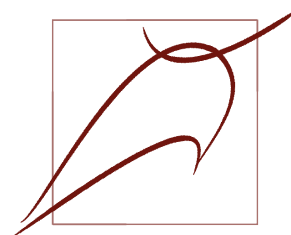


**Till Schwalms**  
**Value Investing Brief**

April 2026





## Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

selten zeigt sich so deutlich wie in diesen Tagen, wie wenig sich physische Knappheit politisch wegeregulieren lässt. Der Iran-Krieg und die Sperrung der Straße von Hormus trifft einen der zentralen Energiekorridore der Weltwirtschaft. Normalerweise läuft durch diese Meerenge rund ein Fünftel des weltweiten Ölverbrauchs beziehungsweise ein ähnlich großer Teil der globalen Ölströme sowie ein erheblicher Anteil des Flüssiggas-Handels. Entsprechend warnen IEA, IMF und andere Institutionen inzwischen vor einem der schwersten Energieschocks der jüngeren Geschichte.

Gerade deshalb irritiert mich die deutsche Reaktion auf die Preisentwicklung an den Tankstellen. Seit dem 1. April dürfen Tankstellen ihre Kraftstoffpreise nur noch einmal täglich erhöhen, und zwar um 12 Uhr mittags; senken dürfen sie die Preise weiterhin jederzeit. Politisch verkauft sich das als Verbraucherschutz mit dem Ziel niedrigere Preise. Ökonomisch spricht aber viel dafür, dass diese Regel das Problem nicht löst, sondern das Verhalten der Autofahrenden nur zeitlich verlagert. Wer weiß, dass die einzige mögliche Preiserhöhung mittags kommt, tankt künftig eher vorher. Der Preis verliert damit einen Teil seiner steuernden Funktion. Statt Nachfrage über den Tag zu lenken, konzentriert man sie womöglich noch stärker auf den Vormittag. Genau das haben erste Marktbeobachtungen bereits angedeutet, ob es überhaupt zu niedrigeren Preisen führt, sei mal dahingestellt.

Das Grundproblem ist nicht der hohe Preis. Das Grundproblem ist die Knappheit. Wenn weniger Energie verfügbar ist, dann muss entweder zusätzliches Angebot geschaffen werden oder die Nachfrage muss sinken. Zusätzliche Mengen lassen sich aber kurzfristig nur sehr begrenzt mobilisieren. OPEC+ kann etwas

gegensteuern, strategische Reserven können Zeit kaufen, Sanktionen auf andere Produzenten (Russland) lassen sich lockern. Aber all das ersetzt eine blockierte Hormus-Route nicht vollständig.

So unpopulär das klingt: Hohe Preise haben in einer solchen Lage auch eine wichtige Funktion. Sie sind nicht nur Belastung, sondern Knappheitssignal. Sie sorgen dafür, dass unnötige Fahrten eher unterbleiben, effizienter gefahren wird und Energie dort verbraucht wird, wo sie wirklich gebraucht wird. Wer in einer Mangellage reflexhaft nur über Entlastung spricht, blendet aus, dass wir real weniger verbrauchen müssen, wenn real weniger vorhanden ist. Preise allein sind sozial nicht immer gerecht, aber sie erfüllen zunächst einmal eine ökonomische Ordnungsfunktion, die politische Symbolmaßnahmen nicht ersetzen können.

Wenn der Staat ernsthaft eingreifen will, dann sollte er deshalb dort ansetzen, wo der Verbrauch tatsächlich sinkt. Denkbar wären temporäre, gezielte Maßnahmen im Verkehr, die reale Einsparungen erzeugen, statt nur Preisbewegungen zu kaschieren. Ein Beispiel wären in Ballungsräumen wechselnde Fahrberechtigungen nach geraden und ungeraden Kennzeichen, um Fahrgemeinschaften und die Nutzung öffentlicher Verkehrsmittel zu erzwingen oder zumindest stark zu fördern. Nicht jede Maßnahme wäre populär, aber in einer echten Mangellage ist nicht Popularität das entscheidende Kriterium, sondern Wirksamkeit.

Noch wichtiger ist der langfristige Teil der Debatte. Gerade jetzt zeigt sich, dass der Einbau neuer fossiler Abhängigkeiten volkswirtschaftlich und geostrategisch kaum noch zu rechtfertigen ist. Wer in Deutschland heute weiterhin Öl- und Gasabhängigkeit verlängert, macht sich nicht nur klimapolitisch angreifbar,



sondern auch sicherheitspolitisch. Mehr erneuerbare Energien, mehr Elektrifizierung, mehr Wärmepumpen und mehr Effizienz werden diesen Engpass nicht in acht Wochen lösen. Aber sie sind die einzig vernünftige Antwort auf die Frage, wie man sich gegen den nächsten Schock robuster aufstellt.

Und hier liegt für mich der vielleicht wichtigste Punkt: Im Westen werden wir hohe Energiepreise zähneknirschend, fluchend und mit Wohlstandsverlusten hinnehmen. Das ist unangenehm, teils sehr schmerzhaft, aber in der Regel tragbar. Für die ärmsten Länder der Welt gilt das nicht. Dort bedeutet ein höherer Ölpreis nicht nur teureres Tanken, sondern teurere Lebensmittel, teureren Transport, teureren Dünger und teurere humanitäre Hilfe. IMF, FAO und WFP warnen ausdrücklich davor, dass die Last dieses Schocks hochgradig asymmetrisch verteilt ist und besonders energieimportierende, einkommensschwache Länder trifft. Für viele Haushalte im globalen Süden ist ein Energieschock deshalb eben nicht nur ein Mobilitätsproblem, sondern sehr schnell ein Ernährungsproblem. Überspitzt formuliert: Im Westen heißt teurer Sprit schlechtere Stimmung. Im globalen Süden kann teurer Sprit am Ende weniger Essen bedeuten.

Genau deshalb sollten wir vorsichtig sein mit Forderungen, den Preis, um jeden Preis zu drücken. Denn wenn wohlhabende

Volkswirtschaften ihren Verbrauch trotz Knappheit künstlich hochhalten, lösen sie das Problem nicht. Sie verschieben es nur weiter nach unten in der globalen Einkommenspyramide. Dorthin, wo Menschen keine Reserven, keine Subventionen und oft nicht einmal verlässliche Versorgungssysteme haben. Die westliche Welt kann sich Mangellagen über den Preis oft noch organisieren. Die Ärmsten der Ärmsten können das nicht. Sie fallen schlicht aus dem Markt heraus.

Krisen wie diese legen daher schonungslos offen, was ökonomisch Substanz hat und was nur gut klingt. Knappheit lässt sich nicht weg regulieren. Sie lässt sich nur ehrlich verteilen, wirksam mindern und langfristig strukturell verringern.

Die Börsen haben entsprechend im März auf die beunruhigende Weltlage reagiert und sind in der Breite um -10 % gefallen. Wir stehen mit -7,5 % ganz gut dar und konnten einen Teil des Rückgangs über die Absicherung und unsere defensive Aufstellung abfedern. Sollte es noch weiter zurück gehen, würde diese Absicherung ab sofort sogar noch stärker greifen.

Bleiben Sie kritisch – und 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. Q4/25 Bericht	Δ Ausblick 2026	Δ Einschätzung	Details
2G Energy	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 02/26</a>
Alibaba	neutral ●	neutral ●	negativ ●	<a href="#">mehr</a>
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>
Bechtle	positiv ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
BioNTech	neutral ●	neutral ●	negativ ●	<a href="#">mehr</a>
Cewe	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
DEFAMA	negativ ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>
Energiekontor	neutral ●	positiv ●	positiv ●	<a href="#">mehr</a>
Grenke	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Hermle	29.04.			
Hypoport	negativ ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Mayr-Melnhof	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">mehr</a>
Multiply	neutral ●	neutral ●	negativ ●	<a href="#">mehr</a>
Nestlé	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>
Nintendo	positiv ●	neutral ●	positiv ●	<a href="#">s. 02/26</a>
Novo Nordisk	neutral ●	negativ ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>
PayPal	neutral ●	negativ ●	negativ ●	<a href="#">s. 03/26</a>
Shelly	positiv ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>
Takeuchi	neutral ●	positiv ●	neutral ●	<a href="#">s. 02/26</a>
WBD	neutral ●	neutral ●	neutral ●	<a href="#">s. 03/26</a>

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

### BioNTech

Die Zahlen selbst brachten wenig Überraschung und operativ entwickelt sich die Pipeline weiter ordentlich. Der eigentliche Einschnitt kam mit der Ankündigung, dass Özlem Türeci und Ugur Sahin BioNTech bis Ende 2026 verlassen und eine neue, auf frühe mRNA-Innovationen fokussierte Gesellschaft aufbauen wollen. BioNTech soll dafür Rechte und Technologien einbringen und im Gegenzug nur eine Minderheitsbeteiligung sowie Lizenz- und Meilensteinansprüche erhalten. Das ist für Aktionär\*innen heikel, weil damit nicht nur zwei prägende Gründer\*innen gehen, sondern auch die Abgrenzung zwischen BioNTech und der neuen Gesellschaft kritisch wird. Der bisherige

Investment-Case verschiebt sich dadurch: BioNTech wirkt weniger wie die langfristige Gründerplattform und stärker wie eine späte klinische Pipeline plus Nettokasse. Genau deshalb spekuliert der Markt inzwischen verstärkt auf eine Sondersituation, etwa einen Verkauf an einen größeren Pharmakonzern; bewiesen ist das aber nicht. Der Kursrutsch zeigt vor allem, dass Investierende den Weggang der Gründer\*innen als echten Verlust an strategischer und wissenschaftlicher Qualität werten.

### Grenke

Grenke im Rahmen der Erwartungen. Keine Überraschung. Der Ausblick ist allerdings mit



Wachstumsraten von 3-9 % unter den langjährigen Durchschnitt. Der Markt hat die Zahlen nicht gut aufgenommen.

### **Hypoport**

Hypoport mit Zahlen, die okay sind, und einem Ausblick, der sich aus meiner Sicht gut liest. Das Unternehmen erreicht wieder eine zweistellige EBIT-Marge (12 %) und wächst auch um 7 %. Das Wachstum insbesondere im vierten Quartal war aber verhältnismäßig schwach und hat den Markt verunsichert. Für 2026 erwartet die Firma leichtes Wachstum bei einer deutlichen Ergebnisverbesserung um +50 %. Außerdem hat Hypoport das Ziel ausgesprochen bis 2030 deutlich über 20 % EBIT-Marge zu erreichen, was ich für realistisch halte. In Summe alles in Ordnung.

### **Mayr-Melnhof**

Mayr-Melnhof hat 2025 operativ besser abgeschnitten, als es der Gewinn je Aktie auf den ersten Blick vermuten lässt. Der Umsatzrückgang war vor allem portfoliobedingt durch den Verkauf der TANN Group geprägt. Bereinigt um diesen Effekt verbesserte sich das operative Ergebnis spürbar, was zeigt, dass das Management in einem sehr schwachen Marktumfeld an der Kostenseite und Effizienz arbeitet. Die Bilanz wurde gleichzeitig gestärkt, die Nettoverschuldung gesenkt und die Dividende erhöht. Allerdings ist der Ausblick für 2026 nicht besser: Europäische Märkte leiden weiter unter Überkapazitäten und schwachem Konsum.

### **Molting**

Auf den ersten Blick liefert Molting ein starkes Jahr: Umsatz +48,6 % auf 674,1 Mio. EUR, EBITDA +44,5 % auf 177,4 Mio. EUR, EBIT +40,8 % auf 103,4 Mio. EUR. Das ist operativ positiv. Treiber war vor allem die Mavriq-

Division, deren Umsatz um 83,8 % zulegen, wesentlich durch die Konsolidierung von Verivox. Der Gewinn bricht aufgrund von Abschreibungen auf die akquirierten immateriellen Vermögenswerte aber ein. Dies ist aus meiner Sicht aber nicht schlimm. Das Gewinnprofil ist nach der Verivox-Übernahme komplexer, kapitalintensiver und zinsanfälliger geworden. Die Nettofinanzverschuldung steigt von 320,5 Mio. Euro auf 440,8 Mio. Euro. Hauptgrund ist die Übernahme von Verivox, die netto 179,6 Mio. EUR Cash absorbiert hat. Trotzdem gibt es einen Dividendenvorschlag von 0,15 EUR je Aktie, nach 0,12 EUR im Vorjahr. Für mich muss 2026/2027 ein klarer Deleveraging-Pfad sichtbar werden. Der Umsatz- und EBIT-Rekord muss sich auch im Cash Flow und Ergebnis widerspiegeln. Außerdem macht mir der strukturelle Wettbewerbsdruck im Vergleichsgeschäft Sorgen. Im Shopping-Geschäft sehen wir aktuell anhaltenden Druck durch Google – Molting hofft auf Regulierung und die AI-Agenten stehen in Lauerstellung, um dieses Geschäft anzugreifen.

### **Alibaba**

Alibaba mit Zahlen, die vom Markt eher negativ aufgenommen wurden, aber vor allem in ein Sentiment eines möglichen Angriffs China auf Taiwan mit allen Konsequenzen fallen. Die Zahlen selbst waren in Ordnung. Das fortgeführte Geschäft von Alibaba ist mit 9 % gewachsen, das wichtig E-Commerce-Geschäft mit 6 % und das Cloudgeschäft mit 36 %. Der Gewinn ist deutlich rückläufig: einmal wegen Investitionen in Quick-Commerce (Lieferungen innerhalb von 60 Minuten nach der Bestellung); und zweitens wegen eines Margenrückgangs im Cloudgeschäft aufgrund von hohen Investitionen. Das waren aber keine neuen News. Wir haben trotzdem einen großen Teil der Position verkauft. Nicht weil ich operativ nicht an das Unternehmen glauben, sondern anders als vor drei Jahren ich die



Wahrscheinlichkeit eines Konfliktes zwischen China und Taiwan (USA) für deutlich höher halten. Ausgelöst durch die beiden US-Konflikte (Venezuela und Iran), die darauf hindeuten, dass die USA China vom Öl abschneiden will.

### **Bechtle**

Bechtle hat 2025 kein starkes Jahr geliefert: Der Umsatz stieg nur um 1,6 %, während EBIT, EBT und EPS rückläufig waren. Positiv ist aber, dass sich das Geschäft im Jahresverlauf klar verbessert hat und Q4 mit +16,6 % Business-Volume-Wachstum (nicht Umsatz) sowie +20,8 % EBT ein sehr starkes Schlussquartal war. Das stützt die These, dass Bechtle operativ weiter intakt ist und von mehr öffentlicher IT-Nachfrage profitieren kann. Trotzdem ist das noch kein sauberer Turnaround, denn Deutschland beim Umsatz und vor allem Frankreich bleiben schwach, die Margen stehen unter Druck und der Ausblick für 2026 mit nur 0 bis 5 % Umsatz- und Ergebniswachstum bleibt vorsichtig. Der Investment Case lebt daher aktuell vor allem von der Hoffnung auf eine Normalisierung 2026, nicht von bereits überzeugender Ergebnisstärke. Der vorsichtige Ausblick des Managements zeigt, dass diese Trendwende noch nicht gesichert ist.

### **Cewe**

CEWE mit soliden Zahlen ohne Überraschung. Interessant war es den neuen CEO das erste Mal live im „Earnings Call“ zu sehen – er hat einen guten Eindruck gemacht. Wachstum in Fotobücher war vor allem im Volumen erfreulich. Kommerzieller Druck „wie immer“ mit einigen Schwierigkeiten. Bilanz ist weiter überkapitalisiert. Ausblick ist auch im Rahmen.

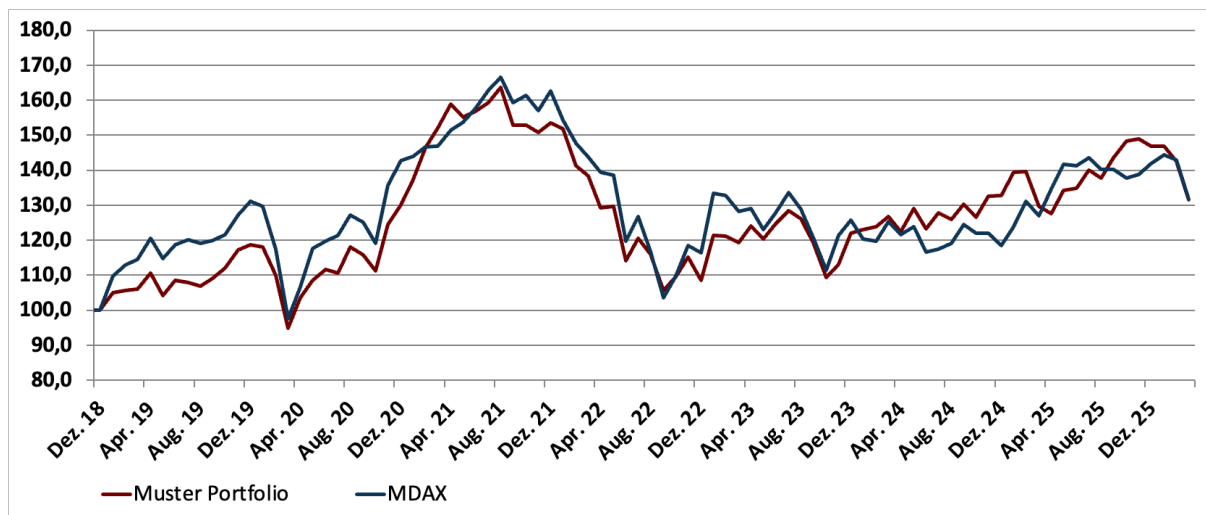
### **Energiekontor**

Energiekontor hat 2025 trotz eines schwierigen Marktumfelds solide Ergebnisse erzielt. Der Umsatz stieg um 33 % auf 168 Mio. EUR, der Vorsteuergewinn um 12 % auf 40,5 Mio. EUR. Der Nettogewinn legte aufgrund steuerlich begünstigter Verkäufe in Großbritannien sogar um 81 % auf 41,0 Mio. EUR zu. Auch die Bilanz bleibt robust: Das Eigenkapital erhöhte sich auf 224,7 Mio. EUR. Positiv hervorzuheben sind weiterhin die schlanke Kostenstruktur, die disziplinierte Projektauswahl und die insgesamt starke operative Aufstellung. Der entscheidende Punkt bleibt jedoch der Ausblick. Für 2026 stellt Energiekontor ein EBT von 40 bis 60 Mio. EUR in Aussicht. Wichtiger als diese Jahresprognose ist aber die mittelfristige Entwicklung bis 2028. Zwar hält das Management weiterhin an einem Vorsteuergewinn von 120 Mio. EUR fest, gleichzeitig deuten die Formulierungen darauf hin, dass diese Zielsetzung im Jahresverlauf abhängig von den neuen regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland und Großbritannien nach unten angepasst werden könnte. Trotzdem bleibt die Bewertung attraktiv. Selbst wenn Energiekontor 2028 statt 120 Mio. EUR nur 90 Mio. EUR Vorsteuergewinn erreichen sollte, wäre die Aktie aus heutiger Sicht günstig. Hinzu kommt, dass der Ausbau des Eigenbestands an Wind- und Solarparks von 450 MW auf 800 MW die Basis für steigende und wiederkehrende Erträge schafft. Energiekontor bleibt für mich eines der am besten aufgestellten Unternehmen der Branche. Der Gegenwind ist hoch, aber im stark gefallen Kurs ist bereits viel Pessimismus eingepreist. Wir halten an der Position fest, verzichten aktuell aber auf Nachkäufe.



## Unser Muster-Portfolio

### Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Muster-Portfolio ist mit -7,5 % ähnlich gefallen wie der MDAX mit -7,8 %. Dabei gab es keinen großen Ausreißer. Am stärksten sind Hypoport, BioNTech und Bechtle gefallen – alle auf Grundlage von Nachrichten. Auf der anderen Seite stehen unsere Japan-Titel (Takeuchi und Nintendo), Booking und 2G Energy. Auch wenn der Monat stark negativ war, bin ich mit der Performance zufrieden.

### Allokation & neue Positionen

Wir haben unsere Position in Alibaba stark reduziert, ansonsten haben wir aufgrund einer Ausschüttung an unsere Anteilsinhabende unsere Kassenposition leicht reduziert.

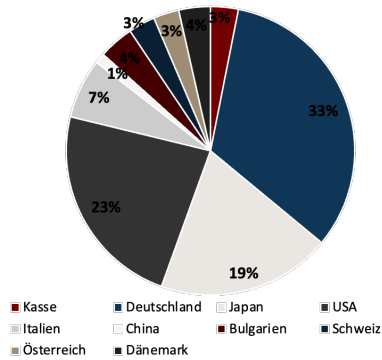
### Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

Kernportfolio		in %	Performance
	Kasse	3,3 %	
1	Takeuchi	14,0 %	+8,52 %
2	WBD	11,1 %	-0,30 %
3	Multiply	6,6 %	+2,62 %
4	Cewe	6,5 %	+0,98 %
5	PayPal	6,2 %	-4,49 %
6	Nintendo	5,1 %	+0,53 %
7	Alphabet	4,4 %	+1,93 %
8	Energiekontor	4,3 %	-1,11 %
9	Shelly	3,9 %	+1,14 %
10	BioNTech	3,6 %	-4,98 %
Absicherung			
23	Discount Put 1	0,9 %	+0,51 %
24	Discount Put 2	0,7 %	+0,26 %

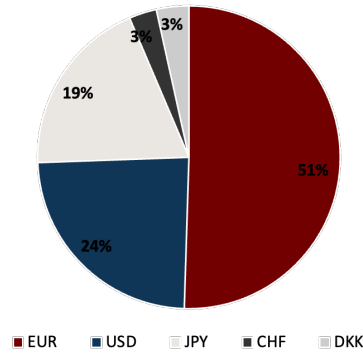
Talente Pool		in %	Performance
11	2G energy	3,5 %	+1,39 %
12	Novo-Nordisk	3,5 %	-2,37 %
13	DEFAMA	3,4 %	+0,51 %
14	Nestle	2,9 %	+0,18 %
15	Hermle	2,9 %	-0,70 %
16	Mayr-Melnhof Karton	2,8 %	-1,04 %
17	Hypoport	2,6 %	-0,27 %
18	Grenke	2,5 %	-6,92 %
19	Bechtle	2,0 %	-0,50 %
20	Booking Holdings	1,1 %	+0,05 %
21	Alibaba	1,1 %	+0,06 %
22	Jumbo	1,0 %	-0,10 %



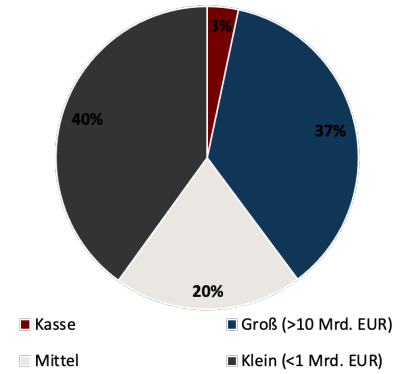
### Länder:



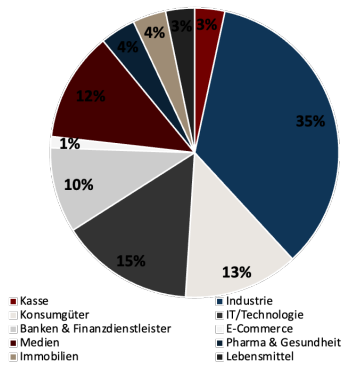
### Währungen:



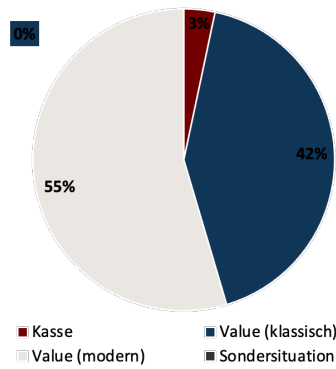
### Marktkapitalisierung:



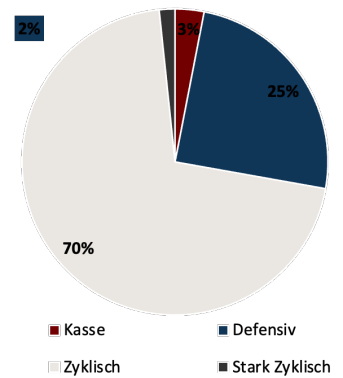
### Branchen:



### Investmentstil:



### Konjunkturanfälligkeit:





## AI-Prompt des Monats

Analysiere den Burggraben von [Unternehmen]. Bewerte diese 6 Signale: Pricing Power, Switching Costs, Netzwerkeffekte, Skaleneffekte, Marke/Distribution, Regulatorik. Nenne zu jedem Signal genau einen konkreten Beleg und genau einen plausiblen Erosionsfaktor. Schreibe maximal 240 Wörter, nur als Fließtext, keine Stichpunkte. Am Ende formuliere ein kurzes Urteil: Burggraben stärker, unverändert oder schwächer gegenüber dem Vorjahr. Schreibe nüchtern, konkret und kritisch; vermeide Werbesprache und unbelegte Annahmen.

Der Prompt soll nicht zeigen, *wie gut* ein Unternehmen klingt, sondern wie belastbar sein Wettbewerbsvorteil ist. Gerade an der Börse werden starke Geschichten oft mit starken Geschäftsmodellen verwechselt. Der Prompt überprüft sechs klassische Burggraben-Signale einzeln und stellt jedem positiven Hinweis direkt einen möglichen Erosionsfaktor gegenüber. Dadurch entsteht kein Werbetext, sondern eine kompakte, kritischere Ersteinschätzung. Besonders nützlich ist der Prompt bei Unternehmen, die lange als Qualitätsaktien gelten, sich aber operativ verändern, oder bei neuen Ideen auf der Watchlist. Die AI ersetzt dabei nicht die eigene Analyse, hilft aber, Unterlagen schneller zu strukturieren und blinde Flecken sichtbar zu machen. Genau dort liegt ihr Mehrwert.



## 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 Handlungsempfehlung 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.*