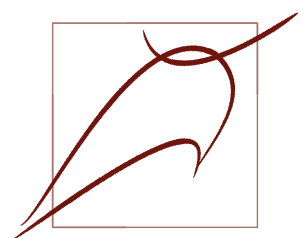




# **Till Schwalms**

## **Value Investing Brief**

Dezember 2025





## Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

der Herbst läuft gut für unser Portfolio. Wir konnten den dritten Monat in Folge positiv abschließen und das, obwohl die Indizes im November sich sogar negativ entwickelt haben.

Für mich als Investor, der vor allem im deutschen Nebenwertesegment tätig ist, ist der Herbst immer eine besondere Zeit. Ende November findet alljährlich das Eigenkapitalforum (EKF) statt.

Das EKF ist eine Veranstaltung von der Deutschen Börse, auf der sich in Deutschland gelistet Nebenwert präsentieren und man die Chance als Investor bekommt, mit dem Management zu sprechen. Für mich war das EKF 2025 die bislang intensivste und zugleich produktivste Konferenz des Jahres. In kaum einem anderen Rahmen konnte ich in so kurzer Zeit so viele gute, tiefgehende Gespräche mit Unternehmen und Investierenden führen. In Summe war es die Konferenz mit den besten Gesprächen, die ich je geführt habe. Gespräche, die nicht nur informativ waren, sondern mich in meiner Einschätzung mehrerer Unternehmen wesentlich weitergebracht haben.

Direkt zum Auftakt am Montagmorgen um 8 Uhr startete mein Programm mit einem Highlight: dem Gespräch mit ABO Energy. Es war das erste Meeting, das das Unternehmen nach der jüngsten Gewinnwarnung geführt hat und ich war der erste Investor, der dazu Fragen stellen konnte. Abgesehen davon, dass ich meine Vorbereitung kurz vor der Konferenz komplett überarbeiten musste, sind solche Situation und wie die Unternehmen damit umgehen besonders spannend. Lustig dann auch: Viele Investierende kamen gezielt auf mich zu, um meine Einschätzung zur Lage von ABO Energy zu hören. Dieser informelle Austausch gehört für mich zu den wichtigsten Elementen solcher Veranstaltungen. Der Dialog mit

Mitgliedern der Good Investing Community sowie von Abilitato war wie immer inspirierend. Inzwischen ist die Zeit fast zu knapp, um mit allen wirklich ins Gespräch zu kommen.

Organisatorisch bleibt Luft nach oben. Die Deutsche Bahn schaffte es nicht, mich pünktlich zum Forum oder zurückzubringen: hin und zurück brauchte ich sechs Züge, keiner davon funktionierte wie geplant. Dies ist vielleicht ein Sinnbild dafür, wie es um Deutschland steht. Der verhaltende Optimismus aus dem letzten Jahr ist verschwunden.

Hatten die Unternehmen vor 12 Monaten noch Hoffnung in die Neuwahlen gesetzt, wurden diese enttäuscht. Am klarsten war das im Gespräch mit Amadeus Fire, einem Unternehmen, in das wir dieses Jahr auch kurzfristig investiert waren. Tatsächlich mit dem Gedanken, dass sich Deutschland mit dem Infrastrukturpaket aus der lähmenden Konjunktur befreit. Dies ist nicht passiert. Die Stimmung in Deutschland ist schlecht. Die Hoffnung ist gestorben und die Unternehmen suchen sich andere Märkte.

Besonders überrascht hat mich die Vielzahl an positiven Signalen aus den USA. Dies ist widersprüchlich zu vielen Aussagen, die ich über die US-Konjunktur lese.

Aber: 2G Energy ist auf der Suche nach Großaufträgen für Datenzentren in den USA; Siemens Energy erweitert ihr Werk in den USA; Einhell sucht aktiv nach Partnern, um in den USA durchzustarten; tonies startet in den USA durch; Grenke wächst in den USA auf sehr kleiner Basis hoch zweitstellig; ohne die USA würde init Innovation nicht mehr wachsen, hier gewinnt man neue Großaufträge, während die deutschen Kommunen klamme Kassen haben; auch Rational sieht das Wachstum



in den USA; und selbst Wacker Neuson, die Schwierigkeiten in den USA einräumen, sehen ihr dortiges Geschäft nicht negativ, sondern sind verhalten optimistisch. Das war übergeordnet für mich die größte Überraschung.

Mehr dazu in meinem [detaillierten Bericht zum EKF](#).

Anders als die Jahre zuvor schreibe ich dieses Jahr in meinem Newsletter ausführlicher über die einzelnen Gespräche. Dank ChatGPT war es möglich, meine Notizen deutlich effizienter zu verarbeiten. Mit etwas Lektorat von meiner Seite sind schöne Zusammenfassungen meiner Gespräche entstanden, die ich Ihnen im Folgenden zur Verfügung stelle.

Weil momentan der Nutzen von AI von einigen Seiten in Frage gestellt wird: Es hat meine Nachbereitung enorm erleichtert und ermöglicht es mir, Ihnen ein noch fundierteres Bild meiner Eindrücke zu vermitteln.

Ich hoffe, das neue Format sagt Ihnen zu und freue mich über Rückmeldungen.

Bleiben Sie kritisch – und stabil!

Ihr Till Schwalm



## Inhaltsübersicht

Vorwort .....	2
Inhaltsübersicht .....	4
Aktuelle Einblicke .....	5
Eigenkapitalforum 2025 .....	9
Unser Muster-Portfolio .....	32
AI-Prompt des Monats .....	34
Disclaimer .....	35



## Aktuelle Einblicke

**Wichtig!** Die Punkte in der Tabelle „neutral“, „negativ“ und „positiv“ bedeuten nicht, dass der Bericht, der Ausblick oder meine Einschätzung zum Unternehmen „neutral“, „negativ“ oder „positiv“ sind. Sondern, dass das Ergebnis, der Ausblick vom Management oder meine Einschätzung in dem Quartal zu meinen Erwartungen „neutral“, „negativ“ oder „positiv“ ausgefallen sind. Es ist eine relative Veränderung.

Name	Δ kal. Q3/25 Bericht	Δ Ausblick 2025	Δ Einschätzung	Details
2G Energy	negativ ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Alibaba	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Bechtle	positiv ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">mehr</a>
BioNTech	neutral ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
CEWE	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
DEFAMA	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Energiekontor	neutral ●	negativ ●	positiv ●	<a href="#">mehr</a>
Grenke	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
HelloFresh	negativ ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Hermle	neutral ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Hypoport	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Mayr-Melnhof	neutral ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Multiply	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Nestlé	positiv ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Nintendo	positiv ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Novo Nordisk	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
PayPal	positiv ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Shelly	positiv ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
Takeuchi	positiv ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">s. Brief 11/25</a>
WBD	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

### Novo Nordisk

Zahlen okay. Umsatzwachstum in Q3 +5 % ohne Währungseffekte +11 % (wie angekündigt eine Verlangsamung des Wachstums, aber nicht wie befürchten eine Stagnation); operativer Gewinn -30 % nach Restrukturierung, ansonsten -3 %; die EBIT-Marge fiel von 47,4 auf 31,6 Prozent. Hauptgrund sind rund 9 Mrd. DKK Umstrukturierungskosten und Effekte aus der Übernahme der drei früheren Catalent-Standorte. Der Free Cashflow für die ersten neun Monate betrug 63,9 Mrd. DKK (-11 %), belastet von höherem Capex (+34 %) und einem stärkeren Working-Capital-Verbrauch.

Wegovy wächst mit rund +18 %, Ozempic mit rund +5 % in Q3 inkl. Währungseffekte. Hier zeigt sich aber auch höherer COGS und niedriger realisierter Preise in den USA. Der Ausblick wurde noch einmal angepasst und die Obergrenze von 8-14 % auf jetzt 8-11 % Wachstum abgesenkt. Damit erwartet Novo Nordisk keine Verbesserung für das Q4. Für mich werden die Zahlen und der Ausblick ab Q2 2026 wichtig. Dann sollte ein Turnaround in der aktuell negativen Entwicklung sichtbar werden.

Dazu gab es Ende des Monats noch Nachrichten, wie es bei forschenden Pharmakonzernen typisch ist. Ein Präparat auf Basis von



Semaglutide (dem Wirkstoff in Wegovy und Ozempic) gegen Alzheimer scheiterte in Phase 3. Dafür hat ein anderes Präparat (Amycretin) in einer Phase 2 Studie positiv abgeschnitten.

### Nintendo

Passt alles! Zahlen top! Starker Ausblick; nochmals über alle Zahlen um 20 % angehoben. Einziges Manko, für das Nintendo absolut nichts kann: Der JPY hat deutlich abgewertet. Aber auch der Ausblick für die verkauften Einheiten wurde angehoben. Bemerkenswert: Nintendo erreicht mit der neuen Switch 16 % neue Spieler und Spielerinnen, die zuvor nicht die erste Switch genutzt haben.

### HelloFresh

Wo es nicht läuft, da läuft es nicht... Bei HelloFresh gab es ein [Short Report](#). Vorwürfe sind aus meiner Sicht haltlos, aber der Short Seller hat sich das richtige Opfer ausgesucht. Aktie hat deutlich verloren. Das Vertrauen in das Unternehmen und das Management ist nicht mehr vorhanden. Da hilft dann auch ein Dementi nicht mehr. Nach meiner eigenen Einschätzung habe ich sowohl den Short Seller Report, als auch die Zurückweisung des Management ChatGPT mit folgenden Prompt gegeben:

„Kannst du folgende Short Seller Report und die Reaktion von Management von HelloFresh einordnen. Wer hat die besseren Argumente? Wenn du dich für eine Seite entscheiden musst, welche wäre dies und warum?“

Die Zusammenfassung der Antwort:

„Wenn ich mich **für eine Seite entscheiden müsste**, würde ich mich **eher auf die Seite des Managements** schlagen – *mit wichtigen Einschränkungen*.

Warum: Der Grizzly-Report arbeitet teilweise mit echten Datenpunkten, aber extrem selektiv, überzeichnet Korrelationen zu Kausalitäten und setzt Indizien als Beweise. Das Management widerlegt einige zentrale Vorwürfe plausibel und liefert konkrete Gegenargumente, die sich (zumindest qualitativ) mit öffentlich bekannten Mechanismen decken. Gleichzeitig ist die Managementreaktion natürlich interessengeleitet und nicht frei von Spin.“

Hier ist die [ausführliche Antwort](#).

Das deckt sich auch mit meiner persönlichen Einschätzung nach dem Lesen des Short Seller Reports, ohne dass ich zu dem Zeitpunkt die Antwort des Managements kannte.

Ich ändere nichts an meiner Position, aber: Wo es nicht läuft, da läuft es nicht!

### Bechtle

Die Überlegungen bei Bechtle scheinen aufzugehen. Die Wachstumsdynamik in Q3 erhöht sich (insb. zum Ende hin noch besser) und der Gewinn liegt leicht über dem Vorjahr. Auftragseingang und das ist entscheidend +17,4 %. Oktober ist nach vorläufigen Zahlen auch gut gelaufen und Bechtle ist für Q4 optimistisch.

### Hermle

Hermle mit Prognoseanhebung. Umsatz bleibt gleich, bzw. steigt sogar leicht. Bisher ist man von 9-15 % Rückgang ausgegangen. EBIT geht aufgrund nicht umgesetzten Reformversprechungen, Lohn- und Energiepreissteigerungen, des Drucks auf den Industriestandort Deutschland sowie Währungsverschiebungen allerdings weiter um 25-30 % zurück. Zuvor wurden allerdings ein Minus von 40-80 % erwartet. Auch der Ausblick für 2026 hat sich nicht



verändert. Trotzdem eine schöne Überraschung.

### **Grenke**

Grenke mit Zahlen so weit in Erwartung. Wachstum deutlich langsamer als im ersten Halbjahr, aber mit 5,8 % immer noch okay.

### **CEWE**

Langweilig, wie es sein soll. Aber nicht aussagekräftig, weil nur Q4 zählt. Allerdings muss man sagen, dass CEWE von der Profitabilität das ganze Jahr eher am unteren Ende der Guidance herausgekommen ist. Ich gehe auch in Q4 davon aus, sodass der Gewinn eher identisch bis leicht rückläufig zum Vorjahr ausfallen könnte.

### **Energiekontor**

Energiekontor mit Q3-Zahlen ohne Auffälligkeiten. Das Unternehmen betont noch mal, dass die Gewinnwarnung eine reine Verschiebung der Gewinne in 2026 darstellt. Diese Verschiebung ist aufgrund von langsamen behördlichen Entscheidungen vor allem in der UK entstanden. Insgesamt liest sich der Report optimistisch – die Vergangenheit von Energiekontor zeigt keine überoptimistischen Prognosen, sodass meine Einschätzung gegenüber 2026 auch positiver ist.

### **Moltiply**

Moltiply ohne Überraschung. Weiterhin arbeitet man an der Integration von Verivox. Verschuldung ist mir weiterhin leicht zu hoch. Ansonsten läuft das Geschäft aber unspektakulär. Hypothekengeschäft in Italien ist nicht mehr ganz so dynamisch. Ich erwarte für die nächsten 12 Monate ein Jahr der Konsolidierung der

Finanzen, sodass die Nettoverschuldung wieder unter 400 Mio. fällt (- Δ 55 Mio. EUR). Das wird für mich eine der Kenngrößen sein, auf die ich achte.

### **WBD**

Zahlen spielen aktuell für die Bewertung keine Rolle mehr. Die potenzielle Übernahme ist das alles beherrschende Thema. Allerdings waren alle Nachfragen dazu beim Q3 ausgeschlossen. Hinsichtlich der Zahlen: das Kabelgeschäft war im dritten Quartal mit -22 % stark rückläufig. Positiv, die Kosten sind noch stärker rückläufig, sodass der Gewinn nur um -20 % einbricht. Gleichzeitig konnte man diesen Rückgang mit Studios (Filme) ausgleichen. Allerdings macht das den Umsatz deutlich volatiler. Streaming wächst hinsichtlich der Nutzerzahl weiterhin schön, allerdings auf Kosten der ARPU, welcher rückläufig ist. D.h. das Unternehmen gewinnt Nutzende durch niedrigere Preise. In Summe nichts Überraschendes. FCF ist mit 700 Mio. USD positiv und steigend. Allerdings hat das Unternehmen damit nur 370 Mio. USD in die Schuldentilgung stecken können, der Rest wurde für die Vorbereitung der Aufspaltung ausgegeben.

### **Hypoport**

Hypoport beschließt ein kleines Aktienrückkaufprogramm in Höhen von 10 Mio. EUR.

### **DEFAMA**

Ohne Überraschung. Läuft wie es soll. Allerdings könnte das FFO etwas stärker wachsen. Hier läuft auch bei DEFAMA die Zinsentwicklung leicht entgegen bzw. ein Großteil des neuen Portfolios ist noch nicht im FFO enthalten.



### **Alibaba**

Zahlen fand ich eher schwach, aber nicht aufregend. Insbesondere der Gewinn und Cash-flow war nicht so großartig, dafür stimmt das Umsatzwachstum insb. in der Cloudsparte. Und dazu stimmt auch die Geschichte. Das Management spricht bewusst von einer

„Investmentphase“ in AI und Cloud und die Konsumplattform; kurzfristige Profitabilität soll auch zukünftig schwanken, während man signifikant Capex (rund 120 Mrd. RMB über vier Quartale) in Infrastruktur steckt. Man macht also das gleiche, was die westlichen Counterparts (Alphabet, Amazon und Microsoft) machen.












## Eigenkapitalforum 2025






Nachfolgend gebe ich Ihnen eine Kurzeinschätzung meiner Treffen vom Eigenkapitalforum 2025. Bei der Einschätzung spielt insbesondere das getroffene Management und das, was dieses erzählt hat, eine Rolle – nicht die Bewertung.

- ++ *super Unternehmen mit grandioser Geschichte/Ausblick/Auftritt*
- + *super Unternehmen mit guter Geschichte oder gutes Unternehmen mit super Geschichte*
- 0 *gutes Unternehmen mit guter Geschichte*
- *gutes Unternehmen mit schlechter Geschichte oder schlechtes Unternehmen mit guter Geschichte*
- *schlechtes Unternehmen mit schlechter Geschichte*

Anschließend habe ich mit Hilfe von ChatGPT, für diejenigen, die in die Tiefe gehen wollen, einen umfassenderen Bericht verfasst.

Name	Einschätzung	Kommentar
 2G Energy AG	++	2G profitiert stark von mehreren Trends im Energiemarkt. Mit Fokus auf Systemlösungen und kurzen Lieferzeiten positioniert sich das Unternehmen erfolgreich gegen Großanbieter. Neue Fertigungsstrategien und Internationalisierung im Service sollen weiteres Wachstum ermöglichen. ERP-Umstellung belastete kurzfristig, mittelfristig bleibt das Umfeld aber sehr attraktiv.
 ABO ENERGY	--	Massive Gewinnwarnung nach Problemen im Ausschreibungsgeschäft und ineffizienter Kostenstruktur. Restrukturierung läuft, Liquidität durch Projektverkäufe soll gesichert werden. Einstieg ins IPP-Geschäft bleibt strategisch sinnvoll, ist aber stark kapitalabhängig. Hohe Unsicherheit, Aktie aktuell aus Risikogründen nicht investierbar.
 AMADEUS FiRe PERSONALDIENSTLEISTUNGEN	-	Weiterbildungsgeschäft leidet unter Ausschreibungsumstellung der BA, reagiert mit Standardisierung und Digitalisierung (Masterplan, eduBITES). Klassisches Vermittlungsgeschäft bleibt konjunktursensibel. Strategisch sinnvolle Weichenstellung, kurzfristig aber stark abhängig von der schwachen deutschen Wirtschaftslage.
 Einhell	++	Vertriebsfokussiertes Erfolgsmodell mit klarer Positionierung im mittleren Preissegment. Starke Steuerung der Vertriebsteams, gezielte Markterschließung mit Kategoriestory. Zubehör soll stärker an die Marke Einhell gebunden werden. Risiken durch Managementwechsel, aber sehr starke operative Umsetzung.
 GRENKE	0	Fokus auf Digitalisierung und Effizienz, Cloud-Migration und Automatisierung sollen Prozesse massiv beschleunigen. Wachstum in Nischen wie E-Bike-Leasing, Partnerschaft mit Intesa als strategischer Hebel. Governance nach Shortseller-Angriff gestärkt, langfristig viel Potenzial bei verbesserter Profitabilität.
 HYPOPORT	0	Gewinnwarnung durch Probleme bei Starpool, Kerngeschäft aber stabil. Immobilienmarkt bleibt strukturell spannend trotz Gegenwind. Plattformstrategie wird ausgebaut, neue Wachstumsfelder entstehen langsam. Langfrist-story bleibt intakt, Timing unsicher.
 init	0	Wandel vom Projekt- zum Plattformanbieter im ÖPNV, unterstützt durch deelux-Übernahme. Großprojekte in Nordamerika treiben Wachstum, Europa bleibt potenzialreich, aber zäh. Ziel ist stabileres, planbares Wachstum durch wiederkehrende Erlöse. Klare Positionierung im Marktumfeld.



	++	Bleibt stark positioniert als Anbieter thermischer Küchensysteme. Digitalisierung über Connected Cooking zentral, Fokus auf Effizienz und Zuverlässigkeit. International Druck durch günstigere Anbieter, Rational setzt auf Premiumpfad. Zölle belasten leicht, Preisanpassung geplant.
	-	Starker Fokus auf RTL+ als nationale Streamingplattform. Kombination aus Free-TV-Reichweite und Streaming soll Marktposition sichern. Fremantle stabilisiert Erträge, Kooperationen stärken Position. Trotz strategischer Klarheit bleibt das strukturelle Umfeld herausfordernd.
	+	Gasturbinen und Netztechnik stark gefragt, Kapazitätsengpässe bei Turbinen bremsen. Gamesa bleibt Sanierungsfall, aber mit klarem Pfad. Derzeit insgesamt gute Marktbedingungen, ein etwas konservatives Vorgehen (Demut vor dem Markt) würde ich befürworten.
	++	Neue Toniebox 2 erweitert Zielgruppe nach oben und unten, frühe Daten sehr vielversprechend. Lizenzpartnerschaften und eigene IP stärken Ökosystem. Fokus auf profitables Wachstum, nicht maximale Expansion. Spannendste Wachstumsstory auf dem EKF.
	0	Navigiert vorsichtig durch Zyklus, setzt auf Margenverbesserung durch Effizienz statt neue Werke. Konkurrenzdruck aus Japan steigt, vor allem durch Währungsvorteile. Innovationsführer bei Elektrifizierung, strukturelle Hebel vorhanden.



## 2G Energy

Im Gespräch mit 2G Energy wurde sehr klar, wie stark das Thema dezentrale Gasmotorenkraftwerke aktuell Rückenwind hat. Das Management sieht mehrere Faktoren, die das Geschäft treiben: insbesondere Biogas in Deutschland, neue Wärmenetze, Rechenzentren sowie gasbefeuerte Backup-Lösungen als Ergänzung zu Großkraftwerken. Zu letzterem ist 2G nach eigener Aussage mit praktisch allen großen Versorgern in Deutschland im Gespräch – nicht für einzelne Kleinanlagen, sondern für ganze Cluster dezentraler Standorte mit nennenswerter Leistung.

Spannend fand ich die Differenzierung: 2G versteht sich explizit nicht als klassischer Generatorenlieferant, sondern als Systemanbieter. Der Generator ist nur ein Bauteil. Wertschöpfung und Wettbewerbsvorteil liegen im kompletten Kraftwerk – also in Auslegung, Generator, Schalt- und Leittechnik, der Containerlösung und der Fähigkeit, Projekte verlässlich „schlüsselfertig“ zu liefern. Genau hier sieht 2G auch seine Chance gegen große Turbinenanbieter wie Siemens Energy: Während diese teilweise Lieferzeiten bis Anfang der 2030er Jahre haben, versucht 2G mit kürzeren Lieferzeiten und hoher Lieferfähigkeit zu punkten.

Um das zu stemmen, wird die Kapazität ausgebaut. Eine neue Halle und ein stärker modularer Aufbau der Anlagen sollen es ermöglichen, 1-MW-Aggregate und größere Einheiten quasi im Baukastenprinzip zu fertigen und bei Bedarf zu stapeln. Das Management sieht darin signifikantes zusätzliches Auftragspotenzial, etwa in der Größenordnung größerer zweistelliger Millionenbeträge pro Jahr, ohne sich auf eine

konkrete Zahl festzulegen. Neben der bereits bestehenden neuen Halle würde das Unternehmen im Fall von Aufträgen für Datenzentren eine weitere Halle bauen, wo man Fließbandarbeit für die 1-MW-Aggregate betreiben würde. Sollten Aufträge für Datenzentren kommen, könnte man aber auch ohne die Halle sofort anfangen. Die Erwartung ist 1-3 200 MW-Aufträge zu gewinnen, die dann in 50 MW-Schritten pro Jahr ausgeliefert werden. Ich fand Herrn Pehle da sehr optimistisch unterwegs.

Zu zwei „Sonderthemen“ die Q3 belastet haben, gab es ebenfalls Einblicke: Beim viel diskutierten möglichen Ukraine-Großauftrag sagt 2G, dass aktuell Working Capital von 10-15 Mio. EUR vorfinanziert ist. Das Unternehmen hat bereits Motoren gekauft. Aber 2G hat noch nicht mit der Produktion begonnen. Es gibt keine halbfertigen Erzeugnisse für die Ukraine. Produziert werde erst gegen Anzahlungen bzw. Vorkasse, um Bilanzrisiken zu vermeiden. Hier war dann auch die erfreuliche Nachricht, dass der Auftrag mit hoher Wahrscheinlichkeit doch noch dieses Jahr kommt. Die ERP-Umstellung hat das dritte Quartal spürbar belastet; Teile der entgangenen Produktion und entgangenen Serviceaufträge sind laut Management nicht mehr aufzuholen. Man habe unterschätzt, wie komplex das Projekt bei der Unternehmensgröße sei. Inzwischen laufe das System aber deutlich stabiler. Allerdings hat man hier viel extra Arbeitsstunden manuell reinstecken müssen und diese werde es auch noch in den kommenden Quartalen geben. Die Idee war eigentlich durch das neue ERP-System effizienter



im Vertrieb und Service zu werden. Dies ist bisher noch nicht sichtbar.

Mittelfristig sieht 2G Wärmepumpen als Ergänzung. Aber man sollte nicht zu viel erwarten. Die Musik spielt bei den KWK-Anlagen. Aber viele Betreiber von Wärmenetzen denken in hybriden Lösungen, bei denen Wärmepumpe und hocheffiziente KWK-Anlagen zusammenarbeiten – 2G positioniert sich hier klar als Partner für flexible Spitzenlast- und Backup-Kapazität und wieder als Systemanbieter. Ergänzt wird das Ganze durch den Ausbau des internationalen Servicegeschäfts, das als wichtiger wiederkehrender Ergebnisträger gesehen wird, auch wenn Integration und Personalbindung im Service herausfordernd bleiben. Hier wurde außerdem ergänzt, dass 2G gezielt

weltweit nach Übernahmen sucht. Übernahmen sollen in der Regel kleiner 5 Mio. EUR sein und nicht mehr als 10 Mio. EUR. Vor allem sucht die Firma Servicegesellschaften, die bereits ein Netzwerk, Kundenbeziehungen und Techniker vor Ort haben. Diese Servicepartner machen hin und wieder auch Neuanlagen („Neugeschäft“), aber im Kern geht es um Servicezugang und Personal. Typisch sei eine Übergangszeit von rund drei Jahren, in der die bisherige Mannschaft an Bord bleiben muss. Kurz: 2G sieht M&A primär als Hebel für Service, Internationalisierung und Personalzugang. Der Fokus liegt auf kleineren, gut passenden Service- und Vertriebsstrukturen, mit klarer Übergangsphase, um Qualität und Know-how zu sichern.



## ABO Energy

Eigentlich war ich zum Gespräch mit ABO Energy auf dem Eigenkapitalforum angetreten, um besser zu verstehen, wie der Aufbau des IPP-Portfolios (Eigenbetrieb von Parks und Batteriespeichern) vorankommt. Stattdessen stand der Termin komplett unter dem Eindruck der massiven Gewinnwarnung und der Abschreibungen auf das deutsche Projektportfolio. Ich bin selbst nicht investiert, kenne aber einige Investierende, die von der Meldung kalt erwischt wurden – entsprechend groß war der Erklärungsbedarf.

Im Zentrum des Problems steht das deutsche Ausschreibungsgeschäft. In der August-Auktion der Bundesnetzagentur ist ABO Energy erstmals seit Jahren komplett leer ausgegangen – und das bei einer Rekordzahl an eingereichten Projekten. Das Management hat für alle Projekte denselben Gebotspreis angesetzt und lag damit im Nachhinein „um Zehntel-Cent“ über den Wettbewerbern. Diese nicht bezuschlagten Projekte rutschen jetzt in Folgeausschreibungen, in denen zusätzlich weitere, neu genehmigte Projekte auf den Markt drängen. Parallel dazu wirkt die beschleunigte Genehmigungspolitik wie ein Doppelschwert: Einerseits gibt es plötzlich deutlich mehr genehmigte Projekte, andererseits sind Genehmigungen damit nicht mehr knapp – sie verlieren an Wert, der Preiswettbewerb verschärft sich. Aus dieser Kombination heraus hat ABO Energy das deutsche Portfolio umfassend neu bewertet und hohe Abschreibungen vorgenommen. Im Rückblick war das Planungsmodell zu optimistisch und das interne Monitoring zu spät und zu wenig konservativ.

Hinzu kommt ein strukturelles Kostenproblem. Das Unternehmen ist in den letzten Jahren stark gewachsen, aber nicht überall effizient. Es gibt Doppelstrukturen in Themenfeldern wie Wasserstoff, Batterien und Projektentwicklung, mehrere Ebenen von Verantwortlichen und zu viele Silos. Der Vorstand sprach von einem Kostenblock in der Größenordnung von 40–50 Mio. Euro, der so in der aktuellen Ertragssituation nicht tragfähig ist. Man will nun restrukturieren, Funktionen bündeln und Personal abbauen, um wieder zu einer Kostenbasis zu kommen, die zum härteren Wettbewerbsumfeld passt.

Positiv ist, dass die Abschreibungen überwiegend nicht liquiditätswirksam sind. Die Liquidität soll über Projektverkäufe stabilisiert werden; konkrete Portfoliotransaktionen sind bereits angekündigt, weitere werden verhandelt. Nach der Gewinnwarnung melden sich aber natürlich auch die „Geier“, die Teile der Pipeline zu sehr niedrigen Preisen kaufen wollen. Gleichzeitig laufen Gespräche mit den finanzierenden Banken, deren Blick weniger auf Prognosen und stärker auf realisierten Ergebnissen und Covenants liegt. Eine wichtige Rolle spielt dabei EY: Der Wirtschaftsprüfer soll sowohl das Planungsmodell als auch die Werthaltigkeit des Portfolios plausibilisieren. Ohne dieses externe „Okay“ wird es weder leicht, die Banken zu beruhigen, noch, einen größeren Investor an Bord zu holen.

Strategisch bleibt der Einstieg ins IPP-Geschäft prinzipiell attraktiv, steht aber massiv unter Kapitaldruck. Eigenbetrieb von Parks und Speichern ist kapitalintensiv und bei dem aktuellen



Aktienkurs wäre eine große Kapitalerhöhung schwer zu vermitteln. Strukturell ist ABO zwar flexibel (genehmigtes Kapital, die Bereitschaft der Gründer, Anteile abzugeben, und die Möglichkeit, die KGaA-Struktur zu verändern), aber all das hilft nur, wenn sich ein glaubwürdiger Partner findet und der Markt dem Geschäftsmodell wieder vertraut. Aus dem Gespräch hatte ich den Eindruck, dass die Option eines strategischen Investors real auf dem Tisch liegt und man entsprechende Szenarien durchspielt. Wie weit diese Gespräche tatsächlich sind, bleibt von außen aber schwer zu beurteilen.

Für mich bleibt nach dem Termin vor allem eines: sehr viel Unsicherheit. Die operative Basis (wachsender Strombedarf, politischer Rückenwind für erneuerbare Energien) ist intakt. Gleichzeitig hat ABO Energy gezeigt, wie schmerzhaft es werden kann, wenn man sich in einem Förder- und Ausschreibungssystem verkalkuliert, die Kostenbasis nicht rechtzeitig anpasst und intern zu optimistisch plant. Die

Kombination aus Abschreibungen, Restrukturierungsbedarf, Bankengesprächen und potenziellen Investoren ist ein Cocktail, den ich als Außenstehender derzeit kaum sauber durchrechnen kann.

Entsprechend klar ist mein Zwischenfazit: Die Aktie von ABO Energy ist für mich aktuell nicht investierbar. Das Risiko eines faktischen Totalverlusts (z.B. über eine stark verwässernde Kapitalmaßnahme oder eine Lösung, bei der Aktionäre auf der Strecke bleiben) würde ich grob bei 50:50 sehen. Spannender finde ich die nachrangige Anleihe, die aufgrund der eingepreisten Risiken eine sehr hohe Rendite bietet und bei einem erfolgreichen Turnaround attraktive Erträge versprechen könnte. Die Chancen, mit der Nachranganleihe Geld zu verdienen, schätze ich grundsätzlich als hoch ein, aber die Gesamtsituation ist mir im Moment dennoch zu unsicher, um hier Kapital zu binden. Für mich bleibt ABO Energy damit vorerst ein spannender Sanierungsfall für die Watchlist, nicht für das Portfolio.



## Amadeus Fire

Das Gespräch mit Amadeus Fire drehte sich im Kern um die Frage, was es braucht, damit das Unternehmen operativ und an der Börse wieder „in die Spur“ kommt. Besonders ausführlich wurde das Weiterbildungsgeschäft diskutiert, das 2024 unter einem deutlichen Nachfrageeinbruch gelitten hat. Ein wesentlicher Treiber war die Umstellung der Bundesagentur für Arbeit von dezentralen auf zentrale Ausschreibungen. In der Folge sind nicht nur Volumina weggefallen, sondern Amadeus Fire war bei bestimmten Angeboten auch weniger sichtbar. Das hat sich in einem rund zweistelligen Umsatzrückgang im Trainingssegment niedergeschlagen.

Das Management betonte, dass man darauf reagiert hat: Standorte und Angebote wurden bereinigt, ineffiziente Formate zurückgefahren und stärker auf skalierbare Standardkurse und E-Learning gesetzt. Sobald ein Kurs einmal entwickelt ist und sich an einen breiten Kundestamm ausrollen lässt, steigt die Profitabilität deutlich. Ziel ist, dass sich der diesjährige Umsatzrückgang nicht mehr überproportional in der Profitabilität niederschlägt, sondern im Gegenteil die Marge durch die Maßnahmen wieder anzieht. In diesen Kontext passen auch die beiden Zukäufe: Masterplan fungiert als skalierbare Video- und Lernplattform, über die Standard- und kundenspezifische Inhalte (z.B. für Konzerne wie Volkswagen) zentral an tausende Mitarbeitende ausgespielt werden können. eduBITES liefert die technologische Basis, um das Wissen erfahrener Trainer\*innen und Fachexpert\*innen per Sprachaufnahme in strukturierte, digitale Lernformate zu

übersetzen. Zusammen stärken beide Übernahmen die digitale Wertschöpfungskette: eduBITES hebt das Expertenwissen, Masterplan ist die Bühne, auf der es skaliert wird.

Im klassischen Kerngeschäft (Zeitarbeit und Personalvermittlung im Finance- und Office-Bereich) bleibt die Lage dagegen herausfordernd. Die Zurückhaltung der Unternehmen ist einerseits konjunkturell geprägt: Die schwache deutsche Wirtschaft dämpft Neueinstellungen und den Einsatz von Zeitarbeit. Andererseits ist der Fachkräftemangel strukturell unverändert präsent. Seit Jahren geht durch Demografie jedes Jahr ein relevanter Teil der Erwerbstätigen in Rente, ohne dass genügend Junge nachkommen; die Arbeitslosigkeit steigt gleichzeitig nicht im selben Maße. Für spezialisierte Profile wie Controller oder Steuerexperten ist die Nachfrage daher grundsätzlich intakt, wird aber momentan von Unsicherheit und Kostendruck überlagert.

Mein Fazit: Kurzfristig bleibt Amadeus Fire ein sehr direkter Spiegel der schwachen deutschen Konjunktur und des gedrückten Stimmungsbilds. Strategisch halte ich die Akquisitionen für intelligent, weil sie das Trainingsgeschäft in Richtung skalierbarer, digitaler Formate mit höherem Margenpotenzial weiterentwickeln und die Abhängigkeit von der Bundesagentur verringern. Gleichzeitig finde ich es aber ehrlich gesagt schockierend, wie schlecht es aktuell in Deutschland läuft und wie verhalten der Ausblick bleibt. In Summe reicht mir die Story daher momentan nicht für einen (Wieder-)Einstieg.



## Einhell

Im Gespräch mit Einhell wurde mir noch einmal sehr deutlich, warum meine erste Analyse vor zwölf Jahren danebenlag. Damals hatte ich Einhell als „Sandwich“ zwischen Bosch/Makita oben und Baumarkt-Eigenmarken unten gesehen. Heute ist klar: Die eigentliche Stärke des Unternehmens liegt nicht nur im Produkt und der Akkutechnologie, sondern in einer extrem fokussierten Vertriebs- und Markenstrategie. Einhell ist ähnlich wie Rational eine der beeindruckendsten Börsengeschichten, die wir in Deutschland haben.

Das Gespräch war insbesondere hinsichtlich des Einblicks in den Vertrieb von Einhell spannend: Einhell beschreibt eine sehr konsequente Vertriebskultur. Die Welt ist in Regionen mit klar verantwortlichen Vertriebsmanagern aufgeteilt, die anhand harter Kennzahlen gesteuert werden: Umsatz- und Margenentwicklung, Listungen, Flächenproduktivität und die Erschließung neuer Händler. Weicht eine Region deutlich von den Erwartungen ab, wird das nicht „ausgesessen“. Zuerst versucht man gezielt gegenzusteuern, aber wenn sich die Kennzahlen nicht bessern, wird der Vertriebsleiter ausgetauscht. Der Tenor war klar: Vertriebsführung ist ein Leistungsjob. Das Management scheut sich nicht, externe Manager mit starkem Track Record hereinzuholen.

Spannend war, wie Einhell den Kampf um Regalfläche in Baumärkten beschreibt. Neue Händler zu gewinnen, ist extrem aufwendig, weil Baumärkte ihre Sortimente meist in Drei- bis Fünfjahresverträgen vergeben. Einhell kommt daher nicht einfach mit einem Produktkatalog, sondern mit einer fertigen

Kategoriestory: Zuerst wird das bestehende Regal analysiert: Welche Marken sind im Preiseinstieg, welche im mittleren und oberen Segment? Wo steht die Eigenmarke? Wie sind Preise, Qualitäten und Spezifikationen positioniert? Dann wird durchdekliniert, in welchem Segment Einhell spielen will (heute meist oberes Mittelfeld bis semiprofessionell) und welche Wettbewerber oder Eigenmarken dafür weichen müssten. Teil der Argumentation ist immer: höhere Drehzahl pro laufendem Meter für den Händler und ein besseres Preis-Leistungs-Verhältnis für den Endkunden.

Ein praxisnahes Beispiel aus dem Gespräch: In einem neuen Markt oder bei einem neuen Baumarktbetreiber startet Einhell häufig mit einem Pilotstandort. Der Händler stellt eine Fläche zur Verfügung, Einhell bestückt sie mit einem kuratierten Sortiment, etwa im Gartenbereich, und liefert eine komplette Palette mit allen relevanten Geräten und Zubehör. Über vier Wochen wird eng begleitet, wie gut die Produkte abverkauft werden, welche Preispunkte funktionieren und wie die Marge für den Händler aussieht. Erst wenn diese Testphase überzeugende Zahlen liefert, wird auf weitere Märkte ausgerollt. Für den Händler reduziert das das Risiko, für Einhell bedeutet es aber viel Vorarbeit und eine hohe Spezialisierung im Category Management.

Einhell betonte im Gespräch außerdem, wie wichtig Zubehör und Consumables für die wirtschaftliche Seite des Geschäfts sind. Schleifmittel, Sägeblätter, Bohrer oder Bits drehen sich deutlich schneller am Regal als die Maschinen selbst und liefern über die Zeit





einen stabilen, margenstarken Strom an Folgeumsätzen. Entsprechend will Einhell dieses Geschäft künftig noch stärker an die Kernmarke anbinden. Die bisherige Zubehörmarke kwb soll mittelfristig nicht als eigenständige Marke fortgeführt, sondern Schritt für Schritt in die Marke Einhell überführt werden. Dahinter stehen zwei Ziele: Zum einen soll der Endkunde klarer erkennen, dass Zubehör und Maschine aus einem Guss kommen; zum anderen will Einhell die Regalpräsenz unter einer starken, gut wiedererkennbaren Marke bündeln. Für das Unternehmen sind Consumables damit ein strategischer Hebel: Sie stärken die Profitabilität, erhöhen die Sichtbarkeit der Marke Einhell im Baumarkt und verankern die Werkzeugwelt über laufende Nachkäufe dauerhaft beim Kunden.

Für mich bleibt aus dem Termin vor allem hängen, wie sehr Einhell seinen Erfolg über Vertrieb und Umsetzung definiert: harte Steuerung der Vertriebsorganisation, die Bereitschaft, nicht performende Führungskräfte zu ersetzen, und ein sehr datengetriebener, detaillierter Ansatz zur Gewinnung neuer Baumärkte. In einem weitgehend gesättigten DIY-Markt ist genau diese Art von Execution vermutlich der entscheidende Unterschied zwischen „Marken-Sandwich“ und echter Erfolgsgeschichte. Das größte Risiko sehe ich im Managementwechsel und darin, dass die Performance-Kultur in der nächsten Managementgeneration nicht im gleichen Maß aufrechterhalten werden kann.



# GRENKE

## Grenke

Im Gespräch mit Grenke stand vor allem die Frage im Mittelpunkt, wie gut das Effizienz- und Digitalisierungsprogramm vorankommt. Ausgangspunkt war dabei auch Feedback eines Leasing-Kunden, der Grenke im Vergleich zu anderen Anbietern lange als wenig digital wahrgenommen hat – Stichwort Papierrechnungen und langsame Prozesse.

Das Management machte klar, dass der größte Teil der Digitalisierung bislang „im Maschinenraum“ stattfindet. Grenke migriert schrittweise aus eigenen Rechenzentren in die Cloud. Das verbessert etwa für entfernte Märkte wie Australien die Geschwindigkeit der Systeme deutlich. Ziel ist es, Kreditentscheidungen perspektivisch von heute rund 20 Minuten auf etwa 20 Sekunden zu verkürzen. Regulatorisch getriebene Prozesse (z.B. die Bildung von Kreditnehmereinheiten nach BaFin-Vorgaben) werden nach und nach automatisiert. Parallel stellt Grenke von einer vertragszentrierten IT auf eine kundenorientierte Sicht um, um alle Verträge eines Kunden zu bündeln und Cross-Selling sowie Risikosteuerung zu verbessern. Das Digitalisierungsprogramm läuft über drei bis vier Jahre, bleibt ein kontinuierliches Investment und zeigt sich bereits in der P&L: höhere Cloud-Gebühren, aber rückläufige Abschreibungen auf Hardware.

Beim Thema Profitabilität räumt Grenke ein, dass das dynamische Neugeschäft noch nicht vollständig in der Ergebnisrechnung ankommt. Risikokosten liegen leicht über dem historischen Durchschnitt, jeder Basispunkt weniger würde zweistellige Millionenbeträge im Ergebnis freisetzen. Nach dem Short-Seller-Angriff

wurden viele zusätzliche Compliance- und Risikofunktionen zunächst vor allem über Personal aufgebaut, was die Kostenquote belastet. Inzwischen arbeitet das Unternehmen daran, über mehr Automatisierung wieder Operating Leverage zu heben; die aktuelle Cost-Income-Ratio liegt bei rund 55 %. Künftig soll sich die externe Kommunikation stärker auf Bottom-Line-Kennzahlen statt nur Neugeschäft fokussieren.

Wachstumstreiber im Neugeschäft sind weiterhin E-Bike-Leasing, Teile der erneuerbaren Energien sowie neue Nischen wie Robotics (Serviceroboter, Reinigungsroboter, Medizintechnik, Drohnen). Letzteres hat aber noch keinen ernsthaften Umsatzanteil. Im E-Bike-Bereich stützt die Vertragsstruktur mit Rückkaufoptionen durch Hersteller/Händler die Stabilität. Intern testet Grenke KI-Anwendungen in einer „Sandbox“, etwa für Suchfunktionen oder Scoring-Modelle, hält aber an einer klaren „Human in the loop“-Logik bei wesentlichen Kreditentscheidungen fest.

Strategisch wichtig ist die Partnerschaft mit Intesa Sanpaolo in Italien: Alle Kunden, die in einer der rund 2.000 Filialen Leasing- oder Mietlösungen nachfragen, werden an Grenke vermittelt; zugleich hat Intesa ihre eigene Leasing-Einheit in das gemeinsame Vehikel eingebracht. Die Integration ist seit Herbst abgeschlossen, nun sollen die Volumina skalieren. Italien dient als mögliche Blaupause für weitere Kooperationen, Priorität hat aber zunächst die erfolgreiche Umsetzung dort. In den USA ist Grenke noch klein, sieht aber langfristig einen wichtigen Wachstums- und



Finanzierungs-Hub, ähnlich wie bereits in Australien, wo erstmals eine eigene Anleihe platziert wurde.

Beim Thema Governance und Short-Seller zeigt sich das Management entspannt: Die Vorwürfe aus der damaligen Attacke seien abgearbeitet, das Franchise-Modell geprüft und regulatorisch „abgehakt“, das Cash tatsächlich vorhanden gewesen. Grenke hat Risikocontrolling, Compliance und interne Revision deutlich

ausgebaut; eine weitere reguläre BaFin-Prüfung steht 2026 an. Die aktuell sichtbaren Short-Positionen bewegen sich im für börsennotierte Finanzdienstleister üblichen Rahmen. Entscheidend für die Investment-Story bleibt damit, ob Grenke es schafft, die Kombination aus fortschreitender Digitalisierung, normalisierenden Risikokosten und fokussierterem Kostenmanagement in den nächsten Jahren wieder klar in steigende Gewinne und Cashflows zu übersetzen.



# HYPOPORT

## Hypoport

Im Mittelpunkt des Gesprächs mit Hypoport stand für mich die Gewinnwarnung. Das Management war sichtbar bemüht, die Ursachen einzuordnen: Einerseits geht es um buchhalterische Effekte der Umsatzerfassung bei Starpool. Diese kann man weitgehend ignorieren: Es handelt sich um eine Anforderung des neuen Prüfers, die keinen Effekt auf Ergebnis oder Cashflow hat, sondern nur auf die Umsatzdarstellung. Andererseits verläuft das Geschäft bei Starpool durch die deutlichere Trennung von der Deutschen Bank deutlich langsamer als erwartet. Das ist der eigentliche operative Grund für die Gewinnwarnung. Viele Berater von Starpool sind historisch als „gebundene Vermittler“ sozialisiert, die nur die Hausbank-Produkte der Deutschen Bank verkaufen, und tun sich schwer damit, die Plattform wirklich als offenen Marktplatz zu nutzen, der sie seit diesem Jahr ist. In der Folge musste Hypoport die Umsatz-Guidance für das laufende Jahr zurücknehmen. Die Probleme bei Starpool sind jedoch lokal und betreffen nicht das gesamte Europace-/Kerngeschäft von Hypoport.

Spannend war der Einblick in den deutschen Immobilienmarkt aus Sicht von Hypoport. Die Jahre 2010 bis 2021 beschreibt das Management als Phase relativ stabiler Verhältnisse mit moderatem Preisauftrieb. Seit dem Zinsanstieg hat sich die Lage fundamental geändert: Neubauprojekte wurden in den letzten zwei bis drei Jahren reihenweise gestoppt, Baukosten sind hoch, Förderprogramme helfen nur begrenzt und gleichzeitig bleibt die Wohnraumnachfrage strukturell hoch. Mieten ziehen an, die Qualität des Mietwohnungsangebots

verschlechtert sich vielerorts. In diesem Umfeld glaubt Hypoport langfristig weiter an Wohneigentum: Wer eine Familie gründet, oder die Wohnsituation verändern muss, wird sich trotz höherer Zinsen wieder verstärkt in Richtung Kauf bewegen, zumal die deutsche Mittelschicht insgesamt über solide Ersparnisse und eine hohe Beschäftigung verfügt.

Operativ setzt Hypoport darauf, die Plattformpenetration Schritt für Schritt zu erhöhen. Noch immer liegt ein signifikanter Teil des Sparkassen- und Genossenschaftsvolumens außerhalb der eigenen Systeme oder auf proprietären Lösungen der Institute.

Hypoport plädiert für eine breite Guidancespanne für 2025, mit einem mittleren Szenario eines EBIT von rund 48 Mio. EUR. Die Spanne soll helfen, Enttäuschungen zu vermeiden. Offiziell wird die Guidance erst im Februar/März kommuniziert, die Aussage ist also mit Vorsicht zu genießen. Die 48 Mio. EUR wären ein Rekordergebnis und das bei niedrigerem Umsatz als 2022 beim letzten Rekordergebnis. Das heißt: Hypoport hat die Krise genutzt, um Kosten zu senken. Zusätzliche Wachstumsoptionen sieht das Unternehmen in der industriellen Versicherungsplattform und weiteren Finanzierungssegmenten, die noch am Anfang stehen und erst über mehrere Jahre skalieren werden. Hier ist allerdings keine hohe Geschwindigkeit zu erwarten.

Interessant war zudem, dass das Management sich deutlich kritisch zu den Bundesbank-Statistiken geäußert hat: Die offiziellen Durchschnittswerte zu Volumen und Wachstum im Immobilienkreditmarkt würden nur von einem



einzelnen kleinen Marktteilnehmer in dieser Form gespiegelt, sodass Hypoport sie derzeit nur als grobe Orientierung, nicht aber als belastbare Basis für Marktanteilsanalysen betrachtet. Die Bundesbank weist für 2025 ein Wachstum von rund 25 % aus; Hypoport selbst wird wohl eher bei etwa 20 % liegen, und der größte Konkurrent Interhyp hat signalisiert, dass auch er die 25 % nicht erreicht. Damit erscheinen die Bundesbankzahlen zumindest

erklärungsbedürftig und für Investierende nur eingeschränkt hilfreich.

Als Kernbotschaft nehme ich mit: Hypoport bleibt ein Infrastruktur- und Marktstruktur-Play auf den deutschen Immobilien- und Versicherungsmarkt – mit viel Langfristfantasie, aber auch hoher Unsicherheit, was Timing und Pfad der Erholung angeht.



## init innovation

Im Gespräch mit init innovation stand für mich klar der Strategiewechsel weg vom klassischen, projektgetriebenen Systemgeschäft hin zu einem skalierbaren Plattform- und Softwaremodell im Vordergrund. Die Zeiten, in denen jede Stadt ihre eigene Speziallösung wollte, sieht das Management als Bremsklotz der Vergangenheit. Künftig soll deutlich mehr Wertschöpfung über standardisierte Softwaremodule, Ticketing-Plattformen, Fahrgastzählung und laufende Service- und Wartungsverträge kommen. Die Übernahme von deelux ist dabei ein wichtiger Baustein: init holt sich damit eine moderne Frontend- und Analytiklösung ins Haus, die in die bestehende Systemlandschaft integriert und auch kleineren Betreibern als „Zählung-as-a-Service“ angeboten werden kann.

Besonders spannend war die regionale Perspektive: Ohne Großprojekte in Nordamerika wäre das Wachstum im laufenden Jahr deutlich schwächer oder sogar negativ gewesen. Dort „spielt aktuell die Musik“: Budgets sind weniger chronisch angespannt, Elektrifizierung, Flottenmanagement und Ticketing kommen schneller voran, und init konnte mehrere große Ausschreibungen gewinnen. Europa und insbesondere Deutschland werden dagegen eher als strukturell attraktiver, aber kurz- bis mittelfristig zäher Markt beschrieben. Viele Kommunen sind unterfinanziert, größere Digitalisierungsprojekte hängen an Förderprogrammen wie dem Gemeindeverkehrsfinanzierungsgesetz. Wenn hier zusätzliche Mittel fließen, sieht init erhebliches Potenzial, aktuell dominiert aber die politische und finanzielle Unsicherheit. Die Strategie lautet daher:

Nordamerika als Wachstumslokomotive, Europa als „schlafendes Potenzial“, das auf bessere Rahmenbedingungen wartet.

Im Wettbewerbsumfeld positioniert sich init sehr bewusst. Gegenüber Anbietern wie Kapsch betont man die Fokussierung auf ÖPNV-Ticketing, Betriebssteuerung und Fahrgastinformation, während Kapsch stark im Mautgeschäft verankert ist – funktional ähnlich (Transaktion, Buchen/Abbuchen), aber mit deutlich anderem Anwendungsfall. init versteht sich als System- und Softwareanbieter auf der Steuerungs- und Datenebene – eher „Betriebssystem“ als Hardware-Anbieter. Kleinere lokale IT-Häuser werden als stark projektgetrieben mit vielen Individuallösungen beschrieben, während init seine Differenzierung in Standardisierung, Plattformlogik und wachsenden wiederkehrenden Erlösen sieht.

Operativ bleibt das Geschäft kurzfristig trotzdem projektlastig: Großaufträge bestimmen weiterhin die Schlagzahl. Zielbild ist ein „eingeschwungener Zustand“, in dem ein wachsender Sockel aus Plattform- und Serviceumsätzen kombiniert mit einigen großen Projekten pro Jahr ein stabileres, planbareres Wachstum ermöglicht. Parallel arbeitet init an internen Prozessen und Produktreife, um weniger Sonderentwicklungen, kürzere Entwicklungszyklen und mehr Skalierbarkeit zu erreichen. Insgesamt entsteht der Eindruck eines Unternehmens, das seine Rolle im ÖPNV-Ökosystem recht klar definiert hat – mit signifikantem Hebel nach oben, sobald Förderkulisse und Investitionsbereitschaft im öffentlichen Verkehr anziehen.



## Rational

Im Gespräch mit Rational stand für mich die Frage im Mittelpunkt, wie das Unternehmen nach Jahrzehnten starker Marktposition mit technologischem Wandel, China und den Zöllen umgeht.

Rational sieht den Markt für Außer-Haus-Verpflegung weniger als schrumpfend, sondern eher als sich verschiebend: Restaurants werden geschlossen, andere Standorte und Konzepte entstehen neu. Entscheidend ist für Rational, dass weiterhin viel außer Haus gegessen wird und dass Betriebe Lösungen brauchen, die mit weniger Personal auskommen und Prozesse standardisieren. Strukturell ist also alles in Ordnung.

Auf Produktebene betont das Management die klare Positionierung als Systemanbieter für thermische Speisenzubereitung: Kombidämpfer und iVario sind nicht einfach „noch ein Ofen“ oder „Multifunktionsgerät“, sondern Bausteine eines reproduzierbaren Prozesses. Automatische Reinigungsfunktionen, Sensorik und hinterlegte Garprogramme sollen es ermöglichen, mit wenig qualifiziertem Personal konstant hohe Qualität und hohen Durchsatz zu liefern. Auch hier also nichts Neues.

Konsumernahe Multifunktionsöfen mit Sensorik nimmt Rational durchaus ernst, grenzt sich aber über Zuverlässigkeit im Dauerbetrieb, Servicequalität und Total Cost of Ownership ab (Stichwort: Gerätelebensdauer im harten Profieinsatz). Gleichzeitig bleibt man bewusst fokussiert: Man will nicht die komplette Küche inklusive Rühr- und Schneidtechnik integrieren, sondern Schritt für Schritt mehr Prozessschritte rund um die thermische Zubereitung abdecken.

Ein wichtiger strategischer Hebel ist die Digitalisierung. Über „Connected Cooking“ können große Kunden wie Betriebsrestaurants oder Kantinenverbünde zentral Rezepte, Programme und Updates auf weltweite Gerätepools ausrollen sowie den Zustand der Geräte überwachen. Das Basismodul ist dabei eher als Hygienefaktor zu verstehen ohne überzeugende digitale Lösung droht der Verlust des Kunden. Man sollte hier also nicht zu viel Zusatzertrag erwarten. Software dient mehr als Argument, die Produkte zu verkaufen, als mit der Software selbst Geld zu verdienen.

International schaut Rational stark auf die USA und Asien, insbesondere China. Dort trifft das Unternehmen auf ein Umfeld mit Herstellern gewerblicher Küchengeräte, deren Qualität in den letzten Jahren sichtbar aufgeholt hat. Rational setzt dem ein Premiumprofil entgegen: Marke, Service-Netzwerk, Prozess-Know-how und Langlebigkeit der Geräte sollen höhere Anschaffungskosten rechtfertigen. Für mich bleibt nach dem Gespräch der Eindruck: Rational ist sich der Risiken sehr bewusst und versucht, seine „Perfektion“ bewusst mit mehr Geschwindigkeit, Software und datengetriebenen Services zu kombinieren, um den Burggraben in die nächste Technologiewelle zu tragen.

Die Zölle belasten leicht und die Preislisten in den USA wurden bisher nicht angepasst. Das ist auch für den Moment aus Rational-Sicht in Ordnung. Man plant aber für nächstes Jahr eine breite Preisanpassung in den USA, die die Zölle wieder ausgleichen wird.

[Meine Analyse](#), die ich dieses Jahr für Abilitato geschrieben habe, gilt weiter.



## RTL Group

Im Gespräch mit der RTL Group stand für mich klar das Streaming-Geschäft im Mittelpunkt und die Frage, wie sich ein regionaler Player zwischen globalen Tech- und Medienriesen positioniert. RTL beschreibt sein Geschäftsmodell als zwei Säulen: Fremantle auf der Produktionsseite und das Übertragungs- bzw. TV-/Streaming-Geschäft auf der anderen. Fremantle produziert überwiegend im Auftragsgeschäft für Broadcaster und Streamer weltweit, über 90 % des Umsatzes kommen von Dritten. Anders als die großen US-Studios geht Fremantle nicht mit hunderten Millionen ins eigene Risiko, sondern arbeitet projektbasiert mit einer deutlich stabileren, weniger binären Ertragslogik; das inhaltliche Spektrum reicht von Non-Scripted-Shows über Serien/Filme bis zu Dokus. Das Risiko liegt beim Kunden.

Im Kern der Diskussion stand jedoch RTL+. Strategisch sieht RTL Deutschland seine Stärke klar in lokalem, deutschsprachigem Content und einem Ökosystem aus linearem TV und Streaming. Linearfernsehen wird weiterhin rund drei Stunden am Tag genutzt, getrieben von älteren Zuschauern, während Jüngere immer stärker in Streaming abwandern. Bisher konnte man sinkende Nutzungsdauer im TV durch höhere Preise kompensieren, inzwischen reicht das nicht mehr – weshalb RTL sein Programm seit Jahren weg von US-Serien hin zu News, Magazinen und Live-Events (Shows, Sport, „Social TV“ wie Let’s Dance) umbaut. Streaming soll diese Formate ergänzen und jüngere Zielgruppen zurück in das RTL-Universum holen; bei einigen Formaten erreicht man heute kombiniert aus linear und RTL+ mehr Reichweite als früher rein im TV.

RTL+ wird bewusst als nationale Plattform positioniert: deutsche Inhalte, deutsche Rechte, keine globale „Netflix-Kopie“. Weltweite Rechtepakete wären nicht finanzierbar. Im deutschen Markt sieht RTL sich aber durchaus auf Augenhöhe: Reine Streaming-Abos machen RTL+ zur Nummer drei hinter Netflix und Amazon, betrachtet man Umsatz und Contentinvestitionen in Deutschland (linear & Streaming), ist RTL nach eigener Lesart ähnlich groß oder größer als die internationalen Anbieter. Ich habe hier meine Zweifel. Beim Vertrieb setzt man nicht nur auf die eigene App, sondern auf breite Bündelung mit der Deutschen Telekom, Sky und inzwischen auch als Channel bei Amazon Prime Video.

Spannend war der Blick auf die Marktstruktur und dabei insbesondere Warner Bros Discovery. ProSiebenSat.1 hatte mit Discovery/Joyn schon versucht, eine gemeinsame deutsche Streaming-Plattform zu bauen; RTL hat sich bewusst dagegen entschieden. Ein „deutscher Super-Streamer“ mit allen privaten und öffentlich-rechtlichen Inhalten scheitert laut RTL an Kartellrecht und an sehr unterschiedlichen Strategien der Player. Stattdessen setzt RTL auf punktuelle Kooperationen (z.B. temporäre ARD/ZDF-Inhalte) und auf die eigene Marke. WBD dient im Gespräch als Beispiel für die Konsolidierungswelle und den hohen Verschuldungshebel vieler US-Medienhäuser: Fusionen wie WBD, Diskussionen um Paramount/Skydance, DAZN & Co. zeigen, wie viel Kapital in der Branche gebunden ist und wie stark Zinsen und Refinanzierung inzwischen den strategischen Handlungsspielraum bestimmen.





Daneben wurde deutlich, wie RTL die großen Tech-Plattformen einordnet: Netflix als „Category Killer“, der den Markt seit 20–25 Jahren aufrollt; Amazon, das Prime Video zunehmend als Werbeplattform monetarisiert; Alphabet/YouTube als „Frenemy“, der zwar TV-Nutzung und Werbegelder abzieht, aber gleichzeitig als wichtiger Promotionkanal für RTL-Inhalte dient; Apple TV+ eher als hochwertiges, aber nischiges Zusatzangebot. Ein eigenes, globales Gegengewicht zu WBD, Netflix & Co. will RTL nicht aufbauen. Stattdessen versteht sich die

Gruppe als lokal verankerter Champion, der seine starke Reichweite im Free TV nutzt, um Streaming zu pushen, und über Kooperationen und Sportrechte (Bundesliga, Formel 1, NFL etc.) Relevanz und Markenstärke im fragmentierten Medienmarkt sichern will. In Summe hat RTL ein nachvollziehbares Bild von einem gut geführten Unternehmen abgegeben. Gleichzeitig belastet der strukturelle Wandel und macht eine Bewertung herausfordernd. Dies gilt auch für unsere WBD Beteiligung.



# SIEMENS energy

## Siemens Energy

Im Gespräch mit Siemens Energy habe ich versucht zu verstehen, wie das Unternehmen das aktuelle Marktumfeld für konventionelle Kraftwerkstechnik und Netzinfrastruktur einschätzt – auch als Referenzrahmen für meine Position in 2G Energy.

Siemens Energy sieht den Markt für flexible, thermische Erzeugung weiter klar im Aufschwung. Treiber sind steigender Strombedarf (u.a. durch Rechenzentren), der hohe Zubau volatiler Erneuerbarer sowie der Bedarf an Backup-Kapazität und Netzstabilisierung. Der Engpass liegt weniger auf der Nachfrageseite, sondern in der Fertigung: Bei großen Gasturbinen sind Bauteile, die extremen Temperaturen und Drücken standhalten müssen, nur von wenigen Zulieferern in der nötigen Qualität verfügbar. Deshalb integriert Siemens Energy teilweise vor: Man baut Kapazitäten für Gehäuse und Schlüsselkomponenten an bestehenden Standorten aus, will aber bewusst keine „Gigafactory“ hochziehen, sondern die Kapazität nur so erweitern, dass der aktuelle Boom bedient wird, ohne bei einem Abschwung mit Überkapazitäten dazustehen.

Spannend war die klare zyklische Einordnung: Das Management erinnert sich an den letzten großen Abschwung im Turbinenmarkt um 2000 und meint heute konservativer zu agieren. Die Botschaft: Bis etwa 2028 erwartet man ein hohes, eher breites Plateau des Marktes als einen kurzen, überhitzten Peak. Selbst in vorsichtigen Szenarien sieht Siemens Energy global weiterhin ein Volumen, das die geplanten Kapazitätserweiterungen rechtfertigt. Eine zusätzliche Stabilität kommt aus dem

Servicegeschäft (Gasturbinen und Grid), das über lange Verträge laufende Erlöse und hohe Margen liefert und inzwischen einen Großteil des Gewinns ausmacht. Im Netzbereich (Trafos, Schalttechnik, Hochspannung) betont Siemens Energy den Vorteil langjähriger Kundenbeziehungen zu konservativen Versorgern und Netzbetreibern, die bewusst nicht zum günstigsten Anbieter wechseln, sondern auf Qualität und Zuverlässigkeit setzen.

Für 2G Energy ist das Gespräch aus meiner Sicht aus zwei Gründen relevant. Erstens: Siemens Energy bestätigt im Grunde die Grundthese, dass flexible, thermische Kapazität als Ergänzung zu Erneuerbaren über Jahre gebraucht wird und zwar sowohl im Großkraftwerksmaßstab als auch dezentral. Wenn ein globaler Marktführer davon ausgeht, dass der aktuelle Kraftwerkszyklus bis mindestens Ende des Jahrzehnts trägt, spricht das auch für ein anhaltend positives Umfeld für Anbieter wie 2G, die kleinere, dezentrale Lösungen liefern. Zweitens: Die sehr vorsichtige Kapazitätspolitik von Siemens Energy reduziert das Risiko, dass die großen OEMs den Markt mit zu billiger Kapazität fluten. Im Gegenteil: Lange Lieferzeiten und Komplexität bei Großturbinen können das Argument für mittelgroße, schnell realisierbare Gasmotoren-Cluster à la 2G eher stärken. Das zyklische Risiko, dass der „Rechenzentrums- und Kraftwerksboom“ irgendwann abkühlt, bleibt natürlich auch für 2G bestehen, aber das Meeting hat meine Grundthese bestätigt, dass wir uns eher in einem strukturell starken Nachfrageumfeld als in einer kurzen Spekulationsblase befinden.



Beim Windturbinen-Geschäft, also im Wesentlichen Siemens Gamesa, war der Tenor: Die Altlasten sind noch nicht weg, aber der Sanierungspfad ist klar definiert. Das Management betonte, dass die für 2024 und das laufende Jahr geplanten Volumina im Kern erreicht wurden; der Bereich liefert also operativ, auch wenn er ergebnismäßig durch die Qualitätsprobleme der Vergangenheit belastet bleibt. Man hat bestimmte Turbinenbaureihen zunächst vom Markt genommen, konstruktiv überarbeitet und bringt sie nun schrittweise wieder unter neuen Produktnamen in den Verkauf. Erste Einheiten sind bereits wieder verkauft, teils in Märkten wie Japan und den USA, wo die Spezifikationen gut zum lokalen Bedarf passen. Parallel läuft ein umfangreiches Reparatur- und Retrofitprogramm für die bestehende Flotte, für das bereits rund 500 Mio. Euro aufgewendet wurden und für das weitere dreistellige Millionenbeträge eingeplant sind.

Diese Maßnahmen drücken noch mehrere Jahre auf Marge und Cashflow, während Altprojekte abgearbeitet werden. Insgesamt stellte Siemens Energy aber klar, dass Gamesa kein Wachstumshebel „von heute auf morgen“ sein wird, sondern ein Bereich, der sich bis etwa 2028 Schritt für Schritt von einem Sanierungsfall zu einem soliden, planbaren Geschäft entwickeln soll – mit entsprechend begrenztem, aber zunehmend verlässlichem Beitrag zum Konzernbild. Im Summe war die Gamesa Übernahme wohl eine der schlechtesten Übernahmen der Geschichte. Siemens Energy hatte Glück, dass gleichzeitig ihr Gasturbinengeschäft so aufgedreht hat, ansonsten wäre das Unternehmen durch die Übernahme Pleite gewesen. Investierenden sollte es eine Warnung sein, dass Großübernahmen meistens wertvernichtend für das übernehmende Unternehmen sind.



## tonies

Im Gespräch mit tonies hatte ich den Eindruck, hier die spannendste Wachstumsstory des gesamten Eigenkapitalforums vor mir zu haben. Der neue CFO kommt von Netflix und Electronic Arts, also klassisch „Screen-Entertainment“, und will dieses Know-how gezielt in ein screenfreies Ökosystem übersetzen. Ausgangspunkt ist eine bereits sehr starke Basis: rund 10 Mio. Tonieboxen im Markt und über 145 Mio. Tonies. Die Nutzung zeigt stabile „Razor-Blade“-Cohorts: Eine Box wird einmal gekauft, danach erwerben Familien über mehrere Jahre hinweg stetig neue Figuren in Schnitt rund 20 Stück.

Kern des Meetings war der Produktwechsel zur neuen Toniebox 2 (tb2). Dahinter steckt weniger ein simples Hardware-Upgrade, sondern ein klarer strategischer Schritt, die Altersrange nach unten und nach oben zu erweitern. Bisher war Tonies im Kern von etwa 2 bis 6 Jahren stark. Für die ganz Kleinen scheiterte eine breitere Vermarktung bislang an regulatorischen Themen (u.a. Kabel/Strangulationsrisiko und die Pflicht, das Gerät im Betrieb vom Strom trennen zu können). Die neue Box integriert das Laden über USB und bietet einen „1+-Modus in der App, bei dem der Stromfluss beim Spielen komplett abgeschaltet wird. Damit kann tonies das Produkt nun offiziell ab 1 Jahr vermarkten und sieht in den ersten Nutzungsdaten, dass dieser Modus von Eltern auch aktiv genutzt wird. Die Daten sind aber mit Vorsicht zu genießen, weil die tb2 erst seit wenigen Wochen auf dem Markt ist.

Nach oben öffnet tonies die Altersgruppe über neue Formfaktoren: interaktive Karten und ein

NFC-Controller, mit dem sich Audio-Games, Quiz-Formate und kooperative Spiele am Küchentisch steuern lassen. Zum Launch gibt es bereits ein Dutzend Spiele, Hasbro steuert weitere Inhalte bei. Bemerkenswert: große Markenpartner gehen mit tonies in ein konzeptionell neues Format, weil sie so früher und direkter ins Kinderzimmer kommen als mit klassischen Brettspielen oder Streaming-Apps. Genau hier sieht das Management einen zentralen Teil des Moats: nicht nur Patente und Technik, sondern das Ökosystem aus installierter Basis, über 100 Lizenzpartnerschaften und eigener IP, die in den Bestsellerlisten inzwischen ganz vorne mitspielt.

Frühindikatoren aus dem Launch lesen sich vielversprechend: Rund 40 % der Käufer der neuen Box hatten bereits eine alte – sie zahlen also den Aufpreis für das neue Erlebnis. In Haushalten mit älteren Kindern werden die Spiele intensiv aktiviert, in Haushalten mit sehr jungen Kindern der 1+-Modus. Parallel kommt externe Validierung: In den USA wurde tonies erstmals prominent im nationalen Weihnachtskatalog von Walmart platziert und vom Consumer-Electronics-Regal in den Toy-Aisle „befördert“ – ein deutliches Signal, wie der Handel die Marke einordnet.

Finanziell betont das Management einen klaren Kurs zu „profitablerem Wachstum“ statt maximaler Reichweitenexpansion. Die Boxen sind kapitalintensiv und drücken saisonal auf die Marge, die Inhalte dagegen hochmargig und cashflowstark. In diesem Jahr belasten Launch-Effekte der neuen Box, Zölle und ein vorsichtiges Working-Capital-Management



den Free Cashflow, strukturell sieht sich tonies aber als stark cashgeneratives Modell. Für mich bleibt nach dem Gespräch: tonies hat nicht nur ein sympathisches Produkt, das in meiner Familie genutzt wird, sondern

zunehmend die Konturen eines belastbaren, skalierbaren Ökosystems. Eine Story, in die ich mich nach dem Eigenkapitalforum tiefer einarbeiten möchte.



**WACKER  
NEUSON**  
*all it takes!*

## Wacker Neuson

Im Gespräch mit Wacker Neuson stand für mich v.a. die Frage im Vordergrund, wie der Konzern durch den aktuellen Baustellen-Zyklus navigiert und wie er sich im Wettbewerb, insbesondere gegenüber den japanischen Herstellern, positioniert. Hier hatte ich natürlich unsere Beteiligung an Takeuchi im Kopf. Ich begleite die Aktie von Wacker schon seit Beginn meiner „Karriere“, war aber aufgrund der hohen Zyklik immer wieder rein und raus. Entsprechend ging es im Termin um Marktbild, Margenpfad bis 2030, Kapazitäten und die Rolle der Familienaktionäre.

Beim Marktumfeld zeichnete das Management ein gemischtes Bild: In den USA haben sich die Händlerlager nach dem starken Destocking zu Jahresbeginn wieder normalisiert – was verkauft wird, wird inzwischen auch wieder nachbestellt. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage verhalten, weil mehr Anbieter im Markt sind und die großen Infrastrukturprogramme zwar für gute Stimmung sorgen, aber erst verzögert in konkrete Ausschreibungen und Aufträge münden. In Europa wirkt das Geschäft robuster, als es die allgemeine Stimmung vermuten lässt.

Vor dem Hintergrund meiner Position in Takeuchi habe ich gezielt nach der Wettbewerbssituation gefragt. Spannend war der Vergleich: Takeuchi berichtete zuletzt von einem schwachen Q2, aber einem sehr starken Q3 mit deutlichem Nachholeffekt – bei Wacker Neuson war dieser Rebound so nicht sichtbar. Das wirft die Frage auf, ob die Japaner gerade Marktanteile gewinnen. Klar ist: Hersteller wie Takeuchi und Kubota profitieren massiv vom

schwachen Yen, insbesondere dort, wo sie aus Japan exportieren. Zollseitig sieht Wacker Neuson jedoch keinen strukturellen Vor- oder Nachteil; der Hebel ist wirklich die Währung und Kostenbasis. Eine klare Verschiebung zwischen kleinen und großen Maschinenklassen sieht das Unternehmen derzeit nicht, der Trend zu Mietkunden („rental“) setzt sich aber fort, ohne dass es zu einem Preiskollaps kommt.

Strukturell wachsen will Wacker Neuson über Bausteine, die weniger zyklisch sind: Die Kramer-Kooperation in der Landwirtschaft über das John-Deere-Händlernetz, ein konsequenter Ausbau des US-Geschäfts sowie Services und Anbaugeräte, die mittlerweile einen zweistelligen Umsatzanteil beitragen. Im Bereich Light Equipment bleibt der Markt extrem fragmentiert, Konsolidierung ist bislang eher Theorie; realistisch sind eher punktuelle Zukäufe kleiner familiengeführter Nischenanbieter, wenn Produktportfolio und Kultur passen.

Ein weiterer Schwerpunkt des Gesprächs lag auf Kapazität und Profitabilität. Wacker Neuson strebt mittelfristig eine EBIT-Marge von rund 10-11 % an (vs. etwa 5,5 % im letzten Abschwung). Der Weg dorthin soll weniger über neue Großwerke führen, sondern über bessere Auslastung, Automatisierung und Verlagerung stahlintensiver Komponenten in Low-Cost-Standorte. Auf meine Nachfrage, ob man bei einem möglichen Umsatzniveau von ca. 3 Milliarden Euro erneut in Kapazität investieren müsse, stellte das Management klar die Effizienzhebel in den Vordergrund: mehr Output aus den heutigen Strukturen statt



Expansionsorgien. Die Lagerquote von rund einem Drittel des Umsatzes sieht man in diesem Zyklusumfeld als hoch, aber noch beherrschbar.

Technologisch positioniert sich Wacker Neuson als Innovationsführer bei Elektrifizierung und Digitalisierung. Batterieelektrische Kompaktmaschinen sind in bestimmten Anwendungen (Innenstädte, Hallen, Landwirtschaft mit gesichertem Stromzugang) bereits heute ein „No-Brainer“, insgesamt aber noch Nische. Förderprogramme wie der 40 %-Kostenausgleich in der Landwirtschaft erhöhen die Akzeptanz deutlich. Parallel wird die klassische Hydraulik zunehmend durch elektronische Steuerungen ergänzt, was Funktionen wie Fernsteuerung, Sicherheitsbegrenzungen und (teil-)autonome Arbeitsabläufe ermöglicht. Takeuchi hat seine Steuerung auch komplett auf EH (electric over

hydraulic) bei allen neuen Modellen umgestellt.

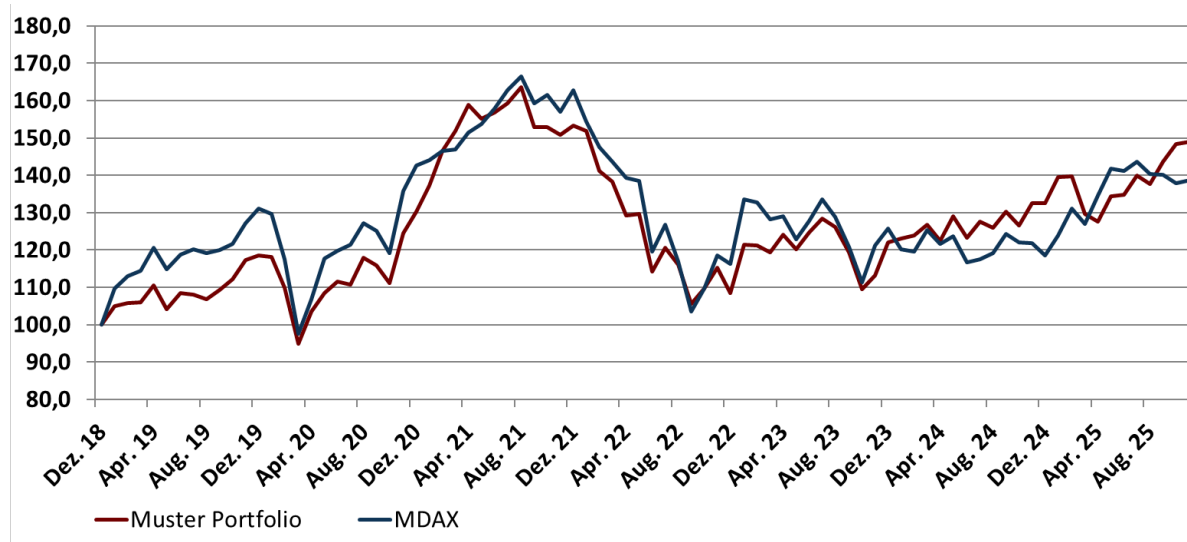
Zur Eigentümerstruktur äußerte sich das Management betont gelassen. Trotz Gerüchten über mögliche Anteilsbewegungen innerhalb der Familie schilderte man das Zusammenspiel von Familienaktionären, Aufsichtsrat und Vorstand als konstruktiv.

Mein Eindruck aus dem Gespräch: Wacker Neuson bleibt ein klassischer Zykliker, aber mit klaren Hebeln für höhere Margen, technologischer Differenzierung und einem Ankeraktionär, der langfristig denkt. Für mich ist die Aktie damit auch als Ergänzung zu meinem Investment in Takeuchi interessant, weil sie denselben Markt aus einer anderen strategischen Position heraus abdeckt.



## Unser Muster-Portfolio

### Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Muster Portfolio hat sich mit +0,5 % ungefähr gleich wie der MDAX entwickelt und deutlich besser als der DAX, der -0,5 % verloren hat. Dabei haben sich Bechtle, 2G Energy (letzten Monat noch aufgestockt), Alphabet und unser größter Wert Takeuchi (der zweite Monat in Folge) besonders gut entwickelt und zweistellig gewonnen. Zweistellig verloren haben nur Moltiply und HelloFresh.

### Allokation & neue Positionen

Wir haben nach guten Nachrichten von Hermle die Position wieder auf 2,5 % aufgestockt. Ansonsten blieb das Portfolio unverändert.



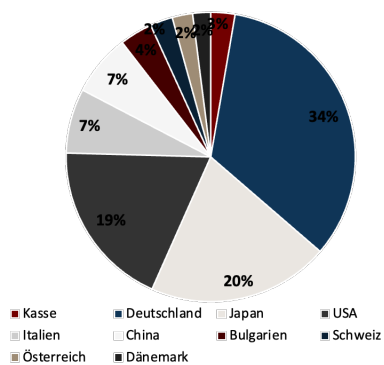


## Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

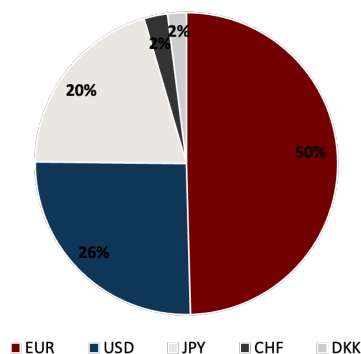
	Kernportfolio	in %	Performance
	Kasse	3,1 %	
1	Takeuchi	13,5%	+8,83%
2	WBD	10,3%	-1,75%
3	Multiply	7,2%	+3,83%
4	Alibaba	6,8%	+1,55%
5	Nintendo	6,7%	+2,82%
6	CeWe Color	6,3%	+1,61%
7	Grenke	4,8%	-5,26%
8	PayPal	4,3%	-2,47%
9	Alphabet	4,1%	+1,99%
10	Shelly Group SE	3,7%	+1,34%
11	Energiekontor	3,6%	-1,09%

	Talente Pool	in %	Performance
12	BioNtech	3,5%	-3,74%
13	DEFAMA	3,2%	+0,73%
14	HelloFresh	3,0%	-12,32%
15	Bechtle	2,6%	+0,45%
16	Nestle SA	2,5%	+0,16%
17	2G energy	2,5%	+0,68%
18	Hermle AG Vz	2,4%	-0,68%
19	Mayr-Melnhof	2,3%	-1,01%
20	Novo-Nordisk	2,0%	-0,61%
21	Hypoport AG	1,7%	+0,57%

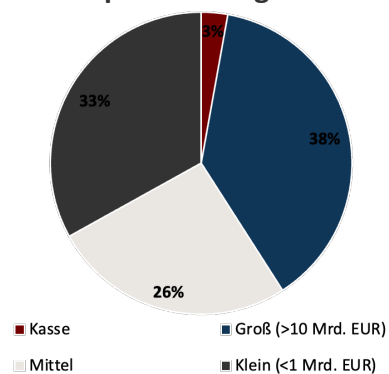
### Länder:



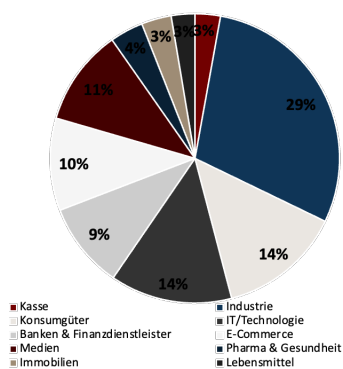
### Währungen:



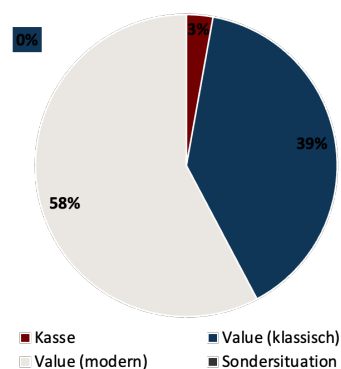
### Marktkapitalisierung:



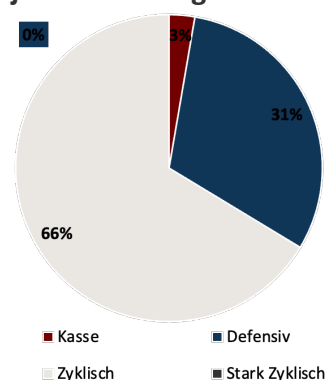
### Branchen:



### Investmentstil:



### Konjunkturanfälligkeit:





## AI-Prompt des Monats

Kannst du mir meine Notizen von meinem Meeting mit [Firma XY] für meinen Newsletter in 1/2 bis 1 Seite zusammenfassen?

[Notizen einfügen]

Mein AI-Prompt des Monats Dezember ist simple, aber effektiv. Texte ausformulieren ist eine Kunst, die ich gerne mache. Wenn ich aber aus Notizen von 12 Gesprächen Texte formulieren muss, wird aus Kunst Arbeit. Hier können LLMs ihre Stärke ausspielen: aus unsortierten Gesprächsnotizen und Gedanken saubere Berichte erstellen. Die man als Autor anschließend nur noch redigieren muss.



## Disclaimer

*Die Informationen in diesem Dokument sind das Ergebnis einer Eigenrecherche und stammen aus Quellen, die der Autor für zuverlässig hält. Darüber hinaus hat der Autor darauf geachtet, dass die dargelegten Fakten und Meinungen angemessen und zutreffend sind. Dennoch kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit keine Haftung übernommen werden. Insbesondere stellt dieses Dokument keine Handlungs-empfehlung dar und ist auch nicht als solche auszulegen. Die Ausführungen sind keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und stellen auch keine Aufforderung dar, einen Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu unterlassen.*

*Wertpapiergeschäfte sind mit grundsätzlichen Risiken behaftet. Dies ist im Extremfall der Verlust des gesamten investierten Betrags. Der Kauf der beschriebenen Wertpapiere kann für die individuelle Anlagestrategie des Anlegenden ungeeignet sein. Eine Entscheidung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere sollte nicht auf Basis dieses Dokuments allein geschehen. Der Autor rät zur Beurteilung der genannten Wertpapiere zur Einholung von darüberhinausgehenden Informationen. Durch die Nutzung dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss des Autors sowie alle vorgenannten Beschränkungen. Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Der Autor handelt selbst in dem hier vorgestellten Wertpapier.*