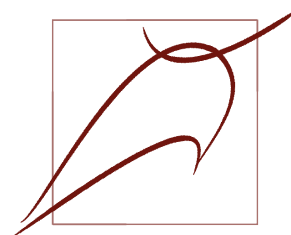


**Till Schwalms**  
**Value Investing Brief**

März 2026





## Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

es wird ungemütlich! Anfang Februar hatte ich – gemessen an der 24h-Performance – den schwächsten Tag seit Langem in meinem Portfolio: Nintendo, PayPal, Novo Nordisk und Alphabet standen zeitweise deutlich zweistellig im Minus. Während ich die Marktreaktion bei PayPal und Novo Nordisk nachvollziehen kann (s. [aktuelle Einblicke](#)), war Alphabet aus meiner Sicht im Rahmen und bei Nintendo liegt meines Erachtens eher eine Fehleinschätzung des Marktes vor. Zu Nintendo erschien von mir zudem eine [ausführliche Analyse auf abilitato.de](#).

Dass solche Bewegungen überhaupt möglich sind, liegt nicht nur an den Unternehmen selbst, sondern auch am Umfeld: Positiv sehe ich die Entscheidung des US Supreme Court in Bezug auf die Trump-Zölle. Sie bringt zwar kurzfristig zusätzliche Unsicherheit, ist aber ein wichtiges Signal: Protektionismus bleibt ökonomisch ein Gegenwind und gleichzeitig zeigt sich, dass die US-Gewaltenteilung nicht vollständig ausgehöhlt ist. Trotzdem gilt: Politische Eingriffe bleiben ein Volatilitätstreiber, und der Markt wird dafür auch weiterhin empfindlich sein.

Dies sieht man auch am Angriff Israels und der USA auf den Iran am Wochenende. Dies hat kurz- bis mittelfristig Auswirkungen auf den Ölpreis und damit auf die Weltwirtschaft und das allgemeine Preisniveau (Inflation). Ganz so pessimistisch wie viele Kommentierende sehe ich die Lage aber nicht. Der Angriff kommt nicht überraschend; Unruhe im Nahen Osten ist nicht überraschend. Mein Weltbild wurde nicht in ihren Grundfesten erschüttert, wie beim Angriff Russlands auf die Ukraine. Aber hilfreich ist der Krieg auch nicht. Meine Absicherung hat sich aber bereits leicht ausgezahlt.

Parallel zu diesem Newsletter schreibe ich gerade meinen Jahresbericht. Diese Phase nutze ich, um zu reflektieren, was gut und was schlecht gelaufen ist und welche Schlussfolgerungen ich daraus ziehe. Am wichtigsten war für mich das Paradoxon der Halte-Disziplin: Gewinner halten vs. Verlierer verkaufen. Während es mir inzwischen gut gelingt, an „Perlen“ festzuhalten und sie im Portfolio reifen zu lassen (z.B. Shelly, Takeuchi oder auch Alphabet), fällt mir die Trennung von Fehlgriffen weiterhin schwer.

Werte wie HelloFresh haben sich 2025 erneut als „Sorgenkinder“ erwiesen und Kapital gebunden, das in erfolgreicheren Titeln besser investiert gewesen wäre. Die Disziplin, Gewinner laufen zu lassen, ist eine Stärke, die unsere Performance stützt. Doch die Kehrseite, das zu lange Festhalten an einer ursprünglichen Investmentthese, wenn die Fakten längst dagegensprechen, bleibt eine Baustelle.

Mein Fokus für 2026 liegt daher verstärkt auf der Optimierung dieses Verkaufsprozesses, um die Performance nicht durch unnötiges „Aussetzen“ von Katastrophenjahren zu belasten. Konsequenterweise habe ich HelloFresh im Februar final verkauft und die Position in Grenke auf eine Talentpool-Position reduziert.

Bei Werten wie PayPal, Energiekontor oder Novo Nordisk sehe ich zwar die Rücksetzer, bin aber vom langfristigen Case weiterhin überzeugt: Der Investment Case ist aus meiner Sicht nicht zerstört, so wie es bei HelloFresh, Naked Wines oder (in Teilen) Grenke der Fall war. Trotzdem stehen diese Werte bei mir aktuell unter besonderer Beobachtung.

Neu im Portfolio ist der griechische Einzelhändler Jumbo, eine Aktie, die ich seit der Finanzkrise verfolge und die Jonathan



Neuscheler (Gründer von Abilitato) im Februar hervorragend analysiert hat:

[Jumbo Aktie: Alles-Discounter mit hohem Wachstum und 33 Prozent EBIT-Marge zu einem KGV von unter 10](#)

Außerdem haben wir einen alten Bekannten zurückgekauft: Booking Holdings (booking.com). Dazu habe ich Ende letzten Jahres ein Update meiner Analyse auf Abilitato veröffentlicht:

[Booking Holdings Aktie: Nr. 1 Marktposition und weiterhin hohe Wachstumsraten – zum KGV von 20!](#)

Bei Booking fragt sich der Markt zurzeit, ob das Unternehmen nicht zu den AI-Verlierern gehört. Auch wenn ich die Frage nicht sicher beantworten kann, verneine ich sie zum aktuellen Zeitpunkt (s. Analyse). Im Spotlight „[Sind Software-Unternehmen durch AI am Ende?](#)“ sehen Sie genauer, wie ich die Burggräben unserer AI-gefährdeten Unternehmen einschätze.

Bleiben Sie kritisch – und stabil!

Ihr Till Schwalm



## **Inhaltsübersicht**

Vorwort.....	2
Inhaltsübersicht .....	4
Aktuelle Einblicke.....	5
Sind Software-Unternehmen durch AI am Ende? .....	11
HIT Februar 2026 .....	12
Unser Muster-Portfolio .....	16
AI-Prompt des Monats.....	18
Disclaimer .....	19



## 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. Q4/25 Bericht	Δ Ausblick 2026	Δ Einschätzung	Details
2G Energy	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 02/26</a>
Alibaba	05.03.			<a href="#">mehr</a>
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Bechtle	positiv ●	20.03.		<a href="#">mehr</a>
BioNTech	10.03.			
Cewe	neutral ●	26.03.		<a href="#">mehr</a>
DEFAMA	negativ ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Energiekontor	31.03.			
Grenke	12.03.			
HelloFresh	18.03.			
Hermle	29.04.			
Hypoport	negativ ●	16.03.		<a href="#">mehr</a>
Mayr-Melnhof	17.03.			<a href="#">mehr</a>
Multiply	13.03.			
Nestlé	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Nintendo	positiv ●	neutral ●	positiv ●	<a href="#">s. 02/26</a>
Novo Nordisk	neutral ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
PayPal	neutral ●	negativ ●	negativ ●	<a href="#">mehr</a>
Shelly	positiv ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Takeuchi	neutral ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">s. 02/26</a>
WBD	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

### Mayr-Melnhof

Mayr-Melnhof mit einer Sonderabschreibung in Höhe von 65–75 Mio. EUR. Für den Investment Case nicht relevant.

### Alphabet

Alphabet liefert operativ sehr starke Zahlen. Der Umsatz wächst um +18 %, die Suche um +17 %, Google Cloud um +18 %. Besonders auffällig ist die Verbreitung der Gemini-App mit rund 750 Mio. monatlich aktiven Nutzenden – ein außergewöhnlich hohes Adaptions-tempo.

Trotzdem wurde die Aktie nach den Zahlen deutlich abgestraft. Dafür sehe ich mehrere Gründe:

- **Bewertung & Positionierung:** Nach dem starken Kursanstieg der vergangenen Quartale greift hier klassisch „sell on good news“. Alphabet war – und ist – im historischen Vergleich eher am oberen Ende der Bewertungsspanne, insbesondere gemessen an Free Cashflow Multiples.
- **Zweifel an der Qualität des AI-Wachstums:** Investierende hinterfragen zunehmend, wie viel des AI- und Cloud-Wachstums tatsächlich externer Umsatz ist. Ein nicht unerheblicher Teil entsteht innerhalb eines



geschlossenen Systems: Hyperscaler investieren in AI-Start-ups, die ihrerseits wieder Cloud-Compute bei denselben Anbietern buchen. Das erzeugt zwar Umsatz, aber wenig echte Außenumsätze und erschwert die Bewertung der Nachhaltigkeit.

- **Kapitalintensität & Abschreibungsrisiko:** Besonders kritisch sehe ich den CAPEX-Anstieg um rund +95 % in Q4. Der operative Cashflow wurde damit nahezu vollständig absorbiert. Gleichzeitig stellt Alphabet in Aussicht, die jährlichen Investitionen perspektivisch auf bis zu 180 Mrd. USD zu erhöhen – mit der Option auf weitere Steigerungen. Das ist insofern bemerkenswert, als Alphabet damit erstmals – zumindest temporär – in die Nähe einer negativen Free Cashflow Situation rückt. In Kombination mit der hohen Unsicherheit über die wirtschaftliche Nutzungsdauer der Investitionen entsteht ein relevantes Abschreibungs- und Fehlinvestitionsrisiko. Hinzu kommt, dass laut Management rund 60 % der Ausgaben in Server-Infrastruktur fließen – vermutlich zu großen Teilen klassische CPUs. Sollten sich spezialisierte Beschleuniger (GPUs, TPUs, ASICs) schneller durchsetzen als erwartet, droht hier technologische Obsoleszenz.

Positiv hervorzuheben ist aus dem Earnings Call, dass Alphabet plant, 2026 einen AI-basierten E-Commerce-Agenten auszurollen. Gelingt es, diesen direkt in die Suche und in Google Shopping zu integrieren, könnte daraus ein neuer, hochmargiger Monetarisierungshebel entstehen. Noch ist das aber Vision – nicht Umsatz.

### Amazon

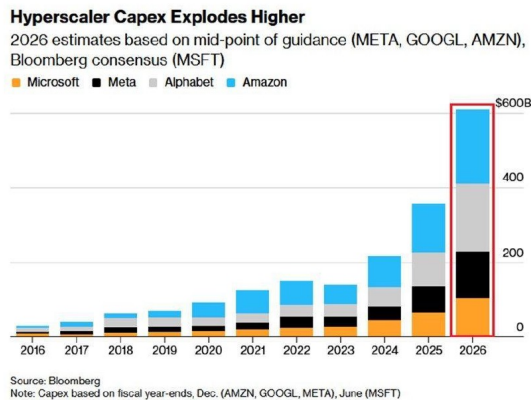
Der Quartalsbericht von Amazon wurde vom Markt ähnlich eingeordnet wie jener von Alphabet und auch von Microsoft: solide Zahlen, aber ein klares Unbehagen mit Blick auf

Kapitalintensität und Kapitalrenditen. Die angekündigten CAPEX von rund 200 Mrd. USD liegen sogar noch über denen von Alphabet. Operativ sind die Zahlen ordentlich, aber weniger herausragend: Der Umsatz wächst um +14 %, der Gewinn um +18 %. Positiv hervorzuheben ist, dass Amazon erneut zeigt, dass Margenverbesserungen möglich sind. Gleichzeitig fehlt mir hier die operative Überraschung.

Kritisch sehe ich v.a. die Entwicklung von AWS. Das Cloud-Geschäft wächst mit +24 % zwar weiterhin stark, aber langsamer als bei Alphabet und Microsoft, obwohl die Kapitalausgaben vergleichbar hoch sind. AWS ist zwar absolut größer, aber der absolute Umsatzzuwachs lag zuletzt bei rund 7 Mrd. USD, während Google Cloud etwa 5,5 Mrd. USD und Microsoft sogar über 7,5 Mrd. USD hinzugezogen haben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Alphabet und Microsoft einen erheblichen Teil ihrer Cloud-Kapazitäten intern nutzen, laut Alphabet etwa 50 %. Übersetzt heißt das: Der externe Marktanteilsgewinn liegt klar bei den Wettbewerbern. In diesem Licht wirkt die Entwicklung von AWS eher wie eine relative Abschwächung als wie Marktführerschaft.

Zusätzlich belastend ist der Free Cashflow, der sich in den letzten zwölf Monaten ungefähr geviertelt hat. Auch hier stellt sich die gleiche Frage wie bei Alphabet: Wie hoch ist das Risiko, dass ein Teil der heutigen Investitionen in einigen Jahren nur noch begrenzten wirtschaftlichen Wert hat?

Spannend, und bei beiden Unternehmen gleichlautend, ist allerdings die Aussage aus den Calls, dass jede installierte Rechenleistung aktuell auch verkauft werden kann. Kurzfristig spricht das für eine sehr hohe Nachfrage. Langfristig bleibt offen, ob diese Nachfrage strukturell ist oder aus der oben genannten Kreislaufwirtschaft entsteht und damit, ob sie die eingesetzten Kapitalkosten wirklich rechtfertigt.



## Bechtle

Bechtle mit vorläufigen Zahlen. Diese waren gut. Management betont die außergewöhnliche Jahresendleistung, erwartet für 2026 grundsätzlich eine positive Entwicklung, warnt aber vor teils deutlichen Herstellerpreiserhöhungen und möglichen Lieferengpässen. Die Aktie hat aufgrund des vagen Ausblicks deutlich nachgegeben.

## Novo Nordisk

Novo Nordisk hat mit dem jüngsten Ausblick deutlich enttäuscht. Insbesondere im direkten Vergleich zum erfolgreicheren Wettbewerber Eli Lilly. Das Management stellt für das laufende Jahr einen Rückgang von Umsatz und Gewinn um -5 % bis -13 % in Aussicht. Diese Prognose kam für mich überraschend.

Zumal Novo Nordisk aktuell die einzige Abnehm-Pille am Markt hat. Der Verkaufsstart im Januar verlief gut, was mich im letzten Monat zu einem Nachkauf der Position bewogen hatte. Der nun kommunizierte Ausblick ist daher eine klare Ernüchterung und ich bin mit dieser Einschätzung nicht allein: Die Aktie hat im Anschluss rund -20 % an Wert verloren.

Bemerkenswert ist, dass die Bewertung inzwischen wieder ungefähr auf dem Niveau vor der Einführung von Ozempic und Wegovy liegt. Der Markt preist also einen erheblichen

Teil des bisherigen strukturellen Erfolgs wieder aus.

Was sind die zentralen Probleme?

1. *Produktüberlegenheit bei Eli Lilly:* Eli Lilly scheint derzeit das wirksamere Abnehmprodukt zu haben, sowohl in Bezug auf Gewichtsreduktion als auch auf Nebenwirkungsprofil. Das schwächt die langfristige Preissetzungsmacht von Novo Nordisk erheblich.
2. *Massiver Preisverfall – insbesondere in den USA:* Die Preisentwicklung ist dramatisch. Anfang 2024 lag der US-Listenpreis für einen Monat Therapie noch bei rund 1.350 USD, auch wenn diesen keiner effektiv bezahlt hat. Heute sprechen wir von etwa 349 USD für Selbstzahlende bzw. 245 USD für Medicare-Patient\*innen. Die orale Alternative (Pille) liegt sogar nur bei 149 USD. Damit ist der Preis in den letzten 24 Monaten stark zurückgekommen, durch die Pille sogar nochmal etwas mehr. Das ist ein Schlag für die Margen und erklärt einen Großteil der vorsichtigen Guidance.

Gleichzeitig ist erkennbar, dass Novo Nordisk mit der günstigeren Pille versucht, den Markt volumengetrieben zu fluten, um Marktanteile von Eli Lilly zurückzugewinnen. Das ist strategisch nachvollziehbar. Auch könnte es sein, dass der neue CEO die Erwartungen möglichst niedrig setzt. Die aktuellen Zahlen und Ausblick kann er noch auf seinen Vorgänger schieben. Jetzt ist es für ihn einfacher diese zu toppen. Allerdings sind das Spekulationen.

Ob die Preisstrategie aufgeht, bleibt offen. Kurzfristig belastet sie Umsatzqualität und Profitabilität, langfristig könnte sie Marktanteile sichern. Für Investierende bedeutet das: Das Chancen-Risiko-Profil von Novo Nordisk hat sich kurzfristig spürbar verändert und dies wurde zu Recht neu bewertet. Langfristig hat sich mein Investment Case aber nicht geändert und ich halte die Aktie zum aktuellen Kurs auf



eine Sicht von 4–5 Jahren weiterhin für sehr attraktiv bewertet.

Und dies auch nach der Nachricht, dass das Nachfolgeprodukt von Wegovy „CariSema“ in einer Phase III Studie schlechter abgeschnitten hat, als der direkte Konkurrent „Zepbound“ von Eli Lilly.

### **PayPal**

Der Ausblick von PayPal ist überraschend schwach. Ebenfalls überraschend war die sofortige Entlassung des CEOs am selben Tag. Ob dieser Schritt hilft oder eher zusätzliche Unsicherheit schafft, bleibt offen.

Beginnen wir mit den abgelaufenen Zahlen: Diese waren weitgehend in Ordnung und entsprachen den Erwartungen. Das TPV (Transaktionsvolumen) wächst im mittleren einstelligen Bereich. Zwar geht die Take Rate weiter zurück, dennoch konnte der Umsatz leicht gesteigert werden. Operativ ist das kein Glanzstück, aber akzeptabel. Umso unverständlicher ist für mich der Ausblick: PayPal stellt für 2026 stagnierende Umsätze in Aussicht bei gleichzeitig steigenden Kosten, was zu rückläufigen Gewinnen führen soll. Operativ bedeutet das: PayPal hat sich von einem schnell wachsenden Unternehmen bis 2021, über ein langsam wachsendes Unternehmen bis 2025, nun zu einem stagnierenden Unternehmen entwickelt. Das ist eine deutliche und ernüchternde Verschiebung des Geschäftsprofils.

Paradox erscheint in diesem Zusammenhang die Kapitalallokation. PayPal hat zuletzt 6–7 Mrd. USD an Aktien zurückgekauft und plant, dieses Niveau auch 2026 fortzuführen. Bezogen auf die aktuelle Marktkapitalisierung entspricht das einem Rückgang der ausstehenden Aktien um rund 13 %. Oder anders formuliert (ceteris paribus): In etwa acht Jahren würde uns rechnerisch das gesamte Unternehmen gehören. Das ist natürlich zugespitzt,

verdeutlicht aber, wie niedrig die aktuelle Bewertung ist.

An meinem Investment Case hat sich trotz des enttäuschenden Ausblicks nichts Grundlegendes geändert. Ich setze weiterhin darauf, dass sich der Newsflow mittelfristig verbessert, sei es durch operative Stabilisierung, strategische Klarheit oder Managemententscheidungen. In diesem Fall halte ich eine 70–100 % höhere Bewertung für realistisch. Bis dahin werde ich fürs Warten durch massive Aktienrückkäufe gut bezahlt.

Wir haben die Position in PayPal zuletzt leicht aufgestockt.

Interessanterweise gab es zum Ende des Monats dann Übernahmerüchte zu PayPal, die durch einen Bericht von Bloomberg ausgelöst wurden, und die Aktie hat sich leicht erholt. Laut Bericht prüft mindestens ein großer Konkurrent (vermutlich Stripe) angeblich eine komplette Übernahme, während andere Bieter nur an einzelnen Sparten interessiert sind.

### **Warner Bros. Discovery**

Paramount verbessert das Angebot noch einmal: Sollte der Deal nicht vor dem 31.12.2026 stattfinden gibt es eine Verzögerungsprämie von 0,25 USD pro Quartal. Außerdem würde Paramount direkt die Break-Up Fee von 2,8 Mrd. USD bezahlen und 1,5 Mrd. USD Backstop für die Refinanzierungskosten von WBD. Aktuelle Finanzierungskosten gehen damit weg von den WBD-Aktionär\*innen hin zu Paramount. Zudem wurde der Übernahmepreis auf 31 USD erhöht. Nachdem das Management von WBD das Angebot angenommen hat, ist Netflix aus dem Bieterrennen ausgestiegen. D.h. die 31 USD sind wohl final.



## Nestlé

Nestlé macht einen guten Eindruck. Es beschleunigt sein organisches Wachstum auf 3,5 % für das Gesamtjahr (zuvor 9M = 3,3 %) und wichtig sein internes Realwachstum auf 0,8 % (zuvor 0,6 %). Volumen wächst wieder mit dem Markt. Nestlé hat der Marktanteilsverlust vorerst gestoppt. Kaffee- und Kakaopreise sind weiterhin ein Gegenwind für die Profitabilität, sollte aber 2026 weniger stark ausfallen. China ist weiter schwierig und die Babypulver Problematik wird 2026 -0,2 % Wachstum kosten. Allerdings hat der CEO das im Call gut aufgenommen und erklärt. Hier sehe ich kein großes Risiko. Kosteneinsparung laufen gut – über Erwartungen. US-Heimtier-nahrung läuft außergewöhnlich gut. Heimtier-nahrung mit Realwachstum von +2,6 % insgesamt sehr gut. Verschuldung ist rückläufig. In Summe geht es in die Richtung, die ich erwartet habe. Außerdem finde ich gut, dass die Unternehmensstruktur vereinfacht wird: Health Science und Nutrition wird zu Nutrition; Food & Snacks wird zu einer Einheit und Wasser wird 2026 verkauft oder zumindest dekonsolidiert.

Noch eine persönliche Bemerkung: Sehr anstrengend war die übertriebene Kameraführung, wie in einem Nachrichtenstudio, beim Investierenden Call. Ich will nicht zu viel darein interpretieren. Aber ich sehe hier das Geld der Aktionär\*innen nicht gut investiert. Es ist aus meiner Sicht ein Zeichen von Verschwendung, welches man bei einem Familienunternehmen nicht sehen würde.

## Alibaba

Alibaba ist auf der 1260H Liste, man könnte auch sagen die name-and-shame Liste der USA. Bedeutet: die USA sieht Alibaba als ein mit dem chinesischen Militär verbundene Firma, bei der das Pentagon nicht kaufen darf. Die Aktie wurde daraufhin abverkauft. Für

Investierende bedeutet die Liste aber erst einmal keine Einschränkungen. Der Einfluss auf das Geschäft von Alibaba sollte null sein. Interessanterweise wurde die Liste nur Stunden später ohne Begründung zurückgezogen. Spekuliert wird, dass jemandem aus der Trump Regierung vor dem Besuch von Trump in China nicht gefällt, dass die größten chinesischen Tech-Aktien abverkauft werden. Für mich ist die Quintessenz aus der Geschichte, dass wir mit unseren 5 % China Exposure gut fahren, da das politische Risiko einfach da ist. Ich das Risiko nicht in China zu investieren aber auch sehe.

## Shelly

Shelly mit sehr guten Q4-Zahlen. Q4 war das stärkste Quartal. Es erzielte einen Umsatz von 63,0 Mio. EUR (+51 % YoY) und ein (adjustiertes) EBIT von 15,8 Mio. EUR (+44 % YoY). Gesamtjahr FY25: Umsatz 149,7 Mio. EUR (+40 % YoY), adjustiertes EBIT 37,7 Mio. EUR (+43 % YoY) bei 25,2 % EBIT-Marge. Der Jahresüberschuss stieg auf 25,5 Mio. EUR (+15 % YoY), aber die Netto-Marge sank auf 17,0 %. Hauptgrund für den Gewinnrückgang sind nicht zahlungswirksamen Rückstellung aus dem Management Share Program (7,4 Mio. EUR). Operativ ist aber alles "sauber". Shelly guidet für 2026 195–205 Mio. EUR Umsatz (+~34 %) und 47–52 Mio. EUR EBIT (+~33 %). Wachstum soll u.a. aus Produkt-/Portfolioausbau und Expansion kommen; zugleich wird betont, dass der Umsatz stärker H2-gewichtet sein dürfte (Execution-Risiko!). Siehe zu Shelly auch den [Be-richt zum HIT](#).

## Cewe

Cewe mit vorläufigen Zahlen inline mit den Erwartungen. Keine Überraschung. Wichtig, weil wichtigstes Quartal des Jahres.



### Hypoport

Bei Hypoport haben mehrere Shortseller eine große Position von über -6 % aufgebaut. Das ist für einen deutschen Nebenwert viel. Die Erwartungen nach dem Eigenkapitalforum sind für das Jahr 2026 eigentlich hochgesteckt. Q4 lief aber nicht so gut. Die Gefahr einer negativen Überraschung besteht also durchaus. Insbesondere, weil das Management mit einer E-BIT-Prognose von 40–55 Mio. EUR einen Rekord für 2026 anpeilt. Genaue Zahlen gibt es Mitte nächsten Monats. Die Aktie hat aus meiner Sicht ein Negativszenario bereits eingepreist. Wir haben die Position aufgestockt.

### DEFAMA

DEFAMA hat 2025 nach vorläufigen, noch untestierten Zahlen den Umsatz auf 31,6 Mio. EUR (VJ 27,3) gesteigert und einen HGB-Konzernüberschuss von 5,6 Mio. EUR erzielt, allerdings inklusive eines spürbaren Einmaleffekts

aus Objektverkäufen (rund 2,2 Mio. EUR). Operativ stiegen die Funds From Operations (FFO, bereinigt um Verkaufsgewinne) um „nur“ 8 % auf 10,8 Mio. EUR. Grund ist u.a. die Pleite der Hammer-Baumärkte und der Auszug des B1 Baumarktes. Vermietungsquote ist auf 93 % gefallen. Hier stellt sich die Frage, ob das nicht ein neues „normal“ ist. Man verliert hier fast 4 % der Mieteinnahmen. Hier muss sich 2026 zeigen, wie gut DEFAMA mit dieser Situation umgehen kann und ob weitere größere Mieterausfälle folgen. Der Vorstand und Aufsichtsrat schlägt trotzdem eine Dividendenanhebung von 0,60 auf 0,63 EUR je Aktie (11. Erhöhung in Folge) vor. Wachstumstreiber waren 2025 eine hohe Akquisitionsdynamik (19 Zukäufe in 2025; Portfolio nach beurkundeten Transaktionen 99 Fachmarkt-Immobilien), die sich auch bereits in Q1 2026 fortsetzt. Meine Erwartung an 2026 sind aber ein deutlich zweitstelliges Wachstum des FFO.



## Sind Software-Unternehmen durch AI am Ende?

Ich habe eine hervorragende [Analyse von Nicolas Bustamante](#) gelesen. Er beschreibt treffend den Übergang von „SaaS als Interface“ hin zu „SaaS als Daten- oder Infrastruktur-Layer“ bzw. welche Burggräben ein SaaS-Model heute besitzt und welche durch AI obsolet werden. Er hat dabei zehn Burggräben identifiziert, von denen fünf durch AI irrelevant werden:

- **Gelernte Interfaces** (Learned Interfaces): Nutzende beherrschen komplexe Kürzel/Workflows (z.B. Bloomberg Terminal), was einen Wechsel erschwert.
- **Geschäftslogik** (Business Logic): Tief im Code verankertes Branchenwissen, wie Prozesse genau ablaufen müssen.
- **Zugang zu öffentlichen Daten** (Public Data Access): Das Aufbereiten und Durchsuchbarmachen von eigentlich freien, aber schwer zugänglichen Daten.
- **Talente Knappheit** (Talent Scarcity): Die Schwierigkeit, Entwickler\*innen zu finden, die sowohl programmieren können als auch die Branche (z.B. Derivate) verstehen.
- **Bündelung** (Bundling): Viele Funktionen in einem Paket anbieten, um den Kunden „einzuschließen“.

Zudem beschreibt er fünf Burggräben, die weiterhin relevant bleiben:

- **Proprietäre Daten** (Proprietary Data): Daten, die exklusiv dem Unternehmen gehören und nirgendwo sonst existieren.
- **Regulatorisches Lock-In** (Regulatory Lock-In): Zertifizierungen (FDA, HIPAA, BaFin), die einen Anbieterwechsel langwierig und teuer machen.
- **Netzwerkeffekte** (Network Effects): Das Tool ist wertvoll, weil alle anderen in der Branche es auch nutzen (z.B. Chats für Händler).
- **Transaktionseinbettung** (Transaction Embedding): Die Software sitzt direkt im Geldfluss (Zahlungsabwicklung, Kredite).
- **System of Record** (System of Record): Die Software ist die „einzige Quelle der Wahrheit“ für die Daten eines Unternehmens (z.B. Salesforce für Kundendaten).

Ich habe daraufhin die Unternehmen, die ich angreifbar durch AI halte, auf die vorhandenen Burggräben getestet. Die Einschätzungen sind meine eigenen!

### Test der von AI betroffenen Unternehmen im Portfolio

Unternehmen		Prop. Daten	Regul. Lock-In	Netzwerkeffekte	Transakt. Einbett.	System of Record	Risiko Level
Moltply	Broking	teilw.	teilw.	teilw.	teilw.	×	hoch
	BPO	✓	✓	teilw.	teilw.	teilw.	teilw.
PayPal		✓	teilw.	✓	✓	teilw.	niedrig
Alphabet		✓	×	✓	teilw.	✓	niedrig
Hypoport		✓	✓	✓	teilw.	✓	niedrig
Booking		✓	×	teilw.	✓	teilw.	mittel

Auffällig ist, dass die teilweise am wenigsten stark getroffenen Unternehmen hinsichtlich dieser Einschätzung mit am wenigsten getroffen sind: PayPal & Hypoport. Dagegen muss ich Moltply im Auge behalten. Es ist ein sehr gut geführtes Unternehmen, aber insbesondere deren Vergleichsplattformen, wie Verivox, halte ich für hochgefährdet.



## HIT Februar 2026

Anfang des Monats war es wieder so weit. Ich war auf dem Hamburger Investoren Treffen (kurz: HIT). Wie immer war das Treffen super organisiert und sehr kurzweilig. Getroffen habe ich:

- [JDC Group: Cross Read zu Hypoport](#)
- [Shelly Group: investiert](#)
- [H2APEX: 1. Treffen](#)
- [Circus SE: 1. Treffen](#)
- [Hornbach Holding](#)
- [Alzchem Group: 1. Treffen](#)
- [Clearvise: Cross Read zu Energiekontor](#)
- [Cantourage Group](#)

### JDC Group



BEST ADVICE. BETTER TECHNOLOGY.

JDC war recht spannend, um auch das Versicherungsgeschäft unsers Investments in Hypoport etwas besser zu verstehen. JDC ist grundsätzlich ein interessantes Unternehmen, obwohl sie mir bewusst etwas undurchsichtig erscheinen. Das Geschäft teilt sich in Fondsgeschäft (ca. 1/3 des Umsatzes), Versicherungsgeschäft (ca. 60 %) und Immobiliengeschäft auf. Während das Fondsgeschäft vermutlich sehr profitabel ist, versucht die Firma sich im Versicherungsgeschäft, ähnlich wie Hypoport,

als Plattform zu positionieren. JDC ist hier allerdings ein ganzes Stück weiter als Hypoport und zusammen mit „blau direkt“ und „VEMA“ Marktführer. Hypoport wird als Wettbewerber nicht wirklich anerkannt. Interessant ist, dass JDC mit FMK im letzten Jahr den führenden Anbieter für gezielte Leads für Vergleichsportale im Internet übernommen hat. Mithilfe von FMK konnte JDC 500k neue Kundinnen und Kunden gewinnen. Zugleich läuft ein großer Roll-Out bei den Sparkassen. Hier sind erst 10 von 110 möglichen Sparkassen auf der Plattform. In Summe können Investierende bei JDC sehr erwartbares Wachstum sehen. Ansonsten fand ich noch eine Aussage des CEOs spannend: Durch AI kann JDC 40 % schneller entwickeln. Sie stellen deswegen aber nicht weniger Leute ein, sondern entwickelt mehr und schneller. In Summe etwas für die Beobachtungsliste.

### Shelly Group



Shelly passt. In Europa hat man in Frankreich und Italien einen neuen Vertriebler, dort steht man erst noch am Anfang. In den USA hat man zwei Großhändler gewonnen und einen

Einzelhändler, der dieses Jahr 1–2 Mio. EUR Umsatz bringen wird und dann aber schnell auf 10 Mio. EUR Umsatz hochfahren könnte. Marktwachstum der gesamten Branche liegt bei 15 % (Smarthome Appliance). Shelly erwartet für 2026 ca. 33 % und im ersten Halbjahr langsames Wachstum, was an der neuen Produktgeneration und deren Auslieferung liegt. Zudem haben wohl einige Händler



zum Black-Friday Deal überkauft, um die günstigen Rabatte zu nutzen. Diese müssen erst einmal ihr Lager abbauen. Mit Amazon gibt es immer noch Ärger. Amazon wird nicht mehr von Shelly direkt beliefert, sondern inzwischen von einem Großhändler. Hintergrund ist eine Rabattaktion aus 2024, die für Amazon nach hinten losgegangen ist und für die Shelly Amazon nicht Rückerstatten möchte. Zum zweiten Halbjahr soll das Wachstum dann aber wieder anziehen. Einen neuen 3-Jahresplan gibt es nur intern. Dieser wurde 2022/23 in erster Linie kommuniziert, um Kapitalmarktvertrauen aufzubauen. Wird das Unternehmen aber nicht mehr machen. Zudem könnten dieses Jahr Aktienoptionen fällig werden, die den Gewinn dann etwas verwässern würden. Rückstellungen wurden bereits 2025 gebildet. Spannend war noch, dass das Hauptproblem der

Produkte Wärme und Strahlung ist, deshalb ist das Sortiment bei LED-Lampen auch noch sehr gering. Auch gut fand ich, dass man eine günstigen Smart Plug verkauft, der etwas größer ist. Dies macht die Wärmeentwicklung einfach zu händeln und deswegen preislich günstiger herzustellen. Auch positiv: Alle Produkte werden mit einer Bruttomarge von 75 % zum UVP entwickelt, d.h. 50 % geht an den Händler, aber Shelly verkauft mit 100 % Aufschlag zu den Herstellungskosten. Diese sollte eine gesunde Marge nachhaltig sichern. Auch interessant war, dass man die CFO ausgetauscht hat. Die Aufgaben sind dem alten CFO herausgewachsen. Shelly ist außerdem inzwischen das wertvollste börsennotierte Unternehmen Bulgariens – kleiner Fun Fact am Rande.

## H2APEX



H2APEX ist eine spannende und wichtige Geschichte, aber für mich momentan noch kein Investment. Seit 14 Jahren entwickelt die Firma Wasserstoffelektrolyseure. Jetzt plant das Unternehmen einen wirklich großen in

Lubmin (100MW) zu bauen. Der Standort ist ideal und das ganze wird in einem Tolling Agreement gebaut. Risiko des Betriebs ist damit überschaubar, trotzdem bewegt sich das Unternehmen auf Neuland; ist Projektierer und in diesem Fall von einem Projekt abhängig. Ich hoffe wirklich, das es klappt. Ist aber kein Investment Case für mich.

## Circus Group



Circus will Essen für Kantinen und in Supermärkten, Raststätten, Bahnhöfen etc. mit Küchenrobotern in Containern anbieten. Ich finde die Idee erst einmal nachvollziehbar und spannend. Es ist eine echt gute Geschichte. Bloß passen die Zahlen dazu nicht. Ein Küchenroboter von Circus kostet 250 000 EUR und 8 000–10 000 EUR monatliche Gebühren. Dafür muss der Betreiber ca. 100–150 Essen am Tag verkaufen. Die Essen sind relativ „einfach“.

Aus meiner Sicht ist das Problem: eine einfache Gastküche für 100–150 Essen kostet neu zwischen 60 000–120 000 EUR. Darüber hinaus kosten Küchenpersonal pro Monat im Schnitt ca. 3 800 EUR. D.h. für die Kosten eines Küchenroboter kann der Betreiber 2–4 Küchen bauen und 3 Köche einstellen. Das funktioniert nicht! Zudem war mir die Präsentation zu Buzz-Wort getrieben. So wie die Maschine heute funktioniert ist aus meiner Sicht AI nicht notwendig. Circus sieht sich selbst aber als AI-Company... kein Investment Case.

## Hornbach Holding



Solide langweilig, aber mit besserem Personal. Nachdem die Vorgängerin Karin Dohm eher verhalten mit dem Kapitalmarkt kommuniziert hat, entsprechend einem Familienunternehmen mit Aktionärsanhang, hat die neue CFO einen deutlich positiveren Eindruck hinterlassen und möchte die Kapitalmarktkommunikation voranbringen. Dies finde ich grundsätzlich gut und kann mittelfristig eine höhere Bewertung rechtfertigen. Ansonsten macht Hornbach einen sehr guten Job insbesondere im

schwierigen deutschen Kernmarkt, indem Hornbach weiterwachsen kann, der Markt insgesamt aber rückläufig ist. Da die neue CFO vom Konkurrenten Obi kam, war eine meiner Fragen, was denn der Unterschied zum Konkurrenten ist. Die Antwort war eher langweilig bzw. bekannt: höhere Flächenproduktivität, mehr Profikunden, größere Projekte. Etwas interessanter war, dass die Omnichannel-Strategie von Hornbach wohl deutlich besser als bei Obi läuft. In Summe ein gutes Gespräch. Hornbach bleibt aber erst einmal auf der Beobachtungsliste.

## Alzchem Group



Alzchem war von den 1. Treffen das Interessanteste. Sie sind für Kreatin und einige andere Spezialchemie in der westlichen Welt quasi Monopolist. Neue Werke zu bauen, macht ökonomisch für andere Chemiehersteller keinen Sinn. Aber der Großteil des Weltmarktes wird auch aus China beliefert. Bei Kreatin für Humaneinsatz hat man sich eine schöne Marke mit „Creapure“ aufgebaut und

die Wachstumsraten (Trend-Thema) sind sehr gut. Hier fängt man vom Verkauf an Sportlern langsam an den Massenmarkt zu erreichen, z.B. mit einer Kooperation mit dem Joghurthersteller Ehrmann. Daneben werden die Produkte von Alzchem auch als Treibladung von Artillerie-Munition benötigt. Hier gibt es keine Konkurrenten aus China und die Firma baut mit mehreren Artillerie-Herstellern neue Fabriken, die vollständig von den Kunden bezahlt werden – eine interessante Konstellation. Sollte das Unternehmen einmal akzeptabel bewertet sein, ist es ein potenzieller Kaufkandidat.

## Clearvise



Clearvise ist reiner Bestandhalter. Das Portfolio wird nicht weiter ausgebaut. Die Firma hat entsprechend Personal abgebaut und die Kosten um -20 % gesenkt. Ziel ist, nur noch Dividenden auszuschütten und die Verschuldung weiter abzubauen. Das neue EEG ist nicht

mehr vorteilhaft für neue Projekte, insbesondere bei Solar. Aussage: „Solar ist in Deutschland erst einmal tot.“ Die EEG-Novelle von 25/26 sagt, dass keine Vergütung mehr stattfindet, wenn die Börsenpreise negativ sind. Damit kann man Solar nicht mehr profitabel betreiben, wenn die Betreiber keine anderen Abnehmer finden oder die Parks direkt mit Batterielösungen ausstattet. Projekte ohne Batterien gehen quasi nicht mehr ans Netz. Die Goldgräberstimmung nach der Novelle



2023, die die Genehmigungen vereinfacht und beschleunigt hat, ist einer harten Ernüchterung gewichen. Inzwischen gibt es so viele genehmigte Projekte, dass sich die Wertschöpfung stark verändert hat. Genehmigungen zu bekommen, hat eigentlich keinen Wert mehr. Windkraft rechnet sich zwar weiterhin oft, ist aber auch kein No-Brainer mehr. Wind ist oft antizyklisch (Nacht/Winter) zu Solar. Die Gefahr negativer Preise ist hier statistisch geringer als bei Solar zur Mittagszeit. Gleichzeitig werden die Einspeisevergütungen noch durch

die Bundesnetzagentur per Negativauktion festgelegt. Umso mehr Projekte, umso niedriger die Einspeisevergütung für diejenigen, die zum Zuge kommen. Die höchste Wertschöpfung liegt heute im Energiewirtschafts-Management. Also wie kann ich Portfolien so zusammenbauen und Strom verkaufen bzw. speichern, dass ich zur richtigen Zeit liefere. Für Energiekontor sehe ich weiterhin Schwierigkeiten im Projektgeschäft, durch das Bestandgeschäft ist die aktuelle Bewertung aber abgesichert.

### Cantourage Group



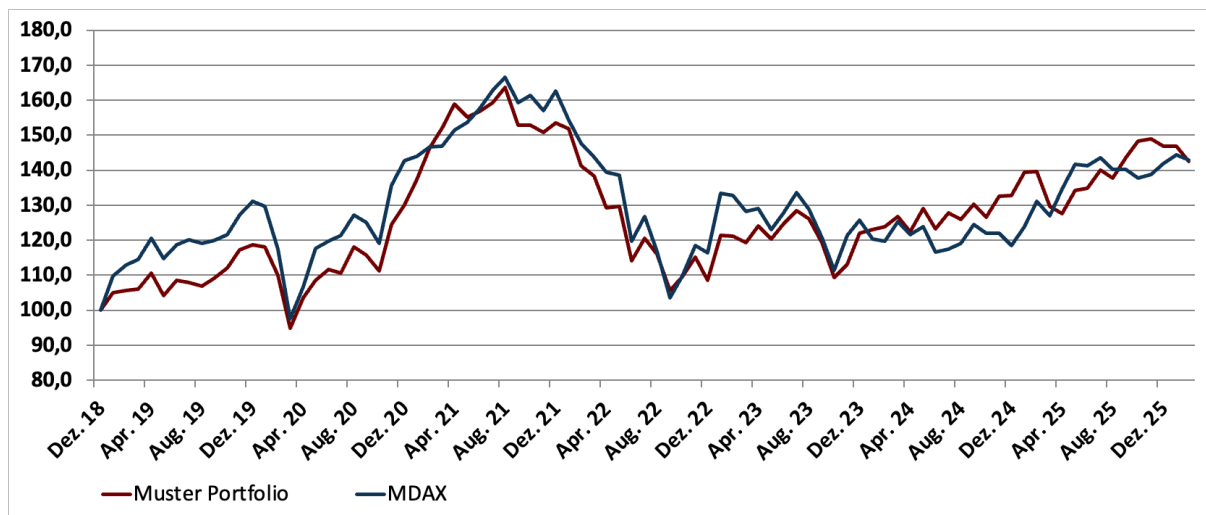
Interessanter Case. Potenzielles Investment. Ein Teil der Probleme sind hausgemacht aka Testat für 2024 fehlt. Sollte kurzfristig kommen. Das Sentiment ist extrem schlecht. Getrieben von CDU/CSU Politik. Aber viele der Vorschläge sind rechtlich nicht umsetzbar – ich muss hier an die Pkw-Maut denken. Cantourage ist für medizinisches Cannabis sehr gut positioniert. Markt wächst weiter hoch zweitellig. Cantourage ist und bleibt operativ Cashflow positiv. Problem sehe ich in der

Abneigung von Ärzten (Bundesärztekammer) gegenüber medizinischem Cannabis. Der Großteil der Konsums läuft über Selbstzahlende (Freizeitkonsumierende bzw. Konsumierende mit medizinischem Einsatz, aber keinem Arzt, der Cannabis verschreibt). Problem bei Cannabis ist, dass es die Lebensqualität vieler Patient\*innen verbessert, aber weder heilt noch studientechnisch verifiziert ist. Bei Schlafproblemen ist es einfacher Medikament Y in Dosis X zu verschreiben, welches nachweislich für Mensch Z wirkt, als Cannabis, welches den Schlaf auch verbessert, es aber keine vorgeschriebene Dosierung/Anwendungsempfehlung gibt. Hier wäre aus meiner Sicht Aufklärungsbedarf hinsichtlich Cantourage für Arzt\*innen notwendig. In Summe spannender Case. Aber sicherlich viel Risiko drin, welches allerdings auch eingepreist ist.



## Unser Muster-Portfolio

### Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Muster Portfolio ist mit -2,8 % deutlich schwächer als der MDAX mit -1,0 % gelaufen. Dabei haben sich wie eingangs schon erwähnt besonders Novo Nordisk, PayPal, Alphabet und Nintendo nach Zahlen schwach entwickelt. Auf der Positivseite gab es Nestlé nach Zahlen.

### Allokation & neue Positionen

Wir haben PayPal bei 41 USD und Hypoport bei 84 EUR aufgestockt. Dazu sind wir erste Testpositionen in Jumbo und Booking eingegangen. Zugleich haben wir HelloFresh vollständig und die Hälfte der Grenke-Position verkauft. Die Absicherung hat bereits gut funktioniert. Der Abverkauf und dadurch ausgelöster Anstieg nach dem Iran-Kriegsbeginn sind noch nicht in den Zahlen enthalten (Stichtag: 27.02.2026).

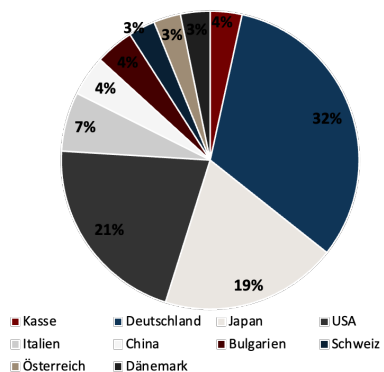
### Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

Kernportfolio		in %	Performance
	<b>Kasse</b>	<b>3,8 %</b>	
1	Takeuchi	14,3%	+9,38%
2	WBD	9,9%	-0,21%
3	Cewe	6,4%	+1,50%
4	Multiply	6,3%	+2,78%
5	PayPal	5,6%	-3,86%
6	Nintendo	4,6%	+0,46%
7	Energiekontor	4,3%	-0,53%
8	Alibaba	4,3%	+0,62%
9	Alphabet	4,1%	+1,89%
10	Shelly Group SE	4,1%	+1,67%
<b>Absicherung</b>			
23	Discount Put 1	0,5%	+0,10%
24	Discount Put 2	0,5%	+0,07%

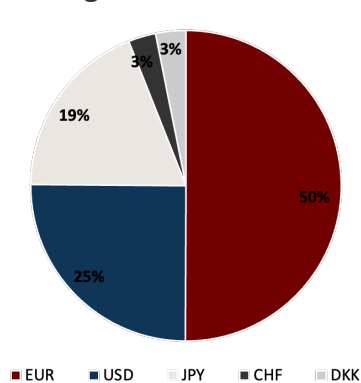
Talente Pool		in %	Performance
11	BioNtech	3,9%	-3,73%
12	DEFAMA	3,3%	+0,72%
13	Novo-Nordisk	3,2%	-2,06%
14	2G energy	3,1%	+1,17%
15	Mayr-Melnhof	2,9%	-0,55%
16	Nestle SA	2,8%	+0,38%
17	Hypoport AG	2,8%	+0,26%
18	Hermle AG Vz	2,6%	-0,56%
19	Grenke	2,6%	-5,78%
20	Bechtle	2,1%	-0,14%
21	Booking Holdings	1,0%	+0,06%
22	Jumbo	0,9%	-0,01%



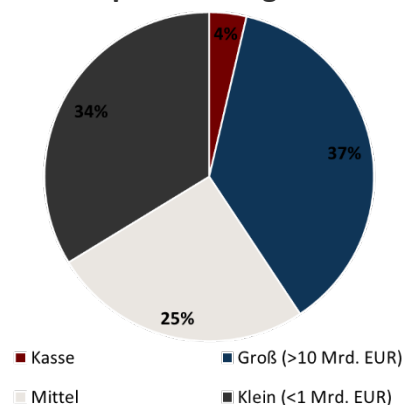
**Länder:**



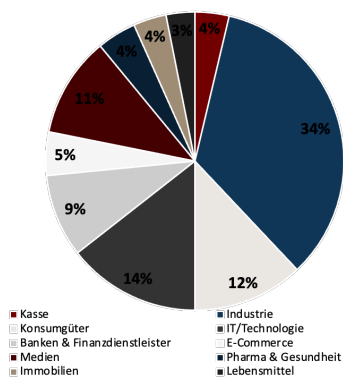
**Währungen:**



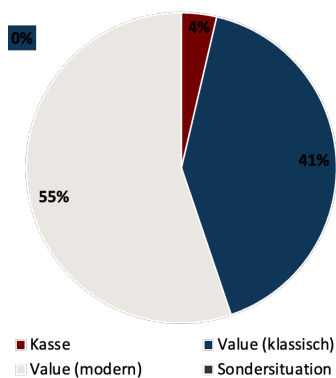
**Marktkapitalisierung:**



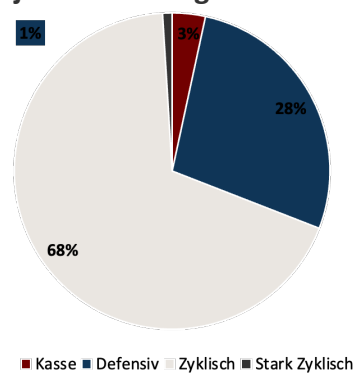
**Branchen:**



**Investmentstil:**



**Konjunkturanfälligkeit:**





## AI-Prompt des Monats

WICHTIG: Nutze primär die beigefügten Dokumente. Wenn du externe Quellen nutzt, nenne sie.  
Trenne strikt: (1) Fakten aus Quellen (mit Fundstelle/Seite oder Abschnitt), (2) Interpretation, (3) offene Fragen.  
Gib zu jeder zentralen Aussage eine Konfidenz (hoch/mittel/niedrig) und sag warum.  
Wenn Daten fehlen: Sag explizit „nicht im Material enthalten“ statt zu raten.

Dieser Prompt-Wrapper (kann vor jede Analyse-Frage gesetzt werden) ist mein kleines „Qualitätsgeländer“ für die Arbeit mit AI: Er zwingt das Modell dazu, strikt zwischen Fakten (mit Quelle), Interpretation und offenen Fragen zu trennen und Unsicherheit transparent zu machen (inkl. Konfidenz). Das reduziert typische Fehler (wie Vermischung von Analyse und Behauptung) und macht Ergebnisse besser prüfbar, gerade wenn es um Quartalsberichte, Guidance oder Marktannahmen geht. Restrisiko: Auch mit Wrapper kann die AI-Inhalte falsch verstehen, Zahlen verwechseln oder aus fehlenden Informationen „plausibel“ ergänzen – besonders, wenn die zugrunde liegenden Dokumente unvollständig sind oder Begriffe uneindeutig verwendet werden. Deshalb gilt: AI-Outputs sind ein schneller Startpunkt für Struktur und Hypothesen, aber entscheidende Aussagen (Zahlen, Zitate, Kausalitäten) werden weiterhin gegen Primärquellen gegengecheckt.



## 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.*