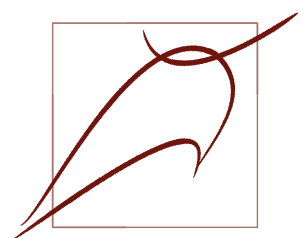




Till Schwalms

Value Investing Brief

November 2025





Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

ich spreche heute ein unbeliebtes Thema an, das uns alle betrifft: Wie soll man in Deutschland Vermögen besteuern?

Aber erstmal: Warum schreibe ich öffentlich darüber? Ich glaube, das Thema wird uns in den nächsten Jahren öfter begegnen. Es ist offensichtlich, dass unsere umlagefinanzierten Sozialsysteme aufgrund der Demografie an ihre Grenzen stoßen – sowohl das Renten- als auch das Gesundheitssystem. Unter der Prämisse, dass es schwer wird, den Leistungsempfängern ihre Privilegien zu kürzen, da sie die Mehrheit der Wahlbevölkerung darstellen, bleibt als wahrscheinlichere Lösung, die Einnahmeseite zu erhöhen.

Am einfachsten wäre, um die Einnahmen zu erhöhen, eine intelligente Einwanderungspolitik. Dies sehe ich in unserem heutigen politischen Umfeld als nicht umsetzbar. Eine risikante Lösung wäre, auf extreme Effizienzzuwächse zu setzen, sodass die verhältnismäßig wenigen Einzahlenden die Leistungen der Empfängerinnen & Empfänger erwirtschaften können – durch KI durchaus ein mögliches, aber sehr spekulatives Szenario.

Das heißt, es ist wahrscheinlich, dass die Politik versuchen wird, das System über die Substanz zu finanzieren.

Gesellschaftlich wäre dies auch fair, da 1) die Vermögen hauptsächlich bei den Älteren (Leistungsempfängerinnen & -empfänger) liegen; 2) sich Vermögen zunehmend konzentriert; 3) Vermögen wächst, ohne dass die Rendite periodengerecht versteuert wird: Eine Zugewinnversteuerung findet erst bei Realisierung statt und auch dann nicht immer (Immobilien, Gold etc.).

Das gesagt, bin ich trotzdem kein Befürworter einer Vermögenssteuer: 1) Sie ist in der Erhebung ineffizient: Vermögenswerte zu bewerten ist mein Beruf, ich kann also gut einschätzen, dass dies aufwendig und teuer ist; 2) sie ist ungerecht: Zwei Vermögenswerte mit ähnlichem Substanzwert – einer an der Börse, einer privat gehalten – werden in unterschiedlichen Börsenzyklen unterschiedlich bewertet; 3) in Krisenphasen wird die Substanz produktiver Vermögen reduziert, während es im Interesse der Gesellschaft ist, diese zu erhöhen.

Was ich jedoch befürworten würde – und hier könnte man die Steuereinnahmen erhöhen – wäre eine Gleichstellung aller Vermögen und eine Degression der Steuer hinsichtlich der Haltedauer eines Vermögenswertes. Dies würde langfristige Investitionen in produktives Vermögen steuerlich attraktiver machen und kurzfristige spekulative Gewinne auf unproduktives Vermögen unattraktiver.

Als produktives Vermögen sehe ich Vermögenswerte, welche über ihre Haltedauer einen Nutzen über den Preis des Vermögenswertes selbst hinaus erzielen. Ein Unternehmen schöpft Werte, indem es Produkte oder Dienstleistungen verkauft; der Gewinn dieser Verkäufe stellt den Nutzen des Vermögens dar. Ähnlich ist es bei Immobilien oder Infrastruktur: Die Nutzung dieser (Vermieten, Maut etc.) stellt ihren Nutzen dar. Unproduktives Vermögen hat dagegen keinen inneren Cashflow, sondern wird nur über den Preis definiert. Dazu gehören Kunstwerke, Rohstoffe, Edelmetalle wie Gold oder auch die meisten Kryptowährungen.

In Deutschland besteuern wir produktives Vermögen höher. Steuerlich werden ineffiziente Vermögenswerte übervorteilt. So werden Gewinne aus Unternehmensanteilen mit 25 %



Abgeltungssteuer belegt, während zwar Immobilien im Privatbesitz nach 10 Jahren steuerfrei sind, Gold und Kryptowährungen aber bereits nach 1 Jahr steuerfrei veräußert werden können. Dies war früher bei Aktien auch der Fall. Warum Aktien heute eine steuerliche Ausnahme darstellen, konnte mir bisher niemand gut erklären. Und natürlich erfüllen Gold und manche Kryptowährungen für viele Menschen eine Absicherungsfunktion, aber steuerlich sollten sie nicht stärker begünstigt werden als echte Wertschöpfung.

Mein Vorschlag: Bevor wir also über Vermögensteuer sprechen, sprechen wir doch lieber darüber, die Ausnahmen zur Norm zu machen und alle Anlagevermögen gleich zu besteuern.

Und mein zweiter Vorschlag: Bevor wir über die Vermögenssteuer sprechen, sprechen wir doch lieber über eine höhere Besteuerung von Spekulationsgewinnen.

Um das Ganze konkret zu machen: Wieso nicht alle Vermögensgewinne, die innerhalb von 12 Monaten realisiert werden, mit 50 % Steuer belegen? Die, die innerhalb von 10 Jahren realisiert werden, mit 25 %? Und wenn man sein Vermögen über 10 Jahre in einem Vermögenswert hält (überwiegend Familienunternehmen und Immobilien im Eigenbesitz), dann fallen nur noch 10 % Steuer an? Es wird kein Unterschied gemacht, ob man an einem Unternehmen beteiligt ist, ob man in Immobilien investiert oder auch ob man Gold und Krypto kauft.

Das Charmante an dieser Art der Besteuerung von Gewinnen aus Vermögen: 1) Sie ist relativ einfach umzusetzen; 2) die Steuereinnahmen werden erhöht: Ein Großteil der Anlagen, die heute mit 25 % besteuert werden, wird deutlich kürzer als 10 Jahre gehalten (Ø Haltedauer

bei Aktien ist <1 Jahr). Auch für Immobilien, die im Durchschnitt länger gehalten werden als 10 Jahre, erhöht sich die Steuer; 3) zwischen den Vermögenswerten gäbe es eine höhere Steuergerechtigkeit; insbesondere Gold und Krypto würden nicht mehr bessergestellt.

Meine These wäre sogar, dass die Substanz in Deutschland durch eine solche Reform gestärkt würde, obwohl die Steuern erhöht werden. Langfristig gebundenes produktives Kapital wird im Vergleich zum heutigen System belohnt. Gesellschaftlich hat es wenig Nutzen, Gold in Tresoren zu halten oder in Kryptowährungen ohne inneren Cashflow zu investieren. Ein deutlich höherer gesellschaftlicher Nutzen ist die Investition in Unternehmen, Immobilien und Infrastruktur. Warum übervorteilen wir in unserem aktuellen Steuersystem also unproduktives Kapital gegenüber produktivem?

Um das noch einmal klarzumachen: Ich will nicht Kapital bestrafen, ich will fairere Marktanreize für produktive Kapitalbildung.

Und ganz uneigennützig bin ich auch nicht 😊

TISCOL wird bald 7 Jahre alt. Die Gewinne aus meiner Firma muss ich mit 25 % versteuern. Ich möchte TISCOL noch einige Jahre führen. Steuern von 10 % wären mir lieber.

Das nächste Mal wird es wieder weniger politisch, und ich berichte vom Eigenkapitalforum aus Frankfurt.

Wenn Sie mich dort treffen wollen, schreibe Sie mir gerne eine Nachricht.

Bleiben Sie stabil!

Ihr Till Schwalm



Inhaltsübersicht

Vorwort	2
Inhaltsübersicht	4
Aktuelle Einblicke	5
Spotlight: PayPal	9
Spotlight: Energiekontor	11
Unser Muster-Portfolio	14
AI-Prompt des Monats	16
Disclaimer	17



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	23.11.	negativ ●		mehr
Alibaba	11.11.			mehr
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	mehr
Bechtle	14.11.			
BioNTech	neutral ●	positiv ●	neutral ●	mehr
CEWE	13.11.			
DEFAMA	November			
Energiekontor	12.11.	negativ ●		Spotlight
Grenke	13.11.			
HelloFresh	negativ ●	neutral ●	neutral ●	mehr
Hermle	19.11.			
Hypoport	neutral ●	neutral ●	neutral ●	mehr
Mayr-Melnhof	neutral ●	negativ ●	neutral ●	mehr
Multiply	13.11.			
Nestlé	positiv ●	positiv ●	positiv ●	mehr
Nintendo	04.11.			
Novo Nordisk	05.11.			
PayPal	positiv ●	positiv ●	positiv ●	Spotlight
Shelly	positiv ●	positiv ●	positiv ●	mehr
Takeuchi	positiv ●	positiv ●	neutral ●	mehr
WBD	06.11.			mehr

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

Shelly

Shelly mit einem Umsatzanstieg, der deutlich über den Erwartungen liegt, in Q3 +44 %. Die ersten 9 Monate kommen damit auf ein Plus von 34,5 %.

Hypoport

Hypoport mit vorläufigen Zahlen. Geschäft, insbesondere mit Krediten für Bestandimmobilien, normalisiert sich weiter. Wachstum vor allem über Genossenschaftsbanken und Sparkassen. Wachstum ist weiterhin zweistellig,

aber langsamer als in den ersten 6 Monaten. Insgesamt ist der Eindruck durchwachsen. Die Umsatzprognose wurde von 640 Mio. EUR auf 600 Mio. EUR reduziert, bei gleichbleibendem Gewinn. Hintergrund ist die Entwicklung der Starpool Finanz GmbH, einem Joint Venture mit der Deutschen Bank, was im Kerngeschäft von Hypoport angelegt ist, eine B2B-Plattform für Vermittler von Baufinanzierung. Das ist widersprüchlich. Allerdings wurden die Umsätze von Starpool erst im April umklassifiziert (von Nettodarstellung zu Bruttodarstellung), sodass die Umsatzzahlen damals schon einmal angepasst wurden. Ich gehe momentan von einem lokalen Problem in Starpool aus, welches



tatsächlich auch nur buchhalterisch sein könnte und nicht von einem Marktproblem.

Alibaba

Alibaba ist Leidtragender des US/China Zollstreits. Anders als zuvor verhindert China nun den Import von Nvidia AI Chips, sodass Investierende fürchten, dass das den AI-Boom im Land (bei Alibaba) bremst. Allerdings nutzt Alibaba inzwischen auch eigene Prozessoren, so dass ich den Push der chinesischen Regierung gegen Nvidia eher als Argument für Alibaba sehe.

Warner Bros. Discovery

20 USD in Cash soll das Übernahmeangebot von Paramount sein. Das halte ich für zu wenig. Das Management von WBD veröffentlichte, dass es mehrere Angebote für die Firma gibt und man sich selbst zum Verkauf stellt. WBD setzt parallel den bereits angekündigten Plan fort, sich in zwei eigenständige Medien-gesellschaften aufzuspalten: Warner Bros. und Discovery Global. Es gibt keinen konkreten Zeitplan. Ich habe die Gelegenheit genutzt, die Position weiter in homöopathischen Dosen zu reduzieren. Zudem hat Netflix Ende des Monats offiziell angekündigt zu prüfen, ob sie Teile von WBD übernehmen.

Takeuchi

Takeuchi mit versetzten Halbjahreszahlen. Die waren insbesondere in Nordamerika sehr gut. Nachdem man aufgrund der Zölle im kalendarischen Q2 einen deutlichen Rückgang gesehen hat, konnte dieser im kalendarischen Q3 vollständig aufgeholt werden. Tatsächlich war es nur eine Verschiebung der Umsätze. Die Prognose wurde entsprechend wieder angehoben. Allerdings ist der Auftragseingang weiterhin niedriger als der Umsatz, sodass der

Auftragsbestand jetzt weniger als ½ Jahr ausmacht. Das Management sieht den Auftragsbestand auf ein gesundes, normalisiertes Niveau zurückgekehrt, was eine bessere Produktionssteuerung erlaubt. Eine Nachfrageschwäche wird nicht explizit erwähnt. Negativ fällt auf, dass Takeuchi die Zollkosten für 2025 auf 15 % des operativen Gewinns oder 5 % des Umsatzes schätzt. Die Börse hat auf die Zahlen optimistisch reagiert. Ich finde sie okay.

Nestlé

Nestlé hat im dritten Quartal ein organisches Wachstum von soliden +4,3 % gemeldet – getrieben von Preisanpassungen (+2,8 %) und einer leichten Erholung beim Realwachstum (+1,5 %). Der neue CEO Philipp Navratil kündigte zeitgleich einen Abbau von 16.000 Stellen weltweit an. Die Börse reagierte mit einem Kursanstieg von +10 %. Ich habe mich jetzt auch etwas ausführlicher mit dem neuen CEO auseinandergesetzt. Mit Philipp Navratil zieht ein effizienter und direkter Führungsstil in die Chefetage ein. Der Fokus liegt klar auf Performance. Es geht darum, Marktanteile zu gewinnen. Die Ankündigung des Stellenabbaus signalisiert, dass Nestlé bereit ist, unbequeme, aber strategisch notwendige Schritte zu gehen. Zudem hat Nestlé im Herbst erfolgreich den zweijährigen Umstieg von einer On-Premise-Lösung auf SAP S/4HANA abgeschlossen. Die Umstellung auf das neue ERP-System dürfte mittelfristig zu besserer Datenverfügbarkeit und dem möglichen Einsatz von AI führen. Aus Investierendensicht besonders relevant: Solche IT-Großprojekte binden in der Regel erhebliche Ressourcen und Managementaufmerksamkeit. Der neue CEO profitiert nun davon, dass dieses Fundament gelegt ist.

2G Energy

Die 2G Energy AG hat ihre Umsatz- und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2025 nach



unten angepasst. Erwartet werden nun Umsätze zwischen 380 und 400 Mio. EUR (zuvor: 430 bis 440 Mio. EUR). Auch die EBIT-Marge wird mit 6,5–8,0 % geringer ausfallen als zuletzt angenommen (8,5–9,5 %). Gründe hierfür sind vor allem eine temporäre Belastung im Servicegeschäft infolge einer ERP-Umstellung in Deutschland. Trotz dieses Dämpfers bleibt der Vorstand für die kommenden Jahre optimistisch. Besonders erfreulich ist der Auftragszugang im dritten Quartal 2025 außerhalb der Ukraine, der im Vergleich zum Vorjahr um rund 30 % gestiegen ist. Das Auftragsbuch ist damit stark gewachsen. Für das Jahr 2026 hält das Unternehmen an seinen Zielen fest: Es wird weiterhin mit einem Umsatz zwischen 440 und 490 Mio. EUR und einer EBIT-Marge von 9,0–11,0 % gerechnet. Wachstumsimpulse sollen dabei v.a. aus dem neu erschlossenen Datacenter-Markt in Europa und Nordamerika sowie dem deutschen Biomasse-Paket kommen.

HelloFresh

Der erste Blick auf die aktuellen Zahlen von HelloFresh fällt ernüchternd aus. Besonders die US-Tochter RTE enttäuscht erneut mit einem Umsatzrückgang von -4,8 %. Auch auf Konzernebene zeigt sich ein deutliches Minus von -9,3 % im Umsatz. Zwar ist die Bruttomarge leicht gestiegen, doch gleichzeitig erhöhen sich die Marketingausgaben wieder überproportional. Auch die Kosten auf Holdingebene steigen, was in Summe zu einer geringeren Profitabilität führt. Ein weiterer Wermutstropfen: Der Free Cashflow konnte im dritten Quartal nicht mehr verbessert werden. Zwar ist dieser angesichts des starken Umsatzrückgangs vergleichsweise robust, doch reicht das nicht für eine positive Gesamtbewertung. Bemerkenswert bleibt, dass das negative Working Capital bislang keinen massiven Liquiditätsabfluss zur Folge hatte, ein Umstand, der positiv überrascht. Auf das Gesamtjahr ist der

Cashflow bisher sehr gut. Der Ausblick bleibt unverändert. Auch der Aktienkurs zeigt sich nahezu bewegungslos im Vergleich zum Vorquartal, was angesichts der operativen Entwicklung für HelloFresh überraschend ist. Scheint keiner mehr in der Aktie zu sein, die an Wachstum glauben. Dies kann man optimistisch werten, sollte es mal wieder ein gutes Quartal geben.

Alphabet

Fantastische Top-Line-Zahlen: Der Umsatz wuchs um beeindruckende +16 % auf über 100 Mrd. USD, das EBIT legte um +9,5 % zu mit Margen immer noch über 30 % und das, obwohl es durch eine EU-Strafe belastet ist. Besonders stark entwickelte sich das Cloud-Geschäft mit +34 % Umsatzwachstum und einem EBIT-Anstieg von 85 %. Auf der anderen Seite stiegen die Investitionen (CAPEX) um satte 83 % auf 23 Mrd. USD, das entspricht rund 23 % des Quartalsumsatzes. Positiv ist jedoch: Der operative Cashflow reicht weiterhin deutlich aus, um diese Investitionen zu finanzieren. Alphabet verbrennt also kein Geld. Im Earnings Call wurden auch „Agentic Shopping“ sowie PayPal als Use Case thematisiert mit dem klaren Ziel, die Monetarisierung von AI-Initiativen voranzutreiben.

BioNTech

BioNTech mit guten Zahlen. Ausblick wurde deutlich erhöht. Man hat 1,5 Mrd. USD von Bristol Myers Squibb. Passt alles.

Mayr-Melnhof

Geschäftliche Entwicklung ist unverändert schwierig. Weiterhin ist das Geschäft geprägt von Effizienzmaßnahmen. Zinstragende Verschuldung -13 % und Zinslast -30 % konnte deutlich gesenkt werden. Umsatz ist aufgrund



des Verkaufs der TANN Group leicht rückläufig, während die Marge gesteigert werden konnte und das operative Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr fast unverändert ist. Operativer Cash-flow war gut. Ausblick ist eher negativ. Das

Unternehmen spricht von einem Verdrängungswettbewerb und hohem Kostendruck. Insgesamt eine unveränderte Situation – gutes Unternehmen, schlechter Markt.



Spotlight: PayPal

PayPal hat überzeugende Zahlen geliefert: Außenumsatz +8 %, Gesamtumsatz +7 %, Venmo und PayPal-Umsatz jeweils +8 %, Gewinn pro Aktie +12 %. Der normalisierte Free Cashflow liegt mit über 2 Mrd. USD auf einem sehr guten Niveau. Zudem wurden weitere 1,7 % der ausstehenden Aktien zurückgekauft. Venmo läuft weiterhin hervorragend, die Nutzenden verwenden es zunehmend auch zum Einkaufen, das Umsatzwachstum in diesem Bereich liegt bei rund +20 %. PayPal erreicht mit Venmo vor allem eine deutlich jüngere Demografie. Auch die Debitcard entwickelt sich mit +65 % von einer kleinen Basis aus stark. Neu ist außerdem die Einführung einer quartalsweisen Dividende von 0,14 USD je Aktie.

Das spannendste Thema ist aber die kürzlich verkündete Partnerschaft mit ChatGPT – nach Perplexity und Gemini bereits die dritte Kooperation im Bereich generativer KI. Noch gibt es keine konkrete Dienstleistung aus dieser Zusammenarbeit, aber die strategische Richtung ist klar: PayPal möchte sich als zentraler Zahlungsdienstleister für „agentic commerce“ – also Käufe, die direkt über KI-Agenten ausgelöst werden – positionieren. Die Idee wird in diesem [Video](#) gut erklärt.

Der Gedanke dahinter: ChatGPT kann zwar Empfehlungen geben, aber nicht selbst Zahlungen abwickeln oder die Zahlungsinformationen des Nutzenden an Shops weitergeben. PayPal hat hier den entscheidenden Vorteil, dass es bereits an die meisten E-Commerce-

Plattformen angebunden ist. Die Partnerschaft macht es also für Händler noch attraktiver, den PayPal-Checkout anzubieten. Wenn künftig vermehrt über ChatGPT gekauft wird und ChatGPT vermutlich bevorzugt Anbieter zeigt, bei denen ein direkter Kauf über die Plattform möglich ist, dann werden Händler, die PayPal nicht anbieten, Kundinnen und Kunden verlieren. PayPal profitiert also doppelt: durch höhere Transaktionsvolumina und eine stärkere Marktposition.

Ein interessanter Nebeneffekt: Alphabet steht dadurch unter Druck. Während Alphabet mit seiner Gemini/PayPal-Partnerschaft dieselbe Strategie verfolgt, könnte OpenAI PayPal im „agentischen Handel“ schneller skalieren. Bisher haben viele Nutzende Produktempfehlungen über ChatGPT eingeholt, anschließend aber gegoogelt, um die Angebote zu vergleichen. Damit ging der Werbeumsatz an Google. Wenn man künftig direkt über ChatGPT kaufen kann, entfällt dieser Schritt und Google verliert Umsatz.

In diesem Zusammenhang ist zu unterstreichen, dass hier für PayPal ein strategische Vorteil gegenüber Apple Pay und Google Pay gibt: ChatGPT hat wenig Anreiz, Apple Pay oder Google Pay direkt einzubinden, da sie keinen direkten Zugang zu den Händlern haben, wie PayPal, der auch ein echter Zahlungsabwickler, wie Adyen ist. Damit könnte PayPal zum natürlichen Standard für den Zahlungsverkehr in dieser neuen KI-Handelswelt werden.



In Summe finde ich unser Investment in PayPal sehr überzeugend. Entstanden aus einem antizyklischen Sentimentinvestment entwickelt sich PayPal zu einer Position, die ich strategisch langfristig halten werde.

James Chriss (PayPal CEO) über Agentic Commerce

Hier ist noch ein interessanter Auszug aus dem Earnings Call Transkript (Übersetzt mit Chat-GPT) über die Möglichkeiten und Vorteile von PayPal in der spannenden neuen KI-Welt:

„Wenn es um unsere Erfolgsaussichten geht, sind wir überzeugt, dass wir hier [agentic commerce durch KI] sehr gut positioniert sind. Lassen Sie mich das kurz in einzelne Komponenten aufteilen:

Zunächst auf der Händlerseite: Händler müssen künftig herausfinden, wie sie sich mit den verschiedenen großen Sprachmodellen (LLMs) verbinden können. Das ist allerdings komplex, denn es gibt mehrere davon. Und egal, ob man ein großes Unternehmen oder ein kleiner Betrieb ist – niemand hat die Kapazitäten, sich einzeln mit jedem dieser Modelle zu integrieren, den Produktkatalog bereitzustellen und die jeweils unterschiedlichen Anforderungen an Identitäts- und Betrugsschutz zu verstehen.

Genau deshalb haben wir heute unsere PayPal Agentic Commerce Services vorgestellt. Sie ermöglichen es Händlern, sich einmalig mit PayPal – einem Partner, den sie kennen und dem sie seit Jahren vertrauen – zu verbinden und dadurch alle relevanten LLMs zu erreichen. Händler erhalten damit vollen Zugang zu

den Konsumierenden über sämtliche Plattformen hinweg. Das ist ein enormer Vorteil. Wir bieten ihnen Verkäuferschutz und die Möglichkeit, ihr Geschäft über alle LLMs hinweg zu skalieren.

Auch aus Verbrauchersicht sind wir hervorragend positioniert. Wir verfügen über eines der größten digitalen Wallet-Ökosysteme weltweit und können Nutzenden Vertrauen, Sicherheit, Käuferschutz sowie die Möglichkeit bieten, auf jedem gewünschten LLM Einkäufe zu tätigen. Sie können die Geldbörse nutzen, die sie kennen und der sie vertrauen – mit einem durchgängigen, positiven Erlebnis, das nicht nur den Kauf selbst umfasst, sondern auch alles, was danach passiert: Paketverfolgung, Kundenservice oder Rücksendungen. Auch das ist ein großer Gewinn für die Verbraucher.

Und schließlich für die LLMs selbst: Es würde mehr als ein Jahrzehnt dauern, ein ähnliches Händlernetzwerk aufzubauen wie das, das PayPal über die letzten Jahrzehnte geschaffen hat – von großen Marken bis hin zu kleinen Händlern. Stattdessen können die LLMs einfach mit uns zusammenarbeiten und erhalten sofortigen Zugang zu zig Millionen Händlern weltweit, inklusive Identitätsprüfung, Authentifizierung, Betrugsschutz und Zahlungsabwicklung im globalen Maßstab.

Wir sind überzeugt, dass wir dieses neue Ökosystem miteinander verbinden. Es wird zwar etwas Zeit brauchen, bis sich der „agentische Handel“ im Gesamtmarkt etabliert, aber unser Ziel bleibt, Kundinnen und Kunden dort zu begegnen, wo sie sind – online, offline und künftig auch im agentischen Umfeld. PayPal ist dafür hervorragend aufgestellt.“



EnergieKontor

Spotlight: Energiekontor

Energiekontor hat Mitte Oktober eine deutliche Gewinnwarnung ausgesprochen. Der bisherige Ausblick von 70–90 Mio. EUR Gewinn vor Steuern wurde auf nur noch 30–40 Mio. EUR halbiert, ein Rückgang um mehr als 50 %. Hauptgrund sind Verzögerungen im Projektgeschäft, das sich als zunehmend volatil erweist. Nachdem es bereits 2024 zu Problemen kam, halte ich die erneuten Verzögerungen in 2025 für kritisch.

Das Unternehmen verweist auf zwei Ursachen: einerseits Projektverzögerungen in Deutschland, bedingt durch eine zunehmend skeptische Haltung der neuen Wirtschaftsministerin gegenüber dem Ausbau der Erneuerbaren („Überkapazitäten“, „Überförderung“, „Netzausbau vor Tempo“) und andererseits auf veränderte Rahmenbedingungen in Großbritannien, wo eine „Grid Reform“ den Anschluss neuer Projekte verzögert.

Im Call betonte das Management mehrfach, dass es keine fundamentale Verschlechterung des Geschäfts gebe. Die Verschiebung des Ergebnisses betrifft vor allem Projekte in Großbritannien, wo sich Genehmigungen („planning authority“) und die angekündigte Netzreform unerwartet um mehrere Monate verzögert haben. Bis zum zweiten Quartal 2026 wird hier mit Freigaben gerechnet. Theoretisch kann es aber auch schon nächsten Monat so weit sein. Das Management vermittelte das Gefühl, dass aufgrund der laufenden Reform niemand im Markt genau weiß, wann die

Permits tatsächlich kommen. Die betroffenen Transaktionen seien weiterhin on going, also aktiv in Arbeit, aber nicht sicher, solange die Genehmigungen und Vertragsunterzeichnungen fehlen.

Das Management sprach gleichzeitig von einem operativ starken Jahr 2025, dessen Ertrag sich jedoch erst 2026/27 bilanziell zeigen werde. Hauptauslöser der Gewinnwarnung ist ein einzelnes 115-MW-Projekt in Großbritannien, dessen Verkauf sich durch fehlende Permits verzögert. Auch in Deutschland verschiebt sich die Projektpipeline, statt „ready-to-build“-Verkäufen sind nur noch „turnkey“-Deals möglich. Das war anders für 2025 erwartet, hat aber die Gewinnwarnung nicht ausgelöst.

Zu möglichen Margendruck oder Käuferabsagen äußerte sich das Management zurückhaltend, sah aber aktuell keine gravierenden Risiken. Der Uniper-Deal sei nicht betroffen. Insgesamt vermittelte der Call den Eindruck eines zeitlichen, nicht strukturellen Problems.

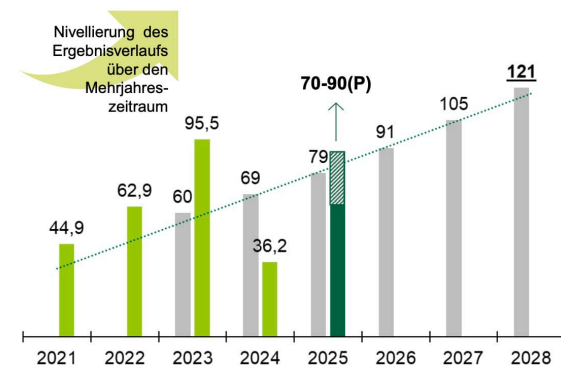
Um die eigenen Ziele zu erreichen, muss Energiekontor eigentlich bereits 2026 120 Mio. EUR Gewinn vor Steuern einfahren (siehe Grafik).



Geschäftsjahr 2024 ist wichtiger Bestandteil für Zielerreichung in 2028

Lineare vs. tatsächliche Ergebnisentwicklung

(EBT in Mio. €)



¹Das Konzern-EBT 2023 in Höhe von 60 Mio. € entspricht der in 2022 angestrebten EBT-Entwicklung für das Geschäftsjahr 2023. Grüne Balken: wie berichtet. Graue Balken: durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 15% (linear). (P): Prognose.

15. Mai 2025

Energiekontor AG / Unternehmenspräsentation / Geschäftsjahr 2024 und Q1 2025

Wachstumsstrategie 2023¹ bis 2028

- Ziel-EBT-Wachstum auf rund 120 Mio. € im GJ 2028
- Basierend auf bewährtem organischen Wachstumsmodell (50/50-Übernahmequote) und einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 15% (linear)
- Fokus auf etablierte Technologien (Wind an Land und Solar) und weiterer Ausbau des Solargeschäfts
- Konzentration auf bestehende Ländermärkte mit langfristig stabilen rechtlichen, wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen
- Regionale Expansion in bestehenden Ländermärkten
- Aufbau weiterer Regionalteams und Büros
- Fokus auf Wirtschaftlichkeit, organisatorische Effizienz und Kostenführerschaft

Potenziale der Projektpipeline bis Ende 2028

- Realisierungsvolumen von insgesamt 3 bis 4 GW
- Ausbau des eigenen Portfolios auf 1,5 bis 2,0 GW

38

Zyklische Schwankung oder „New Normal“?

Die entscheidende Frage lautet nun: Handelt es sich um eine normale zyklische Schwankung oder erleben wir ein neues Normal?

Zyklische Erklärung:

Diese Lesart würde die Gewinnwarnung relativieren. Nach einem überdurchschnittlich starken Jahr 2023 (durch vorgezogene Projektabschlüsse) folgten 2024 und 2025 zwei schwächere Jahre. In diesem Szenario wäre 2026 das Nachholjahr mit einem möglichen Gewinnsprung auf 90–120 Mio. EUR. Die Aussagen des Managements, insbesondere vom CEO, deuten zunächst in diese Richtung.

„New Normal“:

„Projektverzögerungen in Deutschland“ klingt zunächst nach einem temporären Problem. Doch vor dem Hintergrund der jüngsten Aussagen von Wirtschaftsministerin Reiche („Überkapazitäten“, „Überförderung“, „Netzausbau hat Vorrang“, „Systemstabilität wichtiger als Tempo“) erscheint eine strukturelle Verlangsamung des Ausbaus durchaus möglich.

Ihr eigener Monitoringbericht zur Energiewende fiel zwar positiv aus, dennoch bleibt unklar, wo Deutschland beim Ausbau der Erneuerbaren tatsächlich steht. Diese Unsicherheit betrifft alle Investierenden im Sektor. Und Unsicherheit ist Gift, wenn es um Investitionsentscheidungen in Wind- oder Solarparks geht, gerade bei langfristig orientierten institutionellen Käufern.

In Großbritannien scheint es laut Gewinnwarnung vor allem um „behördlich verursachte Verzögerungen“ zu gehen. Die Rede ist von einer laufenden „Grid Reform“, die Netzanabschlüsse verschiebt. Unklar bleibt, ob diese Reform mittelfristig positive, neutrale oder negative Effekte für Energiekontor haben wird, das sollte man im Auge behalten.

Bewertung und Einordnung

Meine bisherige Bewertung basierte auf der Annahme, dass das Bestandsgeschäft (Eigenparks) den fairen Wert des Unternehmens rechtfertigt und das volatile Projektgeschäft als kostenlose Option obendrauf kommt. Daran ändert sich durch die Gewinnwarnung zunächst nichts. Selbst unter konservativeren



Annahmen bleibt das Verhältnis von Chancen und Risiken attraktiv – vorausgesetzt, das Projektgeschäft verbrennt kein Kapital. Nach aktuellem Stand ist das auch 2025 nicht der Fall.

Weiteres Vorgehen

Ich bleibe investiert, habe Energiekontor nach der Gewinnwarnung aber auf meine Watchlist „Potenzielle Verkäufe“ gesetzt. Nicht, weil ich Zweifel an der Bilanzqualität habe, die ist weiterhin solide, sondern weil sich der Rückenwind für Erneuerbare mittelfristig weiter abschwächen könnte. Das würde das Projektgeschäft weniger wertvoll machen, ohne das Unternehmen grundsätzlich infrage zu stellen.

Positiv ist, dass Energiekontor sehr diszipliniert vorgeht: signifikante Mittel fließen erst, wenn ein PPA, eine Einspeisezusage und die Finanzierung stehen. Die aktivierten Eigenleistungen spiegeln im Wesentlichen den Wert fortgeschrittener Projekte wider, die entweder verkauft oder in den Eigenbestand überführt werden. Diese Werte dürften mittelfristig wieder eingespielt werden.

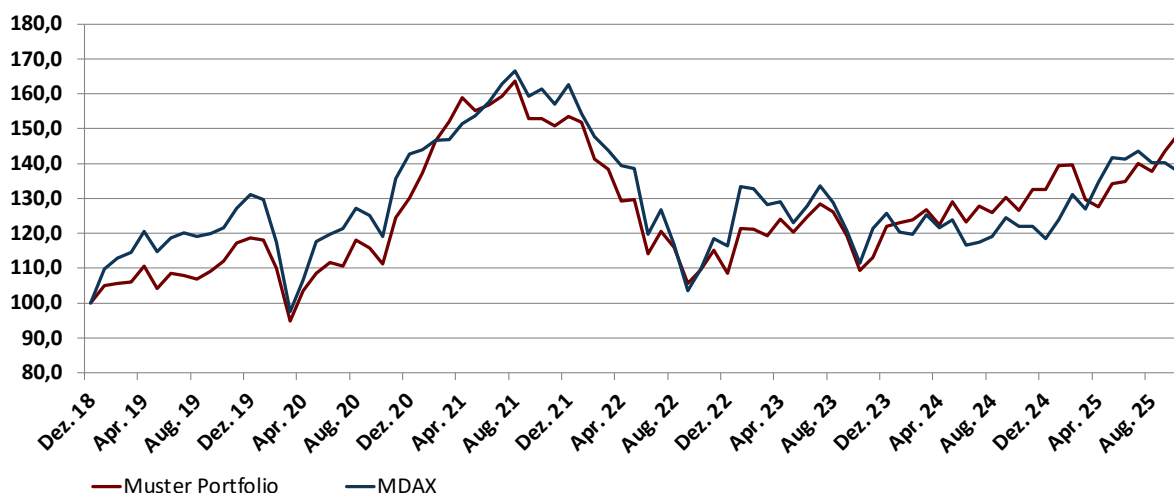
Fazit

Energiekontor bleibt ein solides Unternehmen mit einem bewährten Geschäftsmodell, aber der politische und regulatorische Rahmen hat sich verschoben. Ob das eine temporäre Delle oder der Beginn eines „New Normal“ ist, wird sich erst 2026 zeigen.



Unser Muster-Portfolio

Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Muster Portfolio hat sich mit +3,3 % deutlich positiver als der MDAX entwickelt, der -1,7 % verloren hat. Dabei hat sich das Portfolio durchwachsen entwickelt. Die größten Verlierer waren Energiekontor, Hypoport und 2G Energy – alle nach Zahlen – von deutlich über -10 % bis hin zu über -30 % Verlust bei Energiekontor. Auf der positiven Seite stechen unsere großen Positionen heraus: Takeuchi hat nach Zahlen über +20 % gewonnen und auch WBD unser inzwischen zweitgrößter Artikel wuchs mit über +18 %. Beide Titel zusammen machen über 1/5 des Portfolios aus.

Allokation & neue Positionen

Wir haben die 1 % 2G Energy für 28,- EUR gekauft und jeweils 0,5 % WBD-Aktien für 20,- USD, 21,- USD und 22,- USD verkauft. Von WBD werde ich mich weiter schrittweise trennen, um das Chancen-/Risiko-Verhältnis durch ein Scheitern einer möglichen Übernahme im Vergleich zu dem fairen Wert, den ich sehe, adäquat abzubilden.

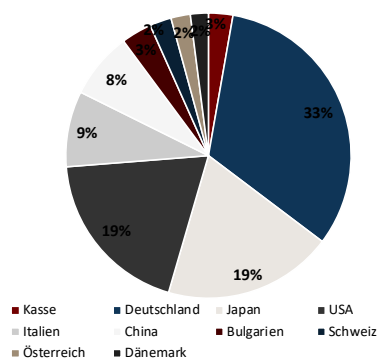


Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

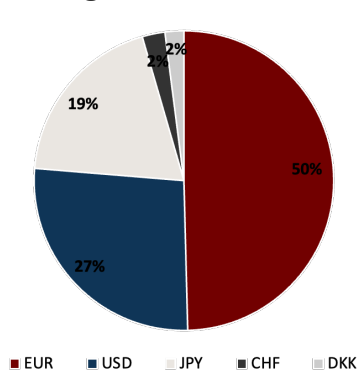
	Kernportfolio	in %	Performance
	Kasse	3,1 %	
1	Takeuchi	12,4%	+7,68%
2	WBD	10,6%	-2,38%
3	Multiply	8,6%	+5,17%
4	Alibaba	7,5%	+2,17%
5	Nintendo	6,8%	+2,85%
6	CeWe Color	6,1%	+1,40%
7	PayPal	4,9%	-1,93%
8	Grenke	4,6%	-5,49%
9	Alphabet	3,6%	+1,52%
10	BioNtech	3,6%	-3,72%
11	Energiekontor	3,6%	-1,08%

	Talente Pool	in %	Performance
12	HelloFresh	3,5%	-11,89%
13	Shelly Group SE	3,4%	+1,12%
14	DEFAMA	3,4%	+0,92%
15	Nestle SA	2,5%	+0,08%
16	2G energy	2,2%	+0,41%
17	Mayr-Melnhof	2,2%	-1,11%
18	Bechtle	2,2%	+0,02%
19	Novo-Nordisk	2,0%	-0,60%
20	Hypoport AG	1,7%	+0,63%
21	Hermle AG	1,5%	-0,74%

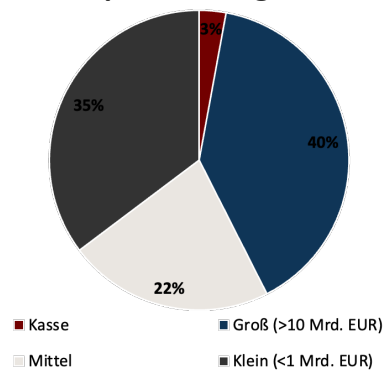
Länder:



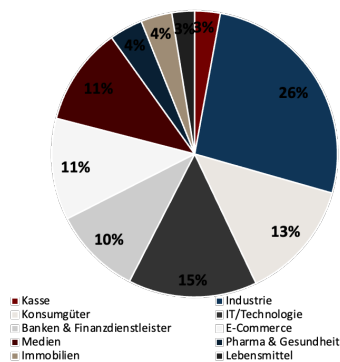
Währungen:



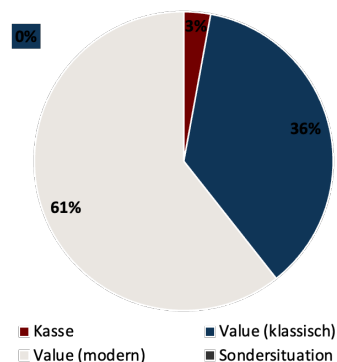
Marktkapitalisierung:



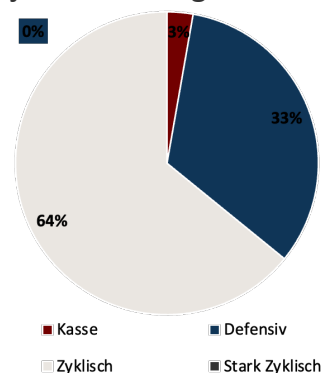
Branchen:



Investmentstil:



Konjunkturanfälligkeit:





AI-Prompt des Monats

- Welche strategischen Schwächen hat [Name des Unternehmens] im aktuellen Marktumfeld?
- Welche Wettbewerber könnten [Name des Unternehmens] mittelfristig Marktanteile streitig machen?
- Was sind mögliche „red flags“ für ein Investment in [Name des Unternehmens]?
- Analysiere als Investor [Name des Hauptkonkurrenten].

Mein AI-Prompt des Monats November ist der Advocat Diaboli oder wie bekämpfe ich mit AI den Confirmation Bias. In Anlehnung an Prompts aus dem Newsletter von Johannes Wild stelle ich eine Methode vor, wie man AI gezielt zur Vermeidung von Confirmation Bias einsetzen kann. Confirmation Bias, also die Neigung, Informationen so zu suchen und zu bewerten, dass sie die eigenen Überzeugungen bestätigen, ist ein ständiger Begleiter in unserer Arbeit. Wenn wir unsere Analysen hauptsächlich mit Informationen „unserer“ Unternehmen füttern, sei es, weil wir dort investiert sind oder sie besonders gut kennen entsteht schnell eine Einseitigkeit, die unser Urteilsvermögen trübt.

Eine hilfreiche Strategie ist es daher, die KI bewusst als Gegenspieler (Advocat Diaboli) zu nutzen. Das funktioniert, indem man Prompts formuliert, die gezielt nach Schwächen, Risiken oder alternativen Perspektiven fragen, wie die obengenannten Beispiele.



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.