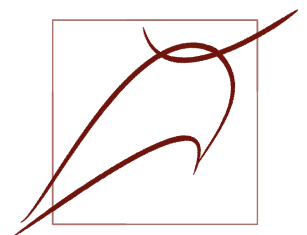


Till Schwalms
Value Investing Brief

Mai 2026





Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

die Börsen zeigen sich derzeit erstaunlich robust. Angesichts des Krieges im Iran, der anhaltenden Unsicherheit rund um die Straße von Hormus und der absehbaren Belastungen für Öl, Gas, Treibstoffe und damit auch für Transport- und Produktionskosten hätte man sich durchaus etwas stärkere Verwerfungen vorstellen können. Stattdessen wirken die Märkte fast gelassen. Vielleicht zu gelassen?! Denn wir steuern auf einen Sommer und Herbst zu, in dem Lieferprobleme bei Treibstoffen nicht nur ein theoretisches Risiko sind, sondern zunehmend in den Alltag von Unternehmen und Verbrauchenden hineinwirken könnten. Ölpreise und Raffineriekapazitäten sind keine abstrakten Makrogrößen. Sie entscheiden darüber, was Logistik kostet, wie stabil Lieferketten funktionieren und wie viel Kaufkraft am Ende übrig bleibt.

Trotzdem gilt: Märkte sind selten dann gefährlich, wenn alle offensichtlich Angst haben. Gefährlicher wird es oft, wenn Risiken bekannt sind, aber nicht mehr wirklich eingepreist werden. Genau diesen Eindruck habe ich aktuell teilweise. Die geopolitische Lage ist fragil, Energie bleibt ein möglicher Inflations- und Kostentreiber, und gleichzeitig stehen viele Aktienmärkte weiterhin relativ gut dar. Das muss kein Widerspruch sein. Es zeigt nur erneut, dass Börsen nicht die Gegenwart bewerten, sondern Erwartungen. Und Erwartungen können sich sehr schnell ändern.

In den letzten Wochen habe ich mich auch aus einem anderen Blickwinkel wieder intensiver mit Erwartungen beschäftigt. Ich habe begonnen, als Gastdozent in Vechta zu unterrichten. Für mich ist das ausgesprochen spannend, weil Lehre immer auch Selbstreflexion bedeutet. Wer anderen erklären möchte, wie Unternehmensbewertung funktioniert, muss zuerst selbst sehr klar formulieren, was er eigentlich tut und was nicht.

In den ersten Einheiten ging es daher um die Grundlagen der Unternehmensbewertung und um eine Frage, die mich im Kern seit vielen Jahren beschäftigt: Was macht eine gute Aktienbewertung eigentlich aus? Aus meiner Sicht ist sie nie nur ein Zahlenmodell. Und sie ist auch nie nur eine schöne Geschichte. Eine gute Bewertung entsteht erst dann, wenn eine Investmentgeschichte, die Zahlen der Vergangenheit und eine plausible Prognose für die Zukunft zusammenpassen. Wenn eines dieser Elemente fehlt, wird es gefährlich. Dann wird aus Analyse schnell Erzählung. Oder aus Excel-Sicherheit eine Scheingenaugigkeit.

Als Fallbeispiel habe ich mich mit den Studierenden unter anderem mit SpaceX beschäftigt. Nicht, weil ich das Unternehmen schlecht finde. Im Gegenteil: SpaceX ist wahrscheinlich eine der spannendsten Unternehmensgeschichten unserer Zeit. Raketenstarts, Starlink, mögliche orbitale Infrastruktur, AI- und Plattformfantasie. Kaum ein anderes Unternehmen bietet derzeit so viele große Narrative gleichzeitig. Genau deshalb eignet es sich hervorragend als Beispiel. Denn je größer die Geschichte ist, desto größer ist die Versuchung, die realen Zahlen in den Hintergrund treten zu lassen.

Geht man die operativen Hauptgeschichten durch, wird schnell klar, wie viel bereits stimmen muss, um sehr hohe Bewertungen zu rechtfertigen. SpaceX müsste im Launch-Geschäft dauerhaft Kostenführer bleiben. Starlink müsste nicht nur wachsen, sondern zu einer global hochprofitablen Kommunikationsplattform werden. Es darf kein Nischenprodukt bleiben. Orbitale Rechenzentren müssten technisch und ökonomisch sinnvoll sein. Und ein mögliches AI- oder Super-App-Ökosystem müsste aus verschiedenen losen Bausteinen tatsächlich ein skalierbares Geschäftsmodell formen. Jede dieser Geschichten ist denkbar.



Aber keine ist sicher und keine heutzutage schon eine Tatsache.

Noch spannender und aus meiner Sicht problematischer wird es, wenn man die Kapitalmarktgeschichte um SpaceX betrachtet. Im Raum steht ein möglicher Börsengang mit einer Bewertung, die SpaceX auf Anhieb in die Liga der wertvollsten Unternehmen der Welt bringen würde. SpaceX soll für eine Bewertung von 1,75 Bio. USD an den Markt kommen, dass ist ungefähr die Unternehmensgröße von Meta (Facebook, Instagram und WhatsApp), die aber 2025 einen operativen Gewinn von 83 Mrd. USD hatten und zumindest in der AI- / Super-App-Ökonomie bessere Bedingungen haben.

Gleichzeitig hat die Nasdaq Änderungen für den Nasdaq-100 vorgeschlagen bzw. umgesetzt, die neu gelisteten Megacaps eine deutlich schnellere Indexaufnahme ermöglichen können. Nach der neuen Fast-Entry-Logik könnte ein sehr großes neues Unternehmen, wie SpaceX, bereits nach 15 Handelstagen in den Index aufgenommen werden, wenn es die entsprechenden Größenkriterien erfüllt.

Das allein wäre schon diskussionswürdig. Wirklich kritisch wird es aber bei niedrigem Streubesitz. Auffällig ist, dass auch die Regeln zum Streubesitz in eine Richtung angepasst werden sollen, die für ein solches IPO relevant wäre. Wenn nur ein kleiner Teil der Aktien tatsächlich frei handelbar ist, entsteht bei schneller Indexaufnahme ein strukturelles Problem: Passive Fonds müssen kaufen, obwohl der frei verfügbare Aktienbestand möglicherweise sehr begrenzt ist. Dadurch kann am Anfang ein erheblicher mechanischer Kaufdruck entstehen, der wenig mit klassischer Preisfindung zu tun hat. Genau hier zeigt sich eine Fehlentwicklung des modernen Indexierens. Passive Produkte waren ursprünglich eine großartige Innovation: günstig, breit gestreut und effizient. Sie funktionieren aber nur dann sauber,

wenn der Index den Markt abbildet und nicht selbst zum Kurstreiber wird.

Ich halte es für gefährlich, wenn Indexmethodik, IPO-Interessen und passive Kapitalströme so eng ineinandergreifen, dass frühe Investierende und Insider potenziell von einer künstlich erzeugten Nachfrage profitieren könnten.

Gerade bei einem Unternehmen mit der Strahlkraft von SpaceX müssen Anlegende nüchtern bleiben. Eine gute Investmentgeschichte ist notwendig. Aber sie ersetzt keine Bewertung. Und eine hohe Bewertung wird nicht dadurch richtiger, dass ein Index sie anschließend kaufen muss. Ein längerer Zeitraum außerhalb des Index wäre für eine faire Preisfindung aus meiner Sicht besser. Hier würde erst einmal nur aktive Marktteilnehmende überlegen, welchem Wert sie SpaceX zuschreiben und den Preis entsprechend in die Richtung bewegen. Ist ein Wert über einen gewissen Zeitraum gefunden, kann das Unternehmen gerne in den Index aufgenommen werden.

Für mich war genau das auch die wichtigste Erkenntnis aus der Lehre der letzten Wochen: Unternehmensbewertung ist nicht die Kunst, eine große Geschichte möglichst weit in die Zukunft zu verlängern. Unternehmensbewertung ist die Disziplin, zu prüfen, welche Geschichte zu welchen Zahlen passt und wo die Geschichte die Zahlen bereits überholt hat.

In diesem Sinne sollten wir gerade in einem Marktumfeld, das geopolitische Risiken erstaunlich gut wegsteckt und gleichzeitig immer größere Narrative bezahlt, nicht zynisch werden, aber wachsam bleiben. Gute Unternehmen verdienen Optimismus. Gute Analyse verlangt Skepsis.

Bleiben Sie stabil!

Ihr Till Schwalm

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	2
Inhaltsübersicht	4
Aktuelle Einblicke.....	5
Unser Muster-Portfolio	8
AI-Prompt des Monats.....	10
Disclaimer	11



Aktuelle Einblicke

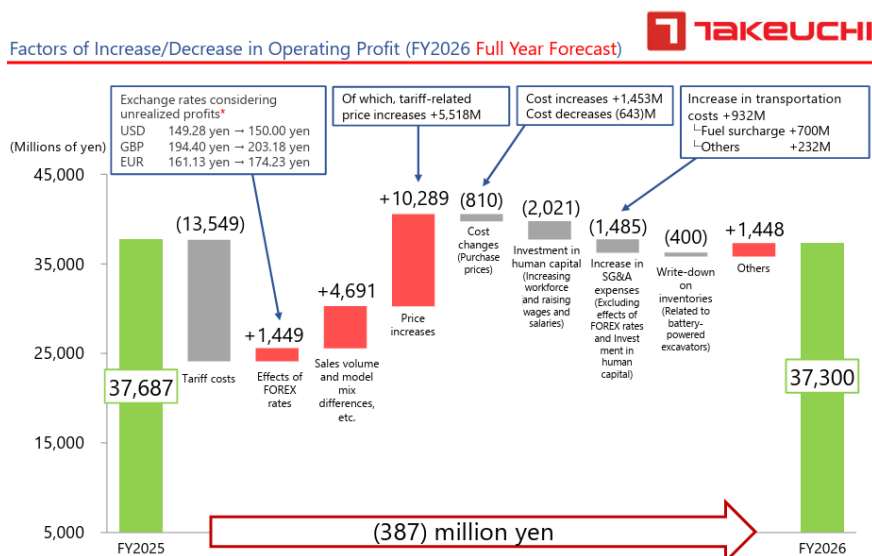
Wichtig! Die Punkte in der Tabelle „neutral“, „negativ“ und „positiv“ bedeuten nicht, dass der Bericht, der Ausblick oder meine Einschätzung zum Unternehmen „neutral“, „negativ“ oder „positiv“ sind. Sondern, dass das Ergebnis, der Ausblick vom Management oder meine Einschätzung in dem Quartal zu meinen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

Name	Δ kal. Q1/26 Bericht	Δ Ausblick 2026	Δ Einschätzung	Details
2G Energy	Mai/Juni			
Alibaba	13.05.			
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	mehr
Bechtle	08.05.			
BioNTech	04.05.			
Booking	positiv ●	negativ ●	neutral ●	mehr
Cewe	12.05.			
DEFAMA	Mai			
Energiekontor	13.05.			
Grenke	13.05.			
Hermle	29.04.			
Hypoport	11.05.			mehr
Jumbo	N/A			
Mayr-Melnhof	neutral ●	negativ ●	negativ ●	mehr
Multiply	08.05.			
Nestlé	positiv ●	neutral ●	neutral ●	mehr
Nintendo	08.05.			
Novo Nordisk	06.05.			
PayPal	05.05.			
Shelly	11.05.			mehr
Takeuchi	neutral ●	positiv ●	neutral ●	mehr
WBD	07.05.			mehr

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

Takeuchi

Zahlen innerhalb der Erwartungen. Ausblick für 2026 ist mit 8 % Umsatzwachstum gut, allerdings auf Kosten der Marge und fallenden Gewinnen. Hier spielen vor allem die Zölle in den USA eine tragende Rolle, die den Gewinn um mehr als -25 % sinken lassen und voraussichtlich nur etwa 50 % durch Preisanpassungen ausgeglichen werden (siehe Bild).





Shelly

Shelly mit vorläufigen Zahlen, die innerhalb der Erwartungen waren. Umsatz wächst um +26 %, dies war so angekündigt, ist aber unter dem langjährigen Wachstum. Die finalen Zahlen kommen am 11.05.2026.

Hypoport

Hypoport mit vorläufigen Zahlen, die durchwachsen ausfallen. Das wichtige Segment Immobilienfinanzierung stagniert, während die Unternehmensfinanzierung und Versicherungen gut wachsen. Beide Segmenten sind aber verhältnismäßig klein im Vergleich zum Hypothekengeschäft.

Nestlé

Nestlé mit soliden Zahlen. Der Konzern zeigt wieder internes Realwachstum, Kaffee bleibt der klare Wachstumsmotor, und Europa sowie die USA wirken widerstandsfähiger als befürchtet. Besonders positiv ist, dass das interne Realwachstum wieder in fast allen Zonen und Kategorien positiv war. Kaffee stach heraus und wuchs organisch um starke 9,3 %, davon entfielen aber weiterhin 5,7 % auf Preise und 3,5 % auf internes Realwachstum. Das ist operativ stark. Der größte Belastungsfaktor war Nutrition. Dort ging das organische Wachstum um 3,9 % zurück, ausgelöst durch den weltweiten vorsorglichen Rückruf von Säuglingsnahrung. Der Rückruf belastete das organische Wachstum des Konzerns im ersten Quartal um rund 90 Basispunkte. Der berichtete Umsatzrückgang von 5,7 % auf Konzernebene sieht auf den ersten Blick schwach aus, ist aber vor allem durch negative Währungseffekte von 9,3 % verzerrt. Für Euro-Investierende ist dieser Effekt zumindest teilweise weniger relevant als für CHF-Anlegende, da die Nestlé-Aktie in Euro gerechnet vom Wechselkurs profitiert. Strategisch bestätigt der Bericht

die Linie unter Philipp Navratil: Fokus auf internes Realwachstum, stärkere Investitionen in Wachstumsplattformen, mehr Marketing und eine Bereinigung des Portfolios. Besonders relevant sind die laufenden Gespräche zu Nestlé Waters & Premium Beverages, der geplante Verkauf von Mainstream-Marken im Bereich Vitamine, Mineralstoffe und Nahrungsergänzungsmittel sowie der vereinbarte Verkauf von Blue Bottle Coffee an Centurium Capital, den Investor hinter Luckin Coffee. Der kolportierte Verkaufspreis von rund 400 Mio. USD läge deutlich unter der damaligen Bewertung von rund 700 Mio. USD beim Einstieg Nestlés. Allerdings behält Nestlé nach Medienberichten zumindest Rechte im Bereich Nespresso-kompatibler Blue-Bottle-Produkte. Der Ausblick wurde bestätigt: organisches Wachstum von etwa 3 % bis 4 %, steigendes internes Realwachstum gegenüber 2025, eine Verbesserung der zugrunde liegenden operativen Marge und ein freier Cashflow von über 9 Mrd. CHF. Das ist für den Investment Case zentral.

Warner Bros. Discovery

WBD stimmt den Zusammenschluss mit Paramount zu. Final soll die Transaktion in Q3 2026 werden. Noch liegen nicht alle regulatorischen Zustimmungen vor.

Mayr-Melnhof

Mayr-Melnhof mit verhaltendem Start ins Jahr, auch wenn das Ergebnis sich verbessert hat. In der Branche besteht weiter eine strukturelle Überkapazität und intensiver Wettbewerb, der durch weitere Kostenbelastung bei Transport und Chemikalien durch den steigenden Ölpreis noch zusätzlich intensiviert wird. Positiv ist anzumerken, dass die Auslastung insbesondere im Kartongeschäft gestiegen ist.



Booking

Booking lieferte im ersten Quartal 2026 operativ solide bis starke Zahlen, auch wenn sich das Wachstum im März sichtbar abschwächte. Die gebuchten Übernachtungen stiegen im Quartal um 6 %, ohne den Einfluss des Krieges in Nahost wären es laut Management rund 8 % gewesen. Im März lag das Room-Night-Wachstum jedoch nur noch bei 1 %, getrieben durch höhere Stornierungen und schwächere Neubuchungen. Interessant ist, dass Alternative Accomodations (aka AirBnB Angebot) das erste Mal hinsichtlich der gebuchten Übernachtungen langsamer wachsen als der Gesamtkonzern. Positiv ist, dass Flüge deutlich schneller wachsen als der Gesamtkonzern, d.h. die Strategie des „Connected Trip“ scheint aufzugehen. Zusammen mit wachsenden Genius Buchungen, guter Währungskursentwicklung und mehr Zahlungsabwicklungen über Booking steigt der Umsatz um +16 % im ersten Quartal, auf konstanter Währung immer noch um

+10 %. Aufgrund langsamer wachsender Kosten (die Mitarbeiterzahl ist nahezu unverändert), konnte der Gewinn insgesamt mit noch deutlicher gesteigert werden. Ausblick ist aufgrund des Krieges im Nahen Osten deutlich eingetrübt, aber immer noch klar auf Wachstum ausgerichtet.

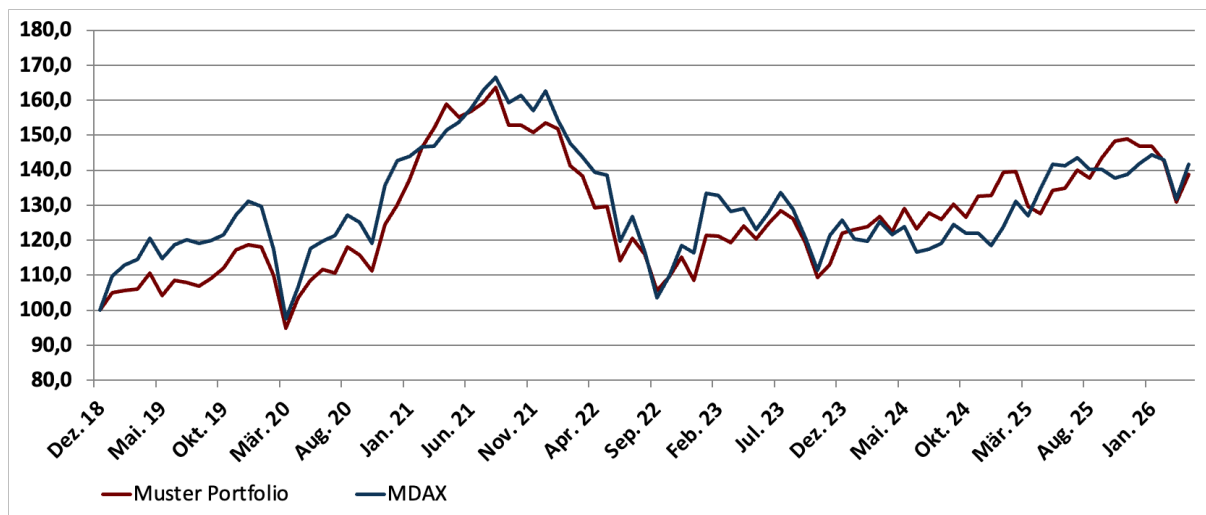
Alphabet

Alphabet mit sehr guten Zahlen, was vom Markt auch honoriert wurde. Von den drei großen Hyperscalern wuchs Alphabet am schnellsten. Einziges Manko, die Kapitalausgaben für Server und Rechenzentren werden noch teurer. Nicht weil man mehr Rechenzentren baut, sondern weil die Preise für Komponenten so explodiert sind.



Unser Muster-Portfolio

Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Muster-Portfolio ist mit +6 % etwas weniger gestiegen als die Indizes. Dabei ist die Absicherung, die uns letzten Monat noch geholfen hat, diesen Monat gegen uns gelaufen. Besonders positiv war die Entwicklung von 2G Energy mit +31 % und Alphabet +30 %. Alphabet hat dabei auch gute Zahlen geliefert. Bei 2G Energy habe ich dagegen die Position abgebaut, da ich glaube der Aktienkurs ist mit der Geschichte um Aufträge an Rechenzentren den echten operativen Zahlen etwas davongelaufen. Sollten die kommenden Zahlen nicht sehr gut ausfallen, sehe ich ein erhöhtes Rücksetzer-Potenzial.

Allokation & neue Positionen

Wir haben unsere Position in 2G Energie stark reduziert und die Position in Nintendo leicht erhöht.

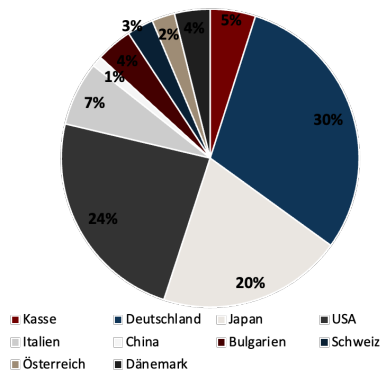
Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

Kernportfolio		in %	Performance
	Kasse	5,2 %	
1	Takeuchi	14,7%	+9,46%
2	WBD	10,2%	-0,58%
3	Multiply	6,8%	+3,10%
4	PayPal	6,5%	-3,54%
5	CeWe Color	6,4%	+1,20%
6	Alphabet	5,4%	+3,07%
7	Nintendo	5,1%	-0,22%
8	Energiekontor	4,8%	-0,39%
9	BioNtech	3,9%	-4,20%
10	Shelly Group SE	3,9%	+1,33%
Absicherung			
23	Discount Put 1	0,5%	+0,08%
24	Discount Put 2	0,3%	-0,18%

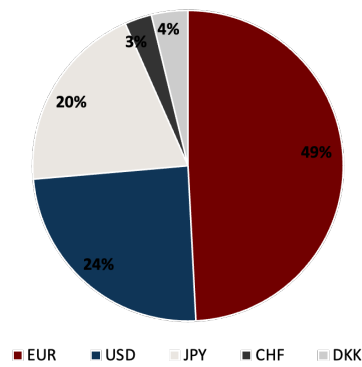
Talente Pool		in %	Performance
11	Novo-Nordisk	3,8%	-1,73%
12	DEFAMA	3,1%	+0,40%
13	Nestle SA	2,8%	+0,21%
14	Hermle AG Vz	2,8%	-0,58%
15	Hypoport AG	2,6%	-0,04%
16	Mayr-Melnhof	2,5%	-1,20%
17	Grenke	2,4%	-6,51%
18	Bechtle	1,9%	-0,47%
19	Alibaba	1,1%	+0,14%
20	Booking Holdings	1,1%	+0,06%
21	2G energy	1,1%	+0,58%
22	Jumbo	0,9%	-0,07%



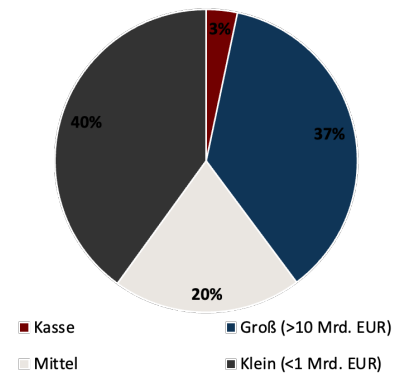
Länder:



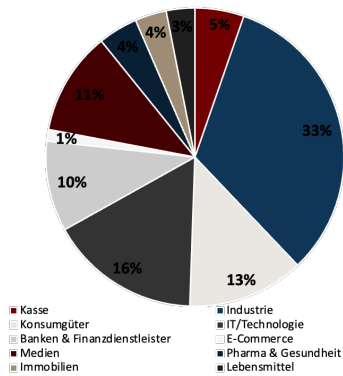
Währungen:



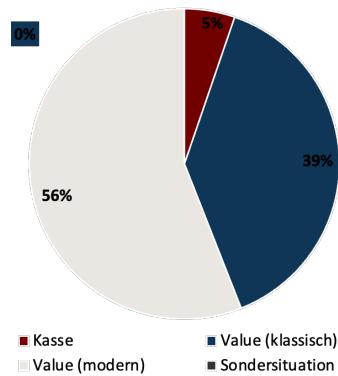
Marktkapitalisierung:



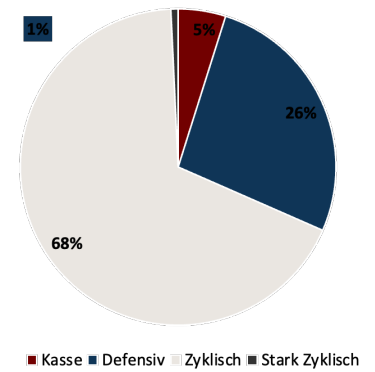
Branchen:



Investmentstil:



Konjunkturanfälligkeit:





AI-Prompt des Monats

Hier ist meine Investmentthese zu [Unternehmen]: [THESE].
Zerlege sie in Annahmen (max. 6). Für jede Annahme:
- Was müsste passieren, damit sie falsch ist?
- Frühindikatoren (KPIs/News), die ich tracken kann
- Was wäre dann die Konsequenz für den fairen Wert / Positionierung?
Keine Empfehlungen, nur Analyse. Max. 260 Wörter.

Ein wichtiger Teil meines Analyseprozesses ist es, die eigene Investmentthese nicht nur zu bestätigen, sondern gezielt anzugreifen. Genau dafür nutze ich AI als *Advocatus Diaboli*.

Der Prompt zwingt mich, eine Investmentthese in ihre wichtigsten Annahmen zu zerlegen. Das ist oft hilfreicher als eine klassische Pro-und-Contra-Liste, weil viele Investmentfehler nicht aus falschen Zahlen entstehen, sondern aus unausgesprochenen Annahmen. Zum Beispiel: Das Wachstum bleibt stabil. Die Marge erholt sich. Das Management allokiert Kapital sinnvoll. Der Wettbewerb bleibt beherrschbar.

Entscheidend ist dabei nicht die Frage, warum ich recht haben könnte, sondern: Was müsste passieren, damit ich falsch liege?

Die AI trifft dabei keine Investmententscheidung. Sie ersetzt auch nicht mein Urteil. Sie hilft mir aber, blinde Flecken schneller zu erkennen und meine These strukturierter zu hinterfragen.



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.