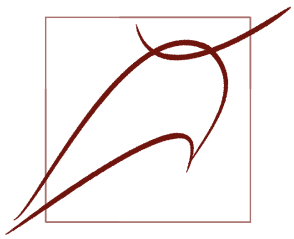
Till Schwalms
Value Investing Brief

September 2026



Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

manchmal begegnen einem die Unternehmen aus dem eigenen Portfolio nicht nur im Depot, sondern auch im ganz normalen Alltag. Überraschend ist es, wenn es sich dabei um eine Windparkprojektierer handelt. Energiekontor ist nämlich für mich in diesem Monat ein besonders schönes und gleichzeitig ziemlich ärgerliches Beispiel dafür.

Privat hat mich Energiekontor positiv überrascht: Meine Kinder dürfen beim kommenden Nordderby der Werderfrauen gegen den Hamburger SV als Einlaufkinder dabei sein. Möglich wird das durch das Sponsoring von Energiekontor bei den Werderfrauen. Für meine Kinder und mich ist das natürlich ein riesiges Erlebnis.

Beruflich war meine Freude über Energiekontor im August deutlich geringer. Das Unternehmen hat seine Ergebnisprognose für 2026 drastisch reduziert. Statt eines EBT von 40 bis 60 Mio. Euro werden nur noch 5 bis 10 Mio. Euro erwartet. Ursache sind verzögerte Netzanschlüsse mehrerer Windparks in Schottland, wodurch geplante Projektverkäufe voraussichtlich in spätere Jahre rutschen (mehr dazu hier: Energiekontor)

Projektverschiebungen gehören grundsätzlich zum Geschäftsmodell eines Projektentwicklers. Dass Ergebnisse dadurch zwischen einzelnen Jahren stark schwanken können, war mir beim Einstieg bewusst. Kritischer sehe ich, dass Energiekontor die bisherige Prognose kurz zuvor noch bestätigt hatte. Auch wenn sich die zugrunde liegenden Projekte dadurch nicht zwangsläufig im Wert verschlechtert haben, muss ich meine Einschätzung zur Planbarkeit des Geschäfts und zur Qualität der Prognosen hinterfragen.

Das ist vielleicht eine ganz gute Erinnerung daran, warum man Sympathie für ein Unternehmen und die Beurteilung eines Investments voneinander trennen sollte. Ich finde es großartig, dass Energiekontor den Frauenfußball unterstützt und meinen Kindern damit einen wahrscheinlich unvergesslichen Abend ermöglicht. Für meine Einschätzung der Aktie spielt das aber keine Rolle.

Ähnlich gilt das für persönliche Begegnungen mit Unternehmen. Im August war ich auch auf der Hauptversammlung von 2G Energy. Solche Veranstaltungen mag ich, weil Geschäftsberichte, Margen und Auftragseingänge plötzlich Gesichter bekommen und man einen besseren Eindruck davon erhält, wie ein Unternehmen geführt wird und wie es diesem geht. Anders als Energiekontor strotz 2G Energie momentan von Kraft und kann sich vor Aufträgen kaum retten. Aber auch hier gilt: Eine sympathische Unternehmenskultur oder ein überzeugender Auftritt des Managements machen aus einer Aktie noch kein gutes Investment. Ist aber ein guter Anfang!

Gerade diese Mischung macht meine Arbeit für mich spannend. Investieren besteht nicht nur daraus, Zahlen in Modelle einzutragen. Man baut über Jahre ein Bild von einem Unternehmen, seinem Management und seinem Geschäftsmodell auf. Und dieses Bild, diese Geschichte, muss immer wieder mit der Realität, den Zahlen, abgeglichen werden. Manchmal wird es bestätigt, manchmal muss man es korrigieren.

Bleiben Sie stabil!



Ihr Till Schwalm

Inhaltsübersicht

Vorwort 2
Inhaltsübersicht 3
Aktuelle Einblicke 4
Hermle 8
Energiekontor 10
Unser Muster-Portfolio 15
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. Q2/26 Bericht	Δ Ausblick 2026	Δ Einschätzung	Details
2G Energy	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	s. 08/26
Alibaba				
Alphabet	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	s. 08/26
Bechtle	positiv 🟢	positiv 🟢	positiv 🟢	s. 08/26
BioNTech	negativ 🔴	negativ 🔴	positiv 🟢	mehr
Booking	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	mehr
Cewe	neutral 🟡	neutral 🟡	positiv 🟢	mehr
DEFAMA	neutral 🟡	negativ 🔴	neutral 🟡	mehr
Energiekontor	neutral 🟡	negativ 🔴	negativ 🔴	mehr
Hermle	positiv 🟢	positiv 🟢	positiv 🟢	mehr
Hypoport	neutral 🟡	neutral 🟡	negativ 🔴	s. 08/26
Jumbo				
Mayr-Melnhof	neutral 🟡	neutral 🟡	negativ 🔴	mehr
Moltiply				
Nestlé	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	mehr
Nintendo	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	mehr
Novo Nordisk	positiv 🟢	positiv 🟢	positiv 🟢	mehr
PayPal	positiv 🟢	positiv 🟢	positiv 🟢	s. 08/26
SAP	positiv 🟢	positiv 🟢	positiv 🟢	s. 08/26
Shelly	neutral 🟡	neutral 🟡	neutral 🟡	s. 08/26
Takeuchi				
WBD	In Übernahme	In Übernahme	In Übernahme	

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

BioNTech

BioNTech mit neuem CEO: Guido Oelkers. Dieser macht einen guten ersten Eindruck. Umsatz und Gewinn im zweiten Quartal, wie immer, nicht wirklich relevant, wobei sich der Verlust gegenüber dem Vorjahr auf fast 600 Mio. EUR fast verdoppelt hat. Gleichzeitig wurde der Ausblick gesenkt. Der Corona-Impfstoff läuft also deutlich schwächer als das Jahr zuvor und schwächer als die Erwartungen. Wichtig ist die Pipeline und hier sind weiterhin 10 Präparate (Vorjahr: 9), die in Phase 3 sind. Davon sollen 3 dieses Jahr Ergebnisse liefern. Sollte auch nur eines der drei positiv ausfallen, würde ein weiteres Produkt bzw. ein weiter Umsatzfluss ab nächstem Jahr hinzukommen.

Größere Nachrichten für den Kurs kamen von Moderna, die genau dieses geschafft haben und einen wirksamen Impfstoff gegen eine Krebsart entwickelt haben. Der Aktienkurs von Moderna hat sich in diesem Zuge mehr als verdoppelt und auch BioNTech konnte 20% im Kurs gewinnen.

Novo Nordisk

Novo mit guten Zahlen über den Erwartungen und mit Anhebung der Guidance. Das Adipositas Geschäft rund um Wegovy läuft trotz massiver Preissenkungen rund und wuchs insgesamt um 16 %, der Gesamtkonzern wuchs um 7 %. Das ist deutlich über dem erwarteten

Rückgang. Besonders die neu eingeführte Tablette ist erfolgreich mit bereits 265 000 Verschreibungen pro Woche. Negativ war das US-Geschäft, welches um -4 % rückläufig war. Dies ist aber nicht überraschend aufgrund der massiven Preissenkung Ende letzten Jahres. Entsprechend viel die Bruttomargen von 83 % auf immer noch herausragende 78 %. Weiterhin geht die verbesserte Guidance davon aus, dass das zweite Halbjahr auf Gesamtumsatzebene deutlich rückläufig ist. Anzeichen davon sah man im letzten Quartal aber noch nicht.

Booking

Booking liefert weiterhin sehr gute Zahlen, auch wenn sich das Wachstum der gebuchten Übernachtungen mit +5 % etwas verlangsamt hat. Der Umsatz stieg um 8 %, das EBITDA um 9 % und der Free Cashflow um 16 %. Vor dem Hintergrund des Iran-Kriegs ist dies ein sehr gutes Ergebnis. Auch die qualitativen Kennzahlen entwickelten sich überwiegend positiv. Die Nutzung der mobilen App und die Genius-Buchungen legten weiter zu. Lediglich das Wachstum der Connected Trips verlangsamte sich, blieb aber weiterhin auf einem guten Niveau. Auch die alternativen Unterkünfte, also die Konkurrenz zu Airbnb, wuchsen mit +4 % etwas schwächer als der Gesamtkonzern. Auffällig ist zudem, dass die Marketingausgaben mit +11 % etwas schneller stiegen als der Umsatz. Dies konnte Booking allerdings durch das deutlich langsamere Wachstum der Mitarbeiterzahl von lediglich 3 % mehr als kompensieren.

Cewe

Cewe mit soliden Q2-Zahlen. Der Umsatz der fortgeführten Geschäftsbereiche stieg um 6 %, das wichtige Fotofinishing-Geschäft sogar um 7,5 %. Positiv ist, dass sowohl das Fotovolumen (+5,2 %) als auch der Umsatz je Foto (+2,1 %) zulegten. Das operative Ergebnis lag saisonbedingt leicht im Minus, aber etwas besser als im Vorjahr. Die Jahresprognose wurde bestätigt. Insgesamt wenig Neues, aber weiterhin eine erfreuliche Entwicklung im Kerngeschäft.

Grenke

Grenke zeigte im zweiten Quartal operativ ein gemischtes Bild. Positiv fällt vor allem die Kostenentwicklung auf: Während die operativen Erträge weiter zulegen, bleiben die Kosten nahezu stabil und die Cost-Income-Ratio verbessert sich deutlich. Belastend bleibt dagegen die hohe Schadensquote, weshalb Grenke die Erwartung für die Loss Rate 2026 auf knapp 2 % angehoben hat. Das Neugeschäft entwickelte sich zudem etwas schwächer. Insgesamt zeigt sich damit zwar der operative Hebel zunehmend, eine nachhaltige Ergebnisverbesserung hängt aber weiterhin maßgeblich von einer Normalisierung der Kreditrisiken ab. Im Zuge des Aufbaus in Hermle habe ich mich am Ende des Monats entschlossen Grenke vollständig zu verkaufen.

Mayr-Melnhof

Mayr-Melnhof zeigte im ersten Halbjahr weitere Fortschritte beim Turnaround, auch wenn dieser noch nicht abgeschlossen ist. „Food & Premium“ entwickelte sich trotz schwacher Nachfrage gut und konnte die Profitabilität durch Kostensenkungen halten bzw. leicht verbessern.

Problemkind bleibt „Board & Paper“, wo der Gewinn zurückging. Allerdings lohnt inzwischen eine Differenzierung: Bei Recyclingkarton (WLC) sorgen Kapazitätsschließungen zunehmend für ein besseres Verhältnis von Angebot und Nachfrage, und MM konnte seit April erstmals wieder Preiserhöhungen durchsetzen. Die geplante Übernahme des bisher, laut Management aggressiv auftretenden

Wettbewerbers RDM Arnsberg dürfte die Konsolidierung zusätzlich unterstützen. Bei Frischfaserkarton (FBB) bestehen dagegen weiterhin deutliche Überkapazitäten und entsprechend hoher Preisdruck.

Positiv ist zudem, dass das Fit-for-Future-Programm deutlich besser als geplant läuft. Insgesamt macht der Turnaround damit weitere Fortschritte. Bestätigt ist er für mich aber erst, wenn sich auch die Ertragslage bei Board & Paper nachhaltig verbessert.

DEFAMA

Die DEFAMA-Zahlen bestätigen im Wesentlichen die davor gegebene Gewinnwarnung und enthalten keine weitere negative Überraschung. Der Umsatz stieg im ersten Halbjahr um 4 % auf 15,8 Mio. €, während der FFO wegen der Ausfälle bei Hammer und B1 um 8 % auf 5,1 Mio. € zurückging. Die abgesenkte FFO-Prognose von rund 10,2 bis 10,4 Mio. € erscheint aus heutiger Sicht erreichbar, verlangt aber ein etwas stärkeres zweites Halbjahr. Der deutlich niedrigere erwartete Jahresüberschuss von 2 bis 3 Mio. € ist überwiegend auf die Verschiebung geplanter Verkaufsgewinne nach 2027 zurückzuführen und daher weniger kritisch als der operative FFO-Rückgang. Positiv sind die auf 94,2 % gestiegene Vermietungsquote, erfolgreiche Neuvermietungen und weitere Zukäufe. Entscheidend werden nun die Umsetzung der Verkäufe, die weitere Leerstandsreduktion und vor allem das angekündigte Update der Mittelfristziele sein. Insgesamt sehe ich ein operativ schwaches Übergangsjahr. Um meine Investitionsthese zu halten, muss das Unternehmen im nächsten Jahr im FFO mindestens zweistellig wachsen.

Nintendo

Ich bewerte die aktuellen Zahlen von Nintendo insgesamt gemischt, auch wenn sie an der Börse sehr positiv aufgenommen wurden. Ein klarer Erfolg ist der zweite Mario-Film. „The Super Mario Galaxy Movie“ spielte weltweit mehr als 1 Mrd. US-Dollar ein und ist damit – hinter dem ersten Mario-Film – die zweiterfolgreichste Videospielverfilmung aller Zeiten. Weniger eindeutig fällt die Entwicklung bei der Switch 2 aus. Nintendo erwartet für das laufende Geschäftsjahr weiterhin einen Absatz von 16,5 Mio. Konsolen. Das sind rund 17 % weniger als die 19,86 Mio. Geräte, die im starken Einführungsjahr verkauft wurden. Das Unternehmen begründet den erwarteten Rückgang unter anderem mit Preiserhöhungen, die den weiteren Absatz belasten. Eine mangelnde Verfügbarkeit als zentralem Problem ist zum Glück nicht eingetreten. Nintendo wird weiterhin mit sehr teuren Komponenten versorgt. Langfristig würde ich dennoch eine möglichst große installierte Konsolenbasis kurzfristig höheren Hardwaremargen vorziehen. Eine größere Nutzerbasis schafft über viele Jahre zusätzliche Softwareverkäufe, digitale Umsätze und wiederkehrende Erlöse. So entwickelt sich auch das Softwaregeschäft positiv. Für das laufende Jahr erwartet Nintendo 60 Mio. verkaufte Switch-2-Spiele und damit rund 23 % mehr als im Vorjahr. Ein weiteres positives Signal ist der gestiegene Digitalanteil am Softwaregeschäft. Dieser erhöhte sich im ersten Quartal auf 61,5 % nach 59,3 % im Vorjahr. Zudem machte Nintendo einen außergewöhnlichen Gewinnsprung, weil sie rund 300 Mio. US-Dollar an zuvor getragenen US-Zöllen zurückbekamen. Zusätzlich profitierte das Ergebnis vom schwachen Yen. Insgesamt zeigen die Zahlen ein zunehmend profitables Software-, Digital- und IP-Geschäft. Die zentrale Frage für die langfristige Investmentthese bleibt jedoch, ob Nintendo die installierte Basis der Switch 2 schnell genug ausbauen und anschließend dauerhaft mit attraktiver Software monetarisieren kann. Die fast 24 Mio. verkaufen Switch

2 sind ein guter Start, aber Nintendo muss auch die nächsten Jahre liefern.

Nestlé

Nestlé verkauft ein Teil seines Vitamine, Minerailien und Nahrungsergänzungsmittelgeschäfts für 1 Mrd. USD. Dies war zuvor schon als nicht strategischer Teil des Geschäftes angekündigt worden und verändert nichts an der Bewertung.

Hermle

Warum wir die Position aufgestockt haben

Hermle hat erfreuliche Halbjahreszahlen veröffentlicht, die deutlich machen, wie schnell sich das Ergebnis des Unternehmens bei einer besseren Auslastung erholen kann.

Der Auftragseingang stieg im ersten Halbjahr um 16,1 % auf 273,9 Mio. Euro. Besonders dynamisch entwickelte sich das Auslandsgeschäft mit einem Zuwachs von 18,1 %. Der Auftragsbestand erhöhte sich auf 125,3 Mio. Euro, nach 113,1 Mio. Euro im Vorjahr und 90,6 Mio. Euro zum Jahresende. Der Umsatz wuchs um 7,9 % auf 239,2 Mio. Euro.

Noch stärker entwickelte sich das Ergebnis: Das EBIT erhöhte sich von 15,3 Mio. Euro auf 25,6 Mio. Euro und damit um rund 67 %. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 6,9 % auf 10,7 %. Das zeigt einerseits den operativen Hebel des Geschäftsmodells. Andererseits sollte man den Ergebnisanstieg nicht vollständig fortschreiben. Hermle profitierte im ersten Halbjahr von besonders profitablen Einzelprojekten, einem günstigen Produktmix, positiven Währungseffekten und der Auflösung einer Risikovorsorge für Aufträge aus dem Start-up-Bereich. Einige dieser Effekte werden sich im zweiten Halbjahr nicht wiederholen.

Trotzdem ist die Entwicklung besser, als es die nackte Marge von knapp 11 % zunächst vermuten lässt. Hermle erwartet für das Gesamtjahr inzwischen, das obere Ende der bisherigen Prognose zu erreichen. Das würde ungefähr 10 % Umsatzwachstum und einen Jahresüberschuss auf Vorjahresniveau bedeuten. Gleichzeitig rechnet das Unternehmen im 2. Halbjahr mit einer Verlangsamung des Wachstums und vorsichtigerweise nicht mit einer Wiederholung der positiven Sondereffekte.

Diese Zurückhaltung ist typisch für Hermle. Das Unternehmen prognostiziert traditionell konservativ und hat seine ursprünglichen Erwartungen in der Vergangenheit häufig übertroffen. Auch 2025 entwickelte sich Hermle besser als zunächst angekündigt: Umfangreiche Auslandsaufträge sorgten dafür, dass Auftragseingang, Umsatz und Ergebnis oberhalb der ursprünglichen Erwartungen lagen.

Für 2026 halte ich deshalb eine weitere Anhebung der Prognose für gut möglich.

Der Investment Case

Wir haben Hermle erstmals im Sommer 2024 gekauft. Die damalige Investmentthese war einfach: Wir konnten ein außergewöhnlich gutes, aber konjunkturabhängiges Unternehmen zu einer vernünftigen Bewertung erwerben.

Hermle stellt hochpräzise 5-Achsen-Bearbeitungszentren und die dazugehörigen Automatisierungslösungen her. Die Maschinen kommen überall dort zum Einsatz, wo komplexe Metallteile mit sehr geringen Toleranzen gefertigt werden müssen, beispielsweise in der Luft- und Raumfahrt, der Medizintechnik, der Halbleiterausrüstung und zunehmend auch im Verteidigungsbereich.

Die Qualität des Unternehmens zeigt sich besonders in den langfristig überdurchschnittlichen Margen und Kapitalrenditen. In normalen Jahren konnte Hermle EBIT-Margen zwischen 17 % – 20 % erreichen. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über eine sehr solide Bilanz, kaum Finanzschulden und eine hohe Liquiditätsreserve. Selbst im Corona-Jahr 2020, als der Umsatz um mehr als ein Drittel einbrach, blieb Hermle deutlich profitabel.

Möglich wird dies durch eine ungewöhnlich flexible Kostenstruktur. Arbeitszeitkonten und Kurzarbeit erlauben es, die Kapazitäten an eine schwächere Nachfrage anzupassen, ohne in einer Krise große Teile der Belegschaft abbauen zu müssen. Das ist besonders wichtig, weil qualifizierte Fachkräfte in der Präzisionsfertigung nur schwer ersetzt werden können.

Sobald die Nachfrage wieder anzieht, verfügt Hermle dadurch unmittelbar über die notwendigen Mitarbeitenden und Kapazitäten.

Hinzu kommen aus meiner Sicht mehrere strukturelle Wachstumstreiber. Der Fachkräftemangel zwingt Industrieunternehmen dazu, ihre Produktion stärker zu automatisieren. Gleichzeitig wollen die USA und Europa strategisch wichtige Produktionsketten aus Asien zurückholen (insbesondere bei Halbleitern, Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung). Hermle profitiert dabei unabhängig davon, ob die neue Fabrik am Ende in Deutschland, den USA oder einem anderen westlichen Land steht, entscheidend ist, dass dort hochwertige und möglichst automatisierte Fertigungskapazitäten aufgebaut werden.

Ein interessantes Beispiel ist das US-Unternehmen Hadrian. Hadrian baut weitgehend automatisierte Fabriken für die amerikanische Luftfahrt- und Verteidigungsindustrie und verwendet dafür nachweislich Hermle-Maschinen. Das Unternehmen hat im August 1,37 Mrd. US-Dollar neues Eigenkapital aufgenommen, um zusätzliche Fabriken und Produktionslinien aufzubauen. Es ist naheliegend, dass ein Teil dieser Investitionen bei Herstellern von Werkzeugmaschinen landet.

Warum wir aufgestockt haben

Meine Einschätzung zu Hermle hat sich mit den Halbjahreszahlen verbessert. Beim Einstieg 2024 befand sich das Unternehmen noch in einem konjunkturellen Abschwung. Umsatz und Auftragseingang waren rückläufig, und Hermle rechnete mit einer weiteren Verschlechterung. Wir kauften damals v.a. die Qualität des Unternehmens und nahmen dafür in Kauf, dass der Zeitpunkt einer operativen Erholung nicht absehbar war.

Inzwischen gibt es erste belastbare Zeichen einer Trendwende. Der Auftragseingang wächst wieder deutlich, der Auftragsbestand nimmt zu und die Nachfrage verbreitert sich. Neben größeren Einzelprojekten berichtet Hermle von einer anhaltend hohen Nachfrage aus der Chipindustrie, der Luft- und Raumfahrt und dem Verteidigungsbereich. Die Kurzarbeit konnte ab Juli ausgesetzt werden.

Gleichzeitig zeigt der starke Ergebnisanstieg, dass die Profitabilität mit einer höheren Auslastung schnell zurückkommen kann. Eine EBIT-Marge von 10,7 % im ersten Halbjahr liegt noch weit unter den historischen Spitzenwerten. Sie ist deshalb aus meiner Sicht nicht das normalisierte Ertragspotenzial des Unternehmens.

Wir haben die Gelegenheit genutzt, unsere Position von rund 3 % auf etwa 5 % des Portfolios zu erhöhen. Finanziert wurde die Aufstockung durch den vollständigen Verkauf von Grenke. Grenke war zwar weiterhin günstig bewertet, der Ausblick ließ jedoch nur ein moderates Wachstum erkennen. Gleichzeitig sahen wir nur wenige konkrete Gründe, warum sich dieses Wachstum kurzfristig deutlich beschleunigen sollte.

Bei Hermle ist die Bewertung nicht in jeder Betrachtung niedriger. Dafür erhalten wir aus meiner Sicht das qualitativ bessere Unternehmen: höhere strukturelle Margen, eine schuldenfreie Bilanz, starke Kapitalrenditen und mehrere langfristige Wachstumstreiber. Zudem hat sich die operative Entwicklung zuletzt klar verbessert, während die Prognose weiterhin vorsichtig erscheint.

Hermle bleibt ein konjunkturabhängiger Maschinenbauer. Größere Aufträge können zwischen einzelnen Quartalen schwanken, die US-Zölle belasten das Geschäft und ein weltweiter Investitionsrückgang würde auch an Hermle nicht vorbeigehen. Bei einer Gewichtung von rund 5 % halte ich dieses Risiko angesichts der Unternehmensqualität und des langfristigen Potenzials aber für vertretbar.

Energiekontor

Gewinnwarnung, ein schlecht getimter Nachkauf und die Neubewertung meiner Investmentthese

Bei Energiekontor muss ich in diesem Monat etwas ausführlicher werden. Zum einen, weil die Gewinnwarnung erheblich ist. Zum anderen aber auch, weil mein eigenes Timing kaum schlechter hätte sein können.

Am 5. August habe ich meine Energiekontor-Position zu 35,10 Euro noch einmal aufgestockt. Meine Erwartung war, dass sich nach zwei enttäuschenden Jahren im zweiten Halbjahr endlich ein Teil der großen Projektpipeline in den Zahlen niederschlagen würde. Insbesondere die geplanten Verkäufe mehrerer britischer Projekte sollten zu einem deutlichen Ergebnissprung führen. Meine Überlegung war, dass sich damit nicht nur der Gewinn, sondern auch die zuletzt sehr schlechte Stimmung gegenüber der Aktie verbessern könnte.

Acht Tage später wurde diese These zumindest für 2026 pulverisiert.

Energiekontor reduzierte die Prognose für das Konzern-EBT von bislang 40 bis 60 Mio. Euro auf nur noch 5 bis 10 Mio. Euro. Hintergrund sind drei schottische Windprojekte, deren erwarteter Netzanschluss vom Jahr 2029 auf 2031 verschoben wurde. Zwei dieser Projekte waren zentrale Bestandteile der Ergebnisplanung für dieses Jahr. Bei einem Projekt besteht bereits ein unterschriebener Kaufvertrag, ein weiteres befindet sich in der Due Diligence.

Dass die Gewinnwarnung nur wenige Stunden nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts kam, in dem die alte Prognose noch bestätigt worden war, sieht zunächst besonders unglücklich aus. Nach den Erläuterungen des Managements im kurzfristig einberufenen Investoren-Call halte ich die Chronologie allerdings für plausibel. Energiekontor hatte den Halbjahresbericht morgens veröffentlicht und erst einige Stunden später von den britischen Kollegen die Information über die neuen Anschlussdaten erhalten. Daraufhin wurde noch am gleichen Abend die Prognose angepasst.

Das Timing der Kommunikation ärgert mich deshalb weniger als ein anderer Punkt: Energiekontor hat jetzt das dritte Jahr in Folge seine ursprünglichen Ergebnisziele nicht erreicht. Dabei waren es immer wieder externe Faktoren und insbesondere Verzögerungen in Großbritannien, die den Zeitplan durcheinandergebracht haben. Bereits bei Veröffentlichung der ursprünglichen 2026er Prognose war bekannt, dass die endgültigen Netzanschlusszusagen in Großbritannien noch ausstanden. Das Unternehmen argumentiert zu Recht, dass eine Prognose immer auf Grundlage der zu diesem Zeitpunkt verfügbaren Informationen erfolgen muss. Trotzdem kann man innerhalb dieses Rahmens konservativ oder optimistisch prognostizieren. Rückblickend war Energiekontor in den vergangenen drei Jahren für meinen Geschmack zu optimistisch.

Ich halte das Management deshalb weiterhin nicht für unglaubwürdig. Im Gegenteil: Peter Szabo hat sich im kurzfristig angesetzten Call den unangenehmen Fragen gestellt, Unsicherheiten offen benannt und selbst darauf hingewiesen, dass Investoren nach den Prognoseverfehlungen möglicherweise auch seine Aussagen zum Jahr 2028 nicht mehr ohne Weiteres glauben werden. Diese Offenheit gefällt mir. Trotzdem bekommt das Management von mir inzwischen einen klaren Abschlag hinsichtlich der Prognosequalität.

Ist der Gewinn nur verschoben?

Energiekontor stellt die Entwicklung im Wesentlichen als zeitliche Verschiebung dar. Grundsätzlich kann ich diese Sicht nachvollziehen. Die Windparkprojekte verschwinden

durch einen späteren Netzanschluss nicht. Gerade deshalb wäre es aber aus meiner Sicht falsch, den für 2026 entfallenden Gewinn einfach eins zu eins nach 2027 zu verschieben.

Für eine erfolgreiche Monetarisierung der betroffenen schottischen Projekte muss inzwischen eine ganze Kette externer Faktoren zusammenpassen: Zunächst müssen die neuen britischen Netzanschlusszusagen die erwarteten Termine bestätigen und dürfen keine erheblichen zusätzlichen Kosten enthalten. Anschließend muss das Berufungsverfahren um die für die Projekte benötigte Überlandleitung positiv ausgehen. Der Netzbetreiber muss die Leitung danach tatsächlich im vorgesehenen Zeitrahmen bauen. Gleichzeitig müssen die Käufer trotz des um zwei Jahre späteren Netzanschlusses an Bord bleiben und einen Kaufpreis akzeptieren, der Energiekontor noch eine attraktive Marge ermöglicht. Erst dann kann der Verkauf abgeschlossen und der Gewinn realisiert werden.

Keinen dieser entscheidenden Faktoren kontrolliert Energiekontor vollständig.

Genau darin liegt für mich inzwischen das Hauptproblem des Projektgeschäfts: Ein Unternehmen kann sehr gute Projekte entwickeln und operativ vieles richtig machen, wenn Netzbetreiber, Gerichte, Politik oder Käufer anschließend den Zeitplan verändern, verschiebt sich der Gewinn trotzdem um Jahre. Das ist leider keine neue Weisheit von mir, sondern etwas, was ich schon in meinem Buch ausgeführt habe. Projektgeschäft ist risikobehaftet.

Ein negatives Urteil im laufenden schottischen Verfahren würde übrigens nicht zwangsläufig bedeuten, dass die betroffene Stromleitung und damit die Windparks endgültig nicht gebaut werden. Es könnte allerdings dazu führen, dass die bestehende Genehmigungsentscheidung aufgehoben bzw. überarbeitet werden muss. Das würde eine weitere erhebliche Verzögerung darstellen. Auch eine weitere gerichtliche Instanz lässt sich nicht vollständig ausschließen.

Hinzu kommt eine politische Unsicherheit. In Großbritannien stehen 2029 die nächsten regulären Unterhauswahlen an. Im Call hat das Management selbst darauf hingewiesen, dass Käufer bei einem Netzanschluss erst 2031 möglicherweise stärker berücksichtigen, wie eine zukünftige Regierung mit Windkraftprojekten umgeht. Das ist aus meiner Sicht derzeit noch kein Grund, die Projekte abzuschreiben. Es verändert aber die Risikoprämie, die ein Käufer bei einem Projekt verlangt, das erst in fünf Jahren Strom produzieren soll.

Deutschland macht mir inzwischen fast mehr Sorgen als Großbritannien

Eine weitere Aussage aus dem Call halte ich langfristig sogar für wichtiger als die aktuelle Gewinnwarnung.

Das Management hat ungewöhnlich deutlich beschrieben, wie schwierig die Wirtschaftlichkeit neuer Windprojekte in Deutschland momentan ist. Die Zuschlagspreise in den Ausschreibungen sind stark gefallen, während Anlagen-, Infrastruktur- und Finanzierungskosten hoch geblieben sind. Gleichzeitig befinden sich sehr viele Projekte am Markt, weil verschiedene Entwickler finanzielle Probleme haben und verkaufen müssen. Dadurch können Käufer derzeit sehr günstige Preise verlangen.

Energiekontor hat den großen Vorteil, Projekte nicht zu jedem Preis verkaufen zu müssen. Das Unternehmen kann einen Verkauf ablehnen und einen fertigen Wind- oder Solarpark stattdessen zunächst in den Eigenbestand übernehmen. Genau diese finanzielle Flexibilität unterscheidet Energiekontor aus meiner Sicht weiterhin positiv von vielen Wettbewerbern.

Die Kehrseite ist aber: Die Projektentwicklung kostet jedes Jahr Geld. 2025 lagen allein Personalaufwand und sonstige operative Kosten des Projektsegments bei mehr als 30 Mio. Euro; gleichzeitig wurden 6,4 Mio. Euro

Projektvorräte abgeschrieben. Solange regelmäßig erfolgreiche Projekte verkauft oder in einen werthaltigen Eigenbestand überführt werden, ist das kein Problem. Sollte die Projektentwicklung über Jahre aber strukturell Verluste erwirtschaften, würde sie zunehmend den Cashflow des eigentlich sehr attraktiven Eigenparkportfolios auffressen.

Damit hat sich für mich die entscheidende Frage der Investmentthese verändert. Sie lautet nicht mehr: „Schafft Energiekontor 2028 wirklich 120 Mio. Euro EBT?“ Dieses Ziel spielt in meiner heutigen Bewertung praktisch keine Rolle mehr.

Die wichtigere Frage lautet: *Kann Energiekontor mit der Projektentwicklung über den Zyklus zumindest eine schwarze Null verdienen?*

Auch meine Bewertung musste ich korrigieren

Ein wesentlicher Grund für mein Investment war immer der Wert des Eigenparkportfolios. Energiekontor betreibt inzwischen rund 455 MW Wind- und Solarleistung im eigenen Bestand; weitere mehr als 230 MW für den Eigenbestand befinden sich im Bau.

Meine bisherige Überlegung war vereinfacht, dass allein dieser Bestand bereits einen sehr großen Teil bzw. möglicherweise mehr als den gesamten Börsenwert von Energiekontor abdeckt. Nach der Gewinnwarnung habe ich diese Rechnung noch einmal wesentlich kritischer überprüft. Zuvor habe ich einfach einen Verkaufsmultiple an die MW bzw. des EBITDA gelegt, wie es üblich ist für solche Infrastrukturprojekte, wenn sie verkauft werden können. Hier würde ich im aktuellen Markt aber deutlich konservativer herangehen, da durch die gestiegenen Zinsen und das hohe Angebot im Markt diese Preise aus meiner Sicht nicht mehr abgerufen werden können.

Stattdessen habe ich den Bestandspark nach besten Möglichkeiten mit einem DCF bewertet. Mein Anspruch sind hier 10 % Rendite zu erwirtschaften, was für sicher Infrastrukturprojekte sicherlich zu hoch ist, aber für ein Aktieninvestment mein Minimalziel darstellt.

2025 erzielten die Eigenparks 68,6 Mio. Euro Umsatz und 47,4 Mio. Euro EBITDA. Das Jahr war meteorologisch ausgesprochen schwach: Das Windangebot lag in Deutschland rund 21 Prozent unter dem langfristigen Durchschnitt, auch Großbritannien und Portugal lagen unter Plan. Deshalb halte ich ein normalisiertes EBITDA von etwa 55 bis 58 Mio. Euro weiterhin für realistisch.

Unter konservativen Annahmen komme ich für die bestehenden rund 455 MW inzwischen nur noch auf einen Eigenkapitalwert von grob 160 bis 210 Mio. Euro bzw. etwa 12 bis 15 Euro je Energiekontor-Aktie. Das ist deutlich weniger, als ich zuvor angenommen hatte.

Damit ist auch die Aussage falsch, der bestehende Eigenparkbestand allein sei offensichtlich mehr wert als die gesamte Energiekontor AG an der Börse.

Gleichzeitig endet die Bewertung dort nicht. In der Konzernbilanz steckt erhebliches Nettovermögen des Projektgeschäfts. Darüber hinaus werden momentan mehr als 230 MW zusätzliche Parks für den Eigenbestand errichtet. Da Energiekontor eigene Projekte zu Herstellungskosten in den Bestand übernimmt, entstehen dort stille Reserven, weil die normalerweise bei einem externen Verkauf realisierte Entwicklermarge im Konzernabschluss nicht sichtbar wird. Der Eigenbestand soll allein auf Basis der heute bereits im Bau befindlichen Projekte in den kommenden Jahren auf mehr als 680 MW wachsen.

Unter sehr konservativen Annahmen, bei denen ich für die frühe Pipeline kaum zusätzlichen Wert ansetze und auch die britischen Projekte deutlich risikogewichtet bewerte, komme ich derzeit auf einen fairen Unternehmenswert von grob *29 bis 30 Euro je Aktie*,

sofern das Projektgeschäft langfristig zumindest ungefähr kostendeckend arbeitet.

Und genau hier wird die Bewertung interessant.

Sollte die Projektentwicklung dauerhaft etwa 5 Mio. Euro pro Jahr verlieren, reduziert sich mein fairer Wert bereits ungefähr auf das aktuelle Kursniveau von 26 bis 27 Euro. Bei einem strukturellen Verlust von rund 10 Mio. Euro jährlich würde ich nur noch auf einen Wert im Bereich von ungefähr 23 bis 24 Euro kommen.

Umgekehrt besteht erhebliches Aufwärtspotenzial, wenn sich herausstellt, dass die britischen Projekte tatsächlich nur zeitlich verschoben sind, die neuen Netzanschlusszusagen vernünftig ausfallen und das deutsche Projektgeschäft wieder wirtschaftlichere Bedingungen erreicht. Dafür würde ich heute allerdings nicht bezahlen wollen.

Mein Nachkauf war trotzdem ein Fehler

Damit komme ich zu meinem eigenen Handeln.

Der Nachkauf zu 35,10 Euro war aus heutiger Sicht ein Fehler. Nicht, weil ich heute überzeugt wäre, dass Energiekontor ein schlechtes Unternehmen ist. Und auch nicht, weil eine Aktie acht Tage nach meinem Kauf deutlich gefallen ist.

Mein Fehler war vielmehr, dass ich bei 35 Euro nicht genügend Sicherheitsmarge für eine erneute Verzögerung eingeplant hatte.

Ich habe dem kurzfristigen Katalysator „hohe Gewinne im zweiten Halbjahr“ zu viel Gewicht gegeben. Die geplanten britischen Projektverkäufe waren zwar konkret, ihre Realisierung hing aber trotzdem von mehreren externen Bedingungen ab. Nach zwei Jahren mit erheblichen Verschiebungen hätte ich diese Unsicherheit stärker berücksichtigen müssen.

Gerade diesen Punkt nehme ich ernst, weil ich aus früheren Investments eine Verhaltensweise kenne, die ich vermeiden möchte: schwächere Unternehmen nach Kursrückgängen immer weiter aufzustocken, während man bei den guten Unternehmen zu früh Gewinne mitnimmt. Deshalb ist der erste Impuls nach einer solchen Gewinnwarnung verständlicherweise, schnell einen Schlussstrich zu ziehen und zu verhindern, dass sich eine alte Erfahrung wiederholt.

Ich halte es aber genauso für falsch, aus Angst vor der Wiederholung eines früheren Fehlers automatisch das Gegenteil zu tun.

Der Kursrückgang macht meinen Kauf bei 35,10 Euro nicht zum Maßstab für die heutige Entscheidung. Dieser Preis ist Vergangenheit. Entscheidend ist ausschließlich, ob ich Energiekontor mit meinem heutigen Wissen zum heutigen Kurs besitzen möchte.

Und diese Frage ist für mich wesentlich schwieriger zu beantworten als noch vor vier Wochen.

Energiekontor verfügt weiterhin über einen werthaltigen und wachsenden Eigenparkbestand, eine solide Bilanz, jahrzehntelange Erfahrung in der Branche und aus meiner Sicht ein grundsätzlich glaubwürdiges Management. Gleichzeitig ist die Visibilität des Projektgeschäfts deutlich schlechter, als ich sie noch vor kurzem eingeschätzt habe. Der britische Markt hängt an zu vielen externen Faktoren, und in Deutschland hat sich die Wirtschaftlichkeit neuer Projekte erheblich verschlechtert.

Deshalb werde ich die Gewinnwarnung weder als bloße Verschiebung abhaken noch aus dem Kurssturz heraus panisch reagieren. Einen weiteren Nachkauf halte ich derzeit jedenfalls für falsch. Die nächsten entscheidenden Informationen werden die neuen britischen Netzanschlusszusagen, die Reaktion der Käufer der beiden betroffenen schottischen Projekte und anschließend der Fortgang des

Gerichtsverfahrens liefern. Ebenso wichtig wird sein, ob Energiekontor in Deutschland weitere Projekte zu wirtschaftlich sinnvollen Bedingungen zum Financial Close bringen kann.

Meine Investmentthese ist damit angeschlagen, aber für mich noch nicht widerlegt.

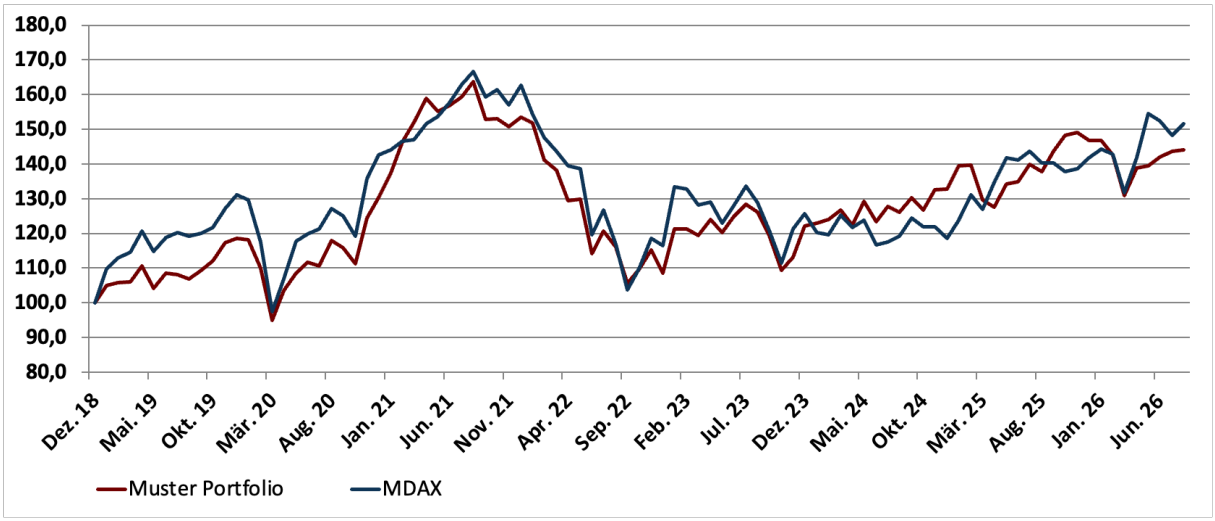
Der entscheidende Prüfstein ist ab jetzt nicht mehr das ambitionierte Ergebnisziel für 2028. *Entscheidend ist, ob der Eigenparkbestand weiter zuverlässig Wert schafft und das Projektgeschäft mindestens so viel erwirtschaften kann, dass es diesen Wert nicht wieder aufzehrt.*

Sollte sich zeigen, dass Energiekontor die Projektentwicklung über längere Zeit nur mit erheblichen Verlusten betreiben kann oder dass ein wesentlicher Teil der britischen Pipeline wirtschaftlich nicht mehr realisierbar ist, wäre für mich ein zentraler Bestandteil der Investmentthese entfallen. Dann müsste ich unabhängig vom Kurs auch die Konsequenz ziehen.

Bis dahin hilft mir gerade der unangenehme Neukauf zu 35,10 Euro als Erinnerung an eine eigentlich sehr einfache Regel: *Eine gute Investmentthese ersetzt keine Sicherheitsmarge.*

Unser Muster-Portfolio

Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Portfolio ist im August moderat um 0,2 % gestiegen, während der MDAX deutlicher um 2,3% gestiegen ist. Gründe für die Underperformance waren neben Energiekontor, DEFAMA und Mayr Melnhof, aller basierend auf Zahlen und bei den ersten beiden auch Gewinnwarnungen. Besonders positiv war dagegen die Entwicklung von Nintendo, CEWE und BioNtech, auch ebenfalls alle nach Zahlen.

Allokation & neue Positionen

Die Position von Hermle wurde auf eine Kernposition mit 5% aufgestockt, dafür wurden die restlichen 2% Grenke vollständig verkauft.

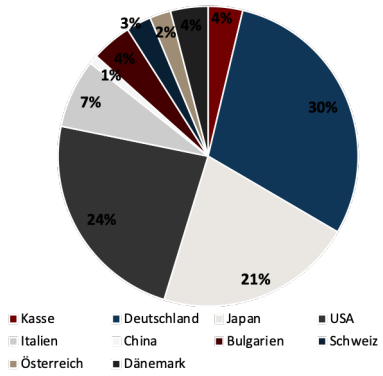
Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

Kernportfolio		in %	Performance
	Kasse	**4,0 %**	
1	Takeuchi	15,1%	+10,12%
2	WBD	10,5%	+0,09%
3	Moltiply	7,3%	+3,71%
4	Cewe	6,9%	+1,89%
5	PayPal	6,7%	-3,03%
6	Nintendo	5,9%	+0,74%
7	Hermle AG	5,1%	-0,03%
8	Alphabet	4,7%	+2,39%
9	Shelly Group SE	4,3%	+1,82%
10	Novo-Nordisk	4,0%	-1,36%

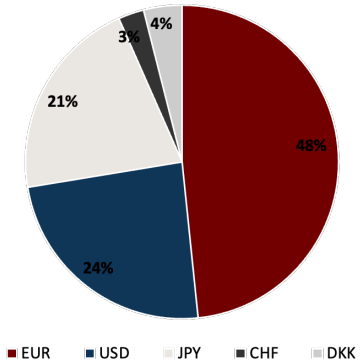
Absicherung			
24	Discount Put 1	0,4%	-0,10%
25	Discount Put 2	0,2%	-0,29%
26	Discount Put 3	0,1%	-0,37%

Talente Pool		in %	Performance
11	BioNtech	3,7%	-4,07%
12	Energiekontor	3,7%	-2,10%
13	Hypoport AG	2,7%	+0,14%
14	Nestle SA	2,6%	+0,13%
15	Bechtle	2,4%	+0,06%
16	DEFAMA	2,3%	-0,30%
17	Mayr-Melnhof Karton	2,2%	-1,28%
18	Booking Holdings	1,3%	+0,27%
19	SAP AG	1,2%	+0,20%
20	2G energy	1,1%	+0,62%
21	Jumbo	1,0%	+0,04%
22	Alibaba	1,0%	-0,01%

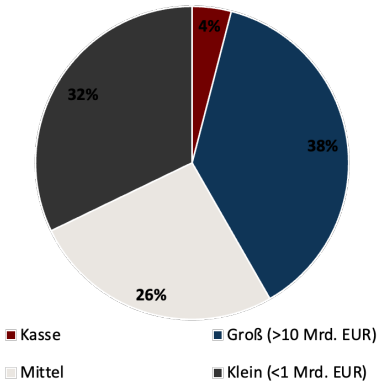
Länder:



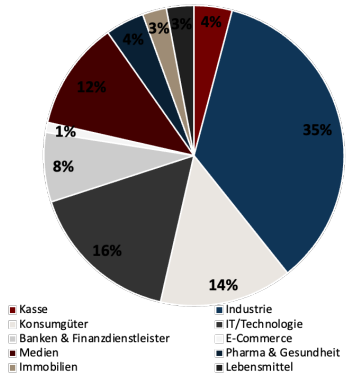
Währungen:



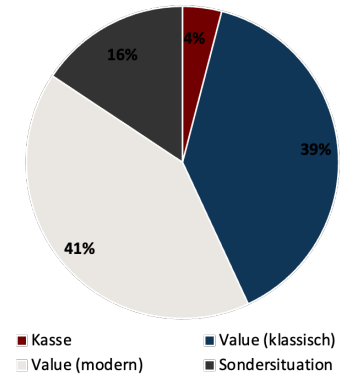
Marktkapitalisierung:



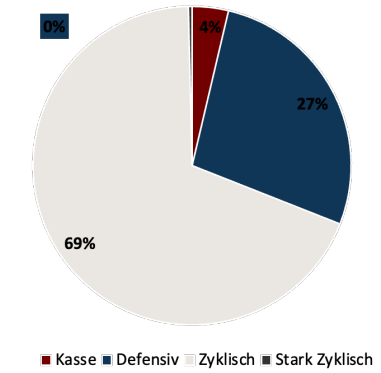
Branchen:



Investmentstil:



Konjunkturanfälligkeit:



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 Anlegendens 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.