berücksichtigt und damit eher konservativ plant.



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.**