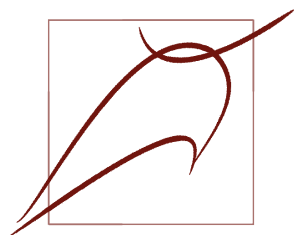




Till Schwalms

Value Investing Brief

Juli 2026





Vorwort

Sehr geehrte Anlegende,

die Performance im zweiten Quartal war in Ordnung, auch wenn sich unsere Benchmark etwas besser entwickelt hat. Unsere vorsichtige Aufstellung, die uns im ersten Quartal noch geholfen hatte, war im zweiten Quartal eher hinderlich.

Spannender finde ich derzeit allerdings die Entwicklung in Deutschland. Nicht fußballerisch, das war unter aller Sau! Sondern aufseiten der Bundesregierung. Tatsächlich habe ich das Gefühl: Deutschland reformiert sich. Zumindest ein bisschen.

Die Bundesregierung hat ein umfassendes Reformpaket angekündigt. Es umfasst Änderungen bei der Rente, Entlastungen bei der Einkommensteuer, Eingriffe in den Arbeitsmarkt, industriepolitische Maßnahmen, mehr staatlichen Wohnungsbau, ein härteres Vorgehen gegen Sozialleistungsmissbrauch und – aus meiner Sicht besonders wichtig – einen breiten Bürokratieabbau.

Vieles daran geht in die richtige Richtung. Dennoch bleibt bei mir der Eindruck, dass an mehreren Stellen ein deutlich größerer Wurf möglich gewesen wäre.

Am positivsten bewerte ich die geplante Rentenreform. Die gesetzliche Rente soll stärker durch eine kapitalgedeckte Komponente ergänzt werden. Das ist mehr als überfällig. Unser Rentensystem muss auf mehreren Säulen stehen und darf nicht fast ausschließlich davon abhängen, dass die jeweils arbeitende Generation die laufenden Renten finanziert.

Schön wäre es gewesen, wenn man diesen Schritt bereits vor 20 Jahren gegangen wäre, statt komplizierte und teure Konstruktionen wie Riester und Rürup zu schaffen. Dass künftig alle Generationen stärker belastet werden, lässt sich angesichts der demografiebedingten Verschiebungen kaum vermeiden. Eine

Alternative wäre eine deutlich stärker strukturierte Einwanderung in den Arbeitsmarkt. Politisch sehe ich dafür derzeit allerdings keine ausreichende Mehrheit. Bei der Rente überwiegt für mich daher klar das Positive.

Auch bei den Steuern stimmt die Richtung. Kleine und mittlere Einkommen sollen entlastet, Freibeträge angehoben und die Progression etwas abgeflacht werden. Das ist sinnvoll, hätte aber deutlich mutiger ausfallen können. Vor allem wurde erneut die Chance verpasst, das Steuersystem grundsätzlich zu vereinfachen.

Denkbar wäre beispielsweise, das Ehegattensplitting abzuschaffen und stattdessen jedem Menschen einen hohen persönlichen Freibetrag zu gewähren. Oberhalb dieses Freibetrags könnte ein klarerer und transparenterer Tarif gelten. Hält man dagegen am bestehenden System fest, hätte man auch über noch höhere Spitzensteuersätze diskutieren können. Insgesamt lautet mein Urteil: richtige Richtung, aber kein großer Wurf.

Gemischer fällt meine Bewertung beim Arbeitsmarkt aus. Die Bundesregierung will Befristungen ausweiten, sehr gut verdienende Beschäftigte leichter gegen Abfindung kündbar machen und die Regeln für Krankschreibungen verändern.

Die Ausweitung sachgrundloser Befristungen halte ich für den falschen Weg. Eine Befristung kann sinnvoll sein, sollte aber nicht länger als zwei Jahre dauern. Danach sollte ein Arbeitsverhältnis entweder beendet oder in ein reguläres Beschäftigungsverhältnis überführt werden.

Statt zwei Klassen von Beschäftigten zu schaffen – eine relativ ungeschützte befristete und eine stark geschützte unbefristete –, wäre es aus meiner Sicht sinnvoller, den



Kündigungsschutz bei regulären Arbeitsverhältnissen vorsichtig zu lockern. Weniger Zweiklassensystem, dafür insgesamt mehr Flexibilität.

Dass sehr gut verdienende Beschäftigte leichter gegen Abfindung entlassen werden können, halte ich dagegen für richtig, sofern „hohes Einkommen“ klar definiert wird. Wer beispielsweise 150.000 Euro oder mehr im Jahr verdient, trägt üblicherweise eine hohe Verantwortung und sollte grundsätzlich bessere Chancen haben, eine neue Beschäftigung zu finden. Menschen mit sehr hohen Einkommen benötigen aus meiner Sicht daher weniger Schutz als Beschäftigte, für die ein Arbeitsplatzverlust unmittelbar existenzbedrohend wäre.

Die Debatte über Krankschreibungen ab dem ersten Tag halte ich hingegen für weitgehend vergeudete Energie. Arbeitgebende konnten eine Arbeitsunfähigkeitsbescheinigung in begründeten Fällen bereits bisher ab dem ersten Tag verlangen. In der Praxis dürfte sich daher wenig ändern.

Auch bei der Industriepolitik stimmt die grundsätzliche Stoßrichtung, meine Erwartungen an ihre Wirkung sind jedoch begrenzt. Der Staat will Zukunftsbranchen fördern, Netze ausbauen, den Smart-Meter-Rollout beschleunigen und in der Handelspolitik weiter für offene Märkte kämpfen.

Gerade Letzteres halte ich für sinnvoll. Vor allem im Kontext der EU und als Gegenpol zu Trumps Amerika.

Skeptischer bin ich dort, wo der Staat glaubt, besser als der Markt beurteilen zu können, welche Technologien und Unternehmen langfristig erfolgreich sein werden: also Zukunftsbranchen fördern. Venture-Capital-Gesellschaften können das in der Regel besser. Sinnvoller wären bessere Bedingungen für Gründungen, Programme an Universitäten und vor allem weniger Bürokratie. Ein gutes Start-up

sollte nicht zuerst staatliche Förderung brauchen, sondern ein gutes Umfeld.

Beim Wohnungsbau finde ich die Kombination aus staatlich finanziertem Sozialwohnungsbau und dem Schutz privaten Eigentums grundsätzlich vernünftig. Der Staat kann dort tätig werden, wo der Markt bezahlbaren Wohnraum nicht ausreichend bereitstellt. Gleichzeitig ist ein klares Signal gegen Vergesellschaftungen sinnvoll.

Auch das angekündigte härtere Vorgehen gegen Sozialleistungsmissbrauch ist grundsätzlich in Ordnung, selbst wenn hier aus meiner Sicht ein Randproblem politisch überhöht wird. Entscheidend ist, dass Kosten und Nutzen der Kontrollen in einem vernünftigen Verhältnis bleiben.

Der für mich wichtigste Teil des Pakets ist jedoch der Bürokratieabbau. Hier gilt: unbedingt – und gerne mehr.

Dass hier Handlungsbedarf besteht, ist unbestritten. Hermle, eines unserer Portfoliounternehmen, hat seine Dividende gerade um einen Euro gekürzt und dies ausdrücklich auch mit dem hohen Bürokratieaufwand in Deutschland begründet. Das ist kein abstraktes politisches Problem. Bürokratie kostet Unternehmen Zeit und Geld und am Ende Investitionen, Arbeitsplätze und Ausschüttungen.

Die angekündigte Stoßrichtung ist richtig: weniger Dokumentationspflichten, schnellere Verfahren, stärker risikobasierte Kontrollen und dafür härtere Sanktionen bei tatsächlichen Verstößen. Vermutlich könnte man auf einen großen Teil der heutigen Routinemeldungen, Prüfungen und Formulare verzichten und mit deutlich weniger, aber gezielteren Kontrollen einen Großteil der Wirkung erzielen.

Wie absurd die heutige Praxis teilweise ist, habe ich gerade selbst beim Transparenzregister erlebt. Dort musste zunächst auf eine Unstimmigkeitsmeldung reagiert und der



Sachverhalt mit Nachweisen erklärt werden. Danach stellte sich heraus, dass diese Rückmeldung noch gar keine Berichtigung des Registereintrags war, sondern lediglich die erste Stufe des Verfahrens.

Anschließend musste in einem zweiten Schritt noch einmal eine formale Berichtigung vorgenommen werden: mit einer Referenznummer, abweichenden Datumsangaben und zusätzlichen Details wie dem vollständigen zweiten Vornamen. Für einen seit Jahren unveränderten Sachverhalt entsteht so ein erheblicher administrativer Aufwand, ohne dass der praktische Nutzen klar erkennbar wäre.

Genau das ist für mich ein Sinnbild des deutschen Bürokratieproblems: nicht zu wenig Kontrolle, sondern schlecht erklärte, doppelte und unnötig komplizierte Verfahren.

Auch ein pauschales Ziel zum Personalabbau in der Verwaltung halte ich deshalb für sinnvoll. Solche Vorgaben sind nicht perfekt, erzeugen aber den notwendigen Druck, Prozesse zu hinterfragen. Digitalisierung darf nicht

bedeuten, dass ein Papierformular künftig als PDF heruntergeladen, ausgefüllt und dann aber ausgedruckt, unterschrieben und wieder eingescannt werden muss. Dies ist mir real so passiert beim Antrag für Elterngeld. Echte Digitalisierung muss Verfahren vereinfachen oder vollständig überflüssig machen.

Insgesamt bewerte ich das Reformpaket vorsichtig positiv. Die Richtung stimmt häufiger, als sie nicht stimmt. Entscheidend wird jedoch die Umsetzung sein. Deutschland fehlt es nicht an Kommissionen, Konzepten und Ankündigungen. Es fehlt an der Bereitschaft, Regeln tatsächlich abzuschaffen, Zuständigkeiten zu reduzieren und Entscheidungen schneller zu treffen.

In diesem Sinne: Bleiben Sie stabil!

Ihr Till Schwalms



Inhaltsübersicht

Vorwort	2
Inhaltsübersicht	5
Aktuelle Einblicke	6
Unser Muster-Portfolio	7
Kauf: SAP	9
Antizyklischer Einstieg nach dem Software-Abverkauf	9
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	neutral ●	positiv ●	positiv ●	mehr
Alibaba	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Alphabet	positiv ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Bechtle	positiv ●	positiv ●	positiv ●	s. Brief 06/26
BioNTech	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Booking	positiv ●	negativ ●	neutral ●	s. Brief 05/26
Cewe	neutral ●	neutral ●	positiv ●	mehr
DEFAMA	neutral ●	neutral ●	negativ ●	s. Brief 06/26
Energiekontor	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Grenke	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Hermle	positiv ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Hypoport	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Jumbo				
Mayr-Melnhof	neutral ●	negativ ●	negativ ●	s. Brief 05/26
Multiply	neutral ●	negativ ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Nestlé	positiv ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 05/26
Nintendo	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Novo Nordisk	positiv ●	positiv ●	neutral ●	s. Brief 06/26
PayPal	neutral ●	negativ ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Shelly	neutral ●	neutral ●	neutral ●	s. Brief 06/26
Takeuchi	neutral ●	positiv ●	neutral ●	s. Brief 05/26
WBD	In Übernahme	In Übernahme	In Übernahme	s. Brief 05/26

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

Cewe

Cewe hat, wie angekündigt, den margin-schwächeren Geschäftsbereich Commercial Online-Print an Cimpress erfolgreich verkauft. Dadurch verbessern sich EBIT-Marge und Kapitalrendite; zusätzlich erwartet Cewe im dritten Quartal 2026 einen einmaligen Veräußerungsgewinn im mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich. War aber alles schon bekannt.

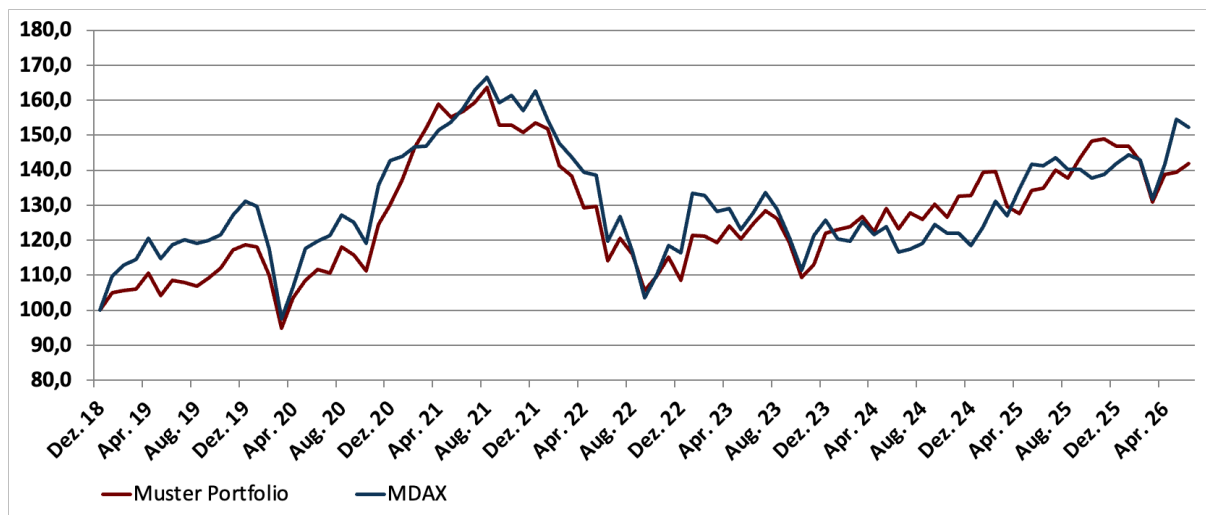
2G Energy

Wie schon größtenteils bekannt: 2G Energy verzeichnete im ersten Halbjahr 2026 mit über 400 Mio. Euro den höchsten Auftragseingang der Unternehmensgeschichte, getragen vor allem vom starken US-Geschäft mit Rechenzentren. Trotz schwacher Profitabilität 2025 und eines verhaltenen ersten Quartals bestätigt das Unternehmen seine ambitionierten Ziele für 2026 und 2027.



Unser Muster-Portfolio

Entwicklung des Muster-Portfolios



Das Portfolio ist im Juni moderat um 1,8 % gestiegen, während der MDAX leicht verloren hat. Besonders positiv war die Entwicklung von Novo Nordisk, besonders negativ dagegen war Alibaba, welches aber nur noch einen kleinen Teil des Portfolios ausmacht.

Allokation & neue Positionen

Wir haben mit 1 % eine neue Position von SAP im Talente Pool aufgebaut und noch eine weitere Absicherung auf den NASDAQ gekauft.

Übersicht aktuelles Muster-Portfolio

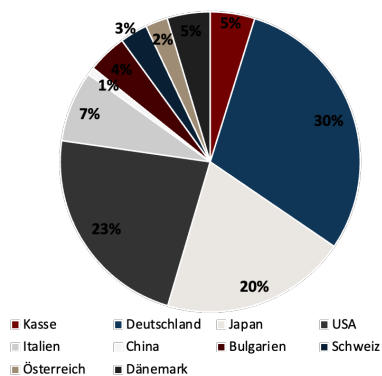
Kernportfolio		in %	Performance
	Kasse	5,2 %	
1	Takeuchi	15,0%	+9,91%
2	WBD	10,0%	-0,52%
3	Molting	7,5%	+3,84%
4	CeWe Color	6,2%	+1,08%
5	PayPal	5,9%	-3,91%
6	Alphabet	5,1%	+2,79%
7	Nintendo	4,7%	-0,51%
8	Novo-Nordisk	4,6%	-0,85%
9	Shelly Group SE	4,2%	+1,64%
10	Energiekontor	3,7%	-0,56%

Absicherung			
24	Discount Put 1	0,3%	+0,00%
25	Discount Put 2	0,3%	-0,13%
26	Discount Put 3	0,2%	-0,27%

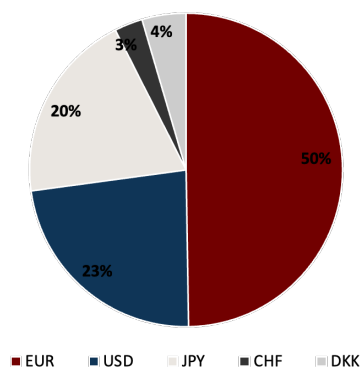
Talente Pool		in %	Performance
11	BioNTech	3,7%	-4,22%
12	Hermle AG Vz	3,1%	-0,24%
13	Nestle SA	2,9%	+0,36%
14	DEFAMA	2,9%	+0,23%
15	Hypoport AG	2,8%	+0,19%
16	Mayr-Melnhof Karton	2,4%	-1,21%
17	Grenke	2,2%	-6,50%
18	Bechtle	2,0%	-0,32%
19	2G energy	1,4%	+0,92%
20	Booking Holdings	1,2%	+0,20%
21	Jumbo	0,9%	-0,10%
22	SAP AG	0,9%	-0,12%
23	Alibaba	0,8%	-0,15%



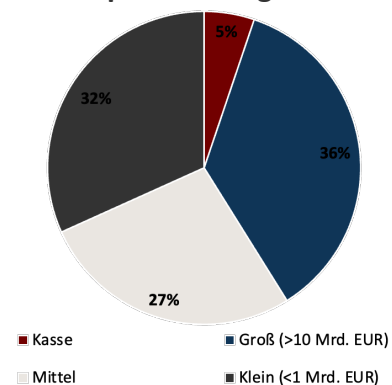
Länder:



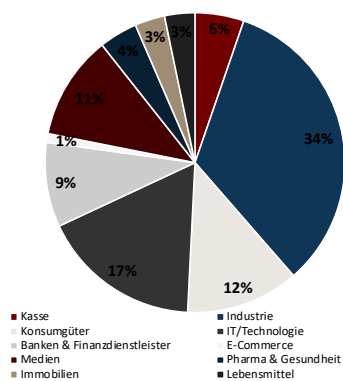
Währungen:



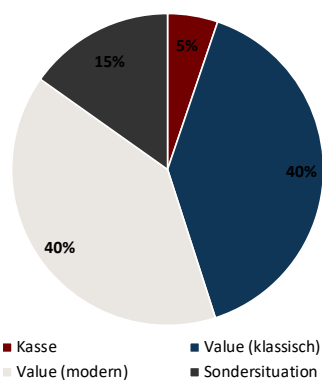
Marktkapitalisierung:



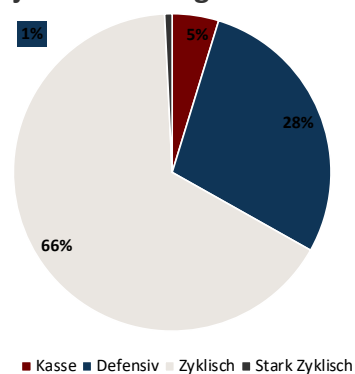
Branchen:



Investmentstil:



Konjunkturanfälligkeit:





Kauf: SAP

Antizyklischer Einstieg nach dem Software-Abverkauf

Ich habe eine erste Position von 1 % in SAP aufgebaut. Der Kauf ist vor allem ein antizyklischer Sentiment-Kauf in einem Large Cap. Nach einer zuvor sicherlich ambitionierten Bewertung hat die Aktie im Zuge des breiten Abverkaufs von Software- und SaaS-Unternehmen deutlich verloren. Auslöser sind vor allem Sorgen, dass KI etablierte Softwareanbieter disruptieren könnte. Bei SAP halte ich diese Befürchtung für übertrieben. Gleichzeitig war der Rückgang nicht ausschließlich sentimentgetrieben: Der Ausblick für das Cloudgeschäft blieb teilweise hinter den hohen Markterwartungen zurück.

Meine These ist, dass SAP durch KI nicht ersetzt, sondern eher gestärkt wird. Um von KI zu profitieren, benötigt ein Unternehmen nicht zwingend ein eigenes führendes Sprachmodell. Entscheidend sind der Zugang zu den Kundinnen und Kunden sowie hochwertige und strukturierte Unternehmensdaten. Diese Daten und die dazugehörigen Geschäftsprozesse liegen bei vielen Unternehmen in den SAP-Systemen. SAP kann daher unterschiedliche KI-Modelle in seine Anwendungen integrieren und mit dem notwendigen Daten-, Rollen- und Prozesskontext verbinden. Genau darauf zielt die Strategie rund um Joule und SAP Business AI ab. Das Cloudgeschäft wächst zudem weiterhin deutlich.

Im Vergleich zu Unternehmen wie Adobe halte ich das Risiko einer direkten Verdrängung durch KI bei SAP für geringer. SAP ist tief in den zentralen Abläufen seiner Kundinnen und Kunden verankert und dürfte auch in fünf oder zehn Jahren eine wichtige Rolle spielen. Da die Bewertung für mich inzwischen eher fair als eindeutig günstig ist und die Umsetzung der KI-Strategie noch bewiesen werden muss, habe ich zunächst nur eine 1 %-Testposition aufgebaut. Mit dem Ziel diese aber weiter auszubauen, sollte der Kurs weiter nachgeben.



AI-Prompt des Monats

Wettbewerbs-Snapshot „Wer gewinnt gerade Marktanteile?“

Vergleiche [Unternehmen] mit [Konkurrent A], [Konkurrent B] in den letzten 4 Quartalen:

Wachstum, Marge/Profitabilität, Preisdruck, Produktzyklen, Geografie.

Wenn Zahlen nicht vergleichbar sind, erkläre kurz warum und nutze qualitative Signale (Guidance, Kommentare, Segmenttrends).

Output: 6–10 Zeilen Tabelle + danach 120 Wörter Fazit.

Warum dieser Prompt hilfreich ist:

Marktanteile werden von Unternehmen nur selten quartalsweise veröffentlicht. Deshalb müssen wir sie häufig indirekt aus dem relativen Wachstum, der Margenentwicklung und den Aussagen des Managements ableiten.

Der Vergleich über vier Quartale reduziert das Risiko, saisonale Effekte oder einzelne Großaufträge überzubewerten. Gleichzeitig verhindert die Einbeziehung von Preisen, Produktzyklen und Regionen, dass Wachstum automatisch als operative Stärke interpretiert wird. Ein Unternehmen kann beispielsweise schneller wachsen, weil es Preise senkt oder margenschwache Aufträge annimmt.

Der Prompt liefert daher keinen exakten Marktanteil, sondern einen strukturierten Wettbewerbs-Snapshot. Er eignet sich besonders dazu, Veränderungen frühzeitig zu erkennen und anschließend gezielt in den Originalquellen zu überprüfen.



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.