

Till Schwalm's Value Investing Brief

Juni 2022

Sehr geehrte Anlegende,

Cash is trash.

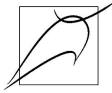
Die aktuelle Situation bleibt sehr schwierig. Trotzdem bin ich optimistisch, was die Zukunft betrifft. Wir befinden uns in einer sehr interessanten Marktphase. Von der Entwicklung her ähnlich wie 2000. Die Hyperwachstums- und Meme-Aktien gemessen am ARK Invest ETF liegen bei -70% von ihren Höchstkursen. Der NASDAQ ist -25%, S&P 500 dagegen nur -13% und der DAX sogar nur -8% (alles gemessen in EUR zum 30.05.2022). Wir befinden uns mit unserem Portfolio mit -15% irgendwo dazwischen.

Der Hintergrund dieser Divergenz zwischen Wachstums- und Value-Aktien könnte sein, dass wir uns im letzten Tanz eines Bullenmarktes befinden. In der Breite haben die Investierenden ihre riskanteren Anlagen abgestoßen und sind in weniger riskante Anlagen gewechselt. Man hat sozusagen seine Shopify Aktien gegen Coca Cola Aktien getauscht. Auch bei uns fällt diese Entwicklung im Portfolio auf:

Name	YTD (seit Kauf)
BIC	14,43%
Nintendo Co Ltd	8,72%
AGFA Gevaert NV	5,01%
Grenke N AG	-10,60%
Takeuchi Mfg Co Ltd	-14,73%
All For One Steeb AG	-15,28%
Warner Bros Discovery	-20,31%
Alibaba	-21,37% (-18,01%)
BioNTech SE	-27,16%
Cewe Color Holding	-31,93%
Mutuonline	-35,58%
Naked Wines PLC	-43,07%
HelloFresh SE	-47,32%
PayPal Holdings Inc	-54,81% (-10,48%)
Netflix Inc	-67,60% (-5,91%)

In was für einer Krise befinden wir uns?

Wir befinden uns aber noch nicht in einem Bärenmarkt. Die Musik spielt noch. Das heißt fallende Kurse über alle Anlageklassen, Regionen und Segmente gibt es noch nicht. Wachstums-/Technologieaktien haben weitaus mehr verloren als klassische Value-Aktien und einige Sektoren wie S&P



Oil & Gas (immerhin 10% des S&P 500) sind in diesem Jahr um über 40% gestiegen, dies gilt auch für die Rohstoffklassen und Energieaktien.

Man muss sich also die Frage stellen, was passiert, wenn die Musik vollständig stoppt, wie 2002 oder 2009. Rein technisch betrachtet sind wir noch etwa 12-18 Monate und -40% von den Tiefstwerten damals im Aktienmarkt entfernt. Allerdings, anders als 2007-2009, sehe ich momentan keine Finanz- und Bankenkrise und damit eine Systemkrise. Gleichzeitig, ähnlich wie in dem Corona-Crash, ist der aktuelle Absturz sehr schnell. Die All-Zeit-Hochs der Indizes waren zwischen Ende November und Anfang Januar. Das heißt, auch wenn sich die Geschichte reimt, wiederholt sie sich nicht.

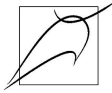
Offensichtlich gibt es eine politische Krise mit einem großen Krieg in Europa, aber auch eine realwirtschaftliche Krise ausgelöst durch Corona mit den Lieferkettenengpässen und der zeitweisen Beendigung einer globalen Arbeitsteilung. Zudem spielt im Hintergrund die Inflation eine gewaltige Rolle für den Kapitalmarkt. Diese betrifft nicht in erster Linie Besitzende von Eigenkapital, aber Gläubiger und Menschen mit viel Cash. All jene, die rein finanzielle Anlagen besitzen, gehören zu den Verlierern, auch wenn es vielleicht bald wieder Zinsen auf dem Tagesgeldkonto gibt. In einem inflationären Umfeld ist Cash = Trash. Aktien gehören nicht zu den rein finanziellen Anlagen. Es sind reale Unternehmen, die wir besitzen. Aus diesem Grund und aufgrund der Zusammensetzung unseres Portfolios bin ich entspannt.

In was investieren wir?

Wir haben den Mai weiter dazu genutzt, uns taktisch besser für eine hohe Inflation aufzustellen. Kurzfristig wären Rohstoffe die beste Anlageklasse, um von hoher Inflation zu profitieren. Allerdings verzichtet man mit Rohstoffen auf reales Wachstum. Es ist eine reine Absicherung gegen Inflation. Die mittelfristige Renditeerwartung, wenn die erwartete Inflation eintritt, ist null. Aus diesem Grund kaufe ich vermehrt Unternehmen mit realen Wachstumsraten über der Inflationsrate, die nach Möglichkeit keine großen Investments brauchen.

Unternehmen mit teuren Anlagen profitieren zwar kurzfristig auch enorm von der Inflation, da sie Preisanhebungen durchführen können ohne dass die Abschreibungen steigen, sodass der Gewinn deutlich höher ausfällt als ursprünglich erwartet. Mittelfristig müssen sie diesen höheren Gewinn aber vollständig in den Erhalt und den Ersatz der teuren Anlagen stecken, sodass es viel schwieriger einzuschätzen ist, ob die Aktionäre zu den Gewinnern oder Verlierern hoher Inflation gehören – Preisstabilität ist für alle langfristigen Investitionen das beste Umfeld.

Land und Immobilien sind natürlich auf den ersten Blick auch ein guter Schutz gegen Inflation, aber insbesondere bei letzterem spielt das Zinsumfeld eine ebenso große Rolle, sodass auch bei Immobilien nicht klar ist, ob sie zu den Gewinnern oder Verlierern gehören. Das reale Wachstum von Land und Immobilien liegt in Verpachtung und Vermietung, welche relativ streng geregelt ist und Preisanhebungen deutlich über der Inflationsrate eigentlich nicht zulässt. Gleichzeitig ist die Bewertung eine Funktion aus den Zinsen, die man für



die Darlehen bezahlt. Immobilien werden fast immer mit hoher Verschuldung gehalten, sodass steigenden Zinsen zu fallenden Preisen führen können.

Worauf achte ich außerdem?

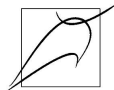
Zinsen spielen eine große Rolle. Nicht nur beim Kauf und Verkauf von Immobilien. Mit steigenden Zinsen gibt es für Anleger und Anlegerinnen wieder Alternativen zu Aktien: Anleihen. Man muss sich anschauen, wie die Entwicklung hier weitergeht. Erst einmal scheint der längste Bullenmarkt aller Zeiten zu enden. Zinsen sind 40 Jahre lang gefallen und damit die Preise für Anleihen gestiegen. Die allgemeine Verschuldung (Staat, Private & Unternehmen) in den USA ist vom historisch langfristigen 1,1-fachen GDP 1985 auf das 2,5-fach GDP heute angewachsen. Was passiert, wenn die Zinsen weiter steigen? Zinsen und Inflationserwartungen sind eng miteinander verbunden. Trotzdem denke ich, dass ein Großteil der aktuellen Inflation nicht mit höheren Zinssätzen bewältigt werden kann, da es nicht die ausgegebenen Kredite sind bzw. eine dadurch ausgelöste hohe Nachfrage, die diese Inflation getrieben haben. Es ist die Globalisierungs- und Lieferkettenkrise, also ein zu niedriges Angebot. Wird das von den Notenbanken genauso gesehen? Ich weiß es nicht. Es hängt stark davon ab, ob wir in eine Inflationsspirale kommen oder die aktuellen Ereignisse eine Vielzahl von Einmalschocks darstellen.

Hierfür beobachte ich:

- *Tarifabschlüsse*: Werden diese über der Inflationsrate abgeschlossen? Wenn ja, erhöhen sich die Kosten für Produkte und damit auch die Preise. Der Effekt ist aus meiner Sicht aber einer der

mildesten, auch wenn oft von einer Lohn-Preis-Spirale gesprochen wird.

- *Personalmangel*: Wie sieht der Arbeitsmarkt aus? Mittelfristig haben wir in großen Teilen der Welt nicht genug Arbeiter (China & westliche Welt). In Zeitarbeitsfirmen herrscht jetzt schon ein Mangel genügend qualifiziertes Personal zu finden. Die USA haben Vollbeschäftigung. Und in fünf bis sieben Jahren werden die Babyboomer in Rente gehen. Insgesamt eine Gemengelage, die höhere Löhne, weniger Angebot und damit höhere Preise nach sich ziehen wird. Diesen Effekt halte ich für wesentlich stärker als die Tarifabschlüsse, da es auch die Kapazität in der Wirtschaft betrifft.
- *Preissetzung*: Was haben die Unternehmen hinsichtlich Preissetzung gelernt? Wird es „normal“ Preise halbjährlich zu erhöhen oder reicht der Wettbewerb aus, um Preise niedrig zu halten? Hier habe ich wenig Sorge, wenn es genügend Angebot gibt.
- *Wettbewerb*: Gibt es noch genug Wettbewerb? Durch Corona wurden Onlinehändler (Amazon) und Supermarktketten, die zuvor schon stark waren, noch einmal gestärkt. Gibt es noch genügend Wettbewerb im Einzelhandel oder können einzelne Händler Preise diktieren? Auch hier halte ich den Effekt für überschaubar, auch wenn man vorsichtig sein muss, dass keine Quasi-Monopole entstehen.
- *China*: Lockert China seine Corona-Maßnahmen in den nächsten Monaten und ändert die Strategie hinsichtlich Covid? Ansonsten fällt China als zuverlässiger Zulieferer weiter aus und



die Lieferketten werden immer wieder unterbrochen, was das Angebot knapphält und Preiserhöhungen vereinfacht.

- *Russland:* Kommt genug Gas nach Europa? Ein Abdrehen der Gaslieferungen würde zu höheren Preisen führen. Nicht nur würde Energie generell teurer. Eine weitere Verknappung würde zu Produktionsengpässen führen, das Angebot für viele Produkte weltweit verknappen und damit einen noch größeren Effekt auf die Preise haben als die reinen Kosten für Gas.
- *Ausbau Erneuerbare und Militär:* Wie schnell werden die angekündigten Regierungsprogramme umgesetzt? Zusätzliche Ausgaben für Militär und Infrastruktur erhöht die Nachfrage und damit auch die Preise. Hier wäre insbesondere eine an die allgemeine Wirtschaftssituation angepasste Fiskalpolitik zu wünschen. Öffentliche Projekte ausarbeiten, die in kürzerer Zeit aktiviert werden können, wenn sich die Privatwirtschaft abkühlt. Allerdings halte ich das für unwahrscheinlich. Das heißt, die aktuelle Ausgabenpolitik beschleunigt die Inflation.
- *Wirtschaftliche Abkühlung:* Gibt es eine wirtschaftliche Abkühlung? Momentan befinden wir uns noch in einem wirtschaftlichen Aufschwung aus dem Coronatief. Das ist in der Hinsicht bemerkenswert, da alle Signale auf Krise stehen. Sollte sich die Wirtschaft abkühlen, würde das die Nachfrage senken und damit auch den Druck auf die Preise.

Was heißt das für unser Portfolio?

Zunächst schaue ich mir einzelne Aktien im Technologiesektor an. Einige Unternehmen sind billiger als 2019, haben ein besseres Geschäft, wachsen und werden wachsen, auch mit Raten deutlich über der Inflation. Seit Anfang des Jahres rotiere ich unser Portfolio von Value-Aktien zu Wachstumswerten zu einem vernünftigen Preis (ich möchte immer voll investiert sein - egal, was der Markt sagt).

Im Mai hat dies auch ein weiteres Mal gut funktioniert, so haben wir unsere Positionen in AGFA und BIC zu guten Preisen weiter reduziert und dafür PayPal und MutuiOnline gekauft.

In diesem Sinne hoffen wir auch auf einen guten Juni.

Beste Grüße,

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	6
Marktanalyse	11
Investmentidee des Monats: PayPal (PYPL)	13
Muster-Portfolio	15
Allokation Muster-Portfolio	16
Abonnierenden Fragen	20



Unternehmensentwicklungen

Überblick über die Berichtssaison Q1/2022

Name	Q1 Bericht	Ausblick 2022	Einschätzung
AGFA	Negativ	Negativ	Negativ
Alibaba	Positiv	Positiv	Positiv
All for One	Positiv	Positiv	Positiv
BIC	Positiv	Positiv	Neutral
BioNtech	Positiv	Neutral	Positiv
CEWE	Neutral	Neutral	Neutral
Grenke	Positiv	Positiv	Positiv
HelloFresh	Positiv	Positiv	Positiv
MutuiOnline	Neutral	Neutral	Neutral
Naked Wines	Positiv	Neutral	Positiv
Netflix*	Negativ	Negativ	Neutral
Nintendo	Positiv	Neutral	Positiv
PayPal	Positiv	Positiv	Positiv
Takeuchi	Positiv	Neutral	Positiv
Warner Brot. Disc.	WB = Negativ D = Positiv	Negativ	Positiv

)* erst nach den Zahlen ins Portfolio aufgenommen

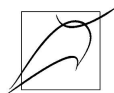
Mutui Online

Mutui Online mit Q1 Zahlen. Diese waren so weit in Ordnung. Keine Überraschung bei Umsatz oder Gewinn. Keine Wachstumseffekte mehr aus Übernahmen, sodass man hier das erste Mal eine echte Entwicklung nach dem starken Coronaanstieg sieht. Wie zu erwarten war, war diese für ein Wachstumswert nicht gut. Das „BPO“ Geschäft (Vergabe von Darlehen) war besonders schwach. Der Darlehensmarkt in Italien war im ersten Quartal ebenfalls schwach. Insgesamt hat sich MutuiOnline hier mit -6% sogar leicht besser entwickelt als der Markt mit -6,4%; was positiv ist. Die Erwartung im BPO Geschäft sind aufgrund der hohen ökonomischen Unsicherheit bis ins dritte Quartal negativ und mit hoher Unsicherheit behaftet. Das zweite „Broking“ Segment (online Preisvergleichsplattformen) hat sich

dagegen mit +7,6% deutlich besser entwickelt. Dieser Trend wird auch für die nächsten Quartale erwartet, da insbesondere in wirtschaftlich unsicheren Zeiten die Leute mehr auf den Geldbeutel achten und Preise vergleichen.

Grenke

Grenke mit sehr guten Q1 Zahlen. Neugeschäft ist um +29% auf 690 Mio. EUR (davon 499 Mio. EUR Leasing +36,5%) angestiegen. Diese Zahlen waren auch schon seit Anfang April bekannt. Der Gewinn ist sogar um +46% auf über 20 Mio. EUR angestiegen. Alle Zahlen lagen damit innerhalb oder am oberen Ende meiner Erwartungen im März. So gab es auch keine Veränderung des Anfang April gegebenen sehr guten Ausblicks: 2022 möchte man 2,0 bis 2,2 Mrd. EUR Umsatz und bis 2024,



also in drei Jahren, 3,4 Mrd. EUR Umsatz tätigen. Dies wären 20% mehr als 2019 und wenn man 2020, 2021 und 2022 als Corona-Ausnahme-Jahre betrachtet, genau in Line mit dem 10% Wachstum pro Jahr, die man in der Vergangenheit angestrebt hat.

Wie ich schon in meinem vorletzten Brief gesagt habe: Sollte dies so eintreten, wäre das ein starkes Signal, dass nicht nur das Geschäft intakt ist, wovon ich ausgehe, sondern Grenke weiterhin ein Wachstumsunternehmen ist.

Grenke hat außerdem noch ein Strategie-Update und ihr allerersten Capital Markets Day im Mai gegeben. Ich fand ihn sehr gut. Grundsätzlich will man die 30 internationalen Vertriebe stärken (insb. USA, Kanada und Australien) und mehr Leasing-Objekte aufnehmen (insb. nachhaltige Anlagegüter – die Idee ist natürlich gut, aber aus meiner Sicht mehr Marketing). Die Strategie hat sich zur Vergangenheit nicht wesentlich geändert, was ich als positiv sehe. Das Geschäft funktioniert. Der Short-Seller lag falsch.

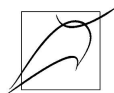
Zudem hat man angefangen Franchise-Unternehmen aufzukaufen. Hier war ein Kritikpunkt des Short-Sellers und Grenke hatte angekündigt, dass Franchise-Modell aufzugeben und neue Länder mit Tochtergesellschaften selbst zu entwickeln bzw. von Anfang an auf das eigene Buch zu nehmen. Bis zum Jahresende sollen alle Franchise-Unternehmen gekauft sein. Auswirkungen auf das operative Geschäft hat diese Maßnahme keine, aber bilanziell wird die Grenke AG etwas schlechter aussehen.

All for One

All for One mit 6 Monatszahlen. Wachstum hat in Q2 zu Q1 etwas nachgelassen, ist aber immer noch sehr gut. Umsatz +24%, davon 10% organisch. Alle anderen Kennzahlen sind ebenfalls sehr gut. Umsatzprognose für das Gesamtjahr wurde leicht angehoben, während EBIT nur bestätigt wurde, was leicht rückläufige Margen bedeutet.

BioNtech

Biontech mit herausragenden Zahlen über allen Erwartungen. Umsatz mit 6,4 Mrd. EUR (meine Erwartung war 5,3-5,9 Mrd. EUR) und nachhaltiger Gewinn ca. 4 Mrd. EUR (meine Erwartung 3 Mrd. EUR). Das Ergebnis war auch getrieben durch den starken Dollar. Bisher läuft der Investment-case deutlich besser als von mir geplant. Man hat die Nettokasse mit 16 Mrd. EUR seit unserem Einstieg bereits mehr als verdoppelt. Für die nächsten drei Quartale müssen „nur“ noch 7 Mrd. EUR verdient werden für meine Prognose. Das sind pro Quartal 2,3 Mrd. EUR und ein Rückgang von 40% zum aktuellen Quartal, was nicht meinen Erwartungen entspricht, wenn der Herbst in den USA und Europa so wird, wie von den meisten Experten angekündigt. Auch widerspricht dies den bereits über Lieferverträge verkauften 2,4 Mrd. Dosen allein von Pfizer im Jahr 2022. Trotzdem könnten wir im letzten Quartal das Hoch der Produktion gesehen haben. Insgesamt hat man dieses Quartal „nur“ 750 Mio. Dosen verkauft (30% der bestellten Menge für 2022), das sind bereits ca. 100 Mio. weniger als im letzten Quartal und ist unter der aktuellen Produktionskapazität. Allerdings geht aus dem aktuellen Bericht nicht hervor, wieviel man produziert hat. Da BioNtech an einem Impfstoff gegen die Omicron-



Variante arbeitet, der demnächst kommen soll, kann es sein, dass zurzeit nicht die volle Kapazität für der momentan zugelassenen Impfstoff verwendet wird. Der Impfstoff befindet sich im Zulassungsprozess. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hatte BioNtech eine Marktkapitalisierung von nur noch 31 Mrd. EUR (wir haben zu ca. 37 Mrd. EUR gekauft). Nach meiner Prognose wird BioNtech bis Ende 2023 ungefähr die Marktkapitalisierung verdient haben. Alles Geschäft darüber hinaus bekommt man geschenkt. Spannend bleibt weiterhin, ob China irgendwann doch über seinen Schatten springt und ebenfalls bei BioNtech kauft – die Wahrscheinlichkeit halte ich inzwischen für gering. In Summe läuft es bei BioNtech aber sehr gut.

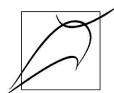
AGFA

Ich hatte letzten Monat bereits geschrieben, dass wir uns langsam von AGFA trennen. Die Zahlen von AGFA zum ersten Quartal waren in einem inflationären Umfeld okay. Interessant ist, dass das Offset Geschäft sich in diesem Quartal im Vergleich zu allen anderen Segmenten am besten entwickelt hat. Insgesamt ist der Umsatz um +7,2% (auch getragen durch den starken Dollar) gestiegen, der Deckungsbeitrag aber nur um +5,5%. Man konnte also die Preissteigerung bei den Herstellungskosten nicht vollständig an Kunden und Kundinnen weitergeben. Weitere Preisanhebungen sind bereits eingeleitet worden, um die Inflation auszugleichen. Man wird im nächsten Quartal sehen, ob diese wirken, oder die Inflation der Herstellungskosten noch schneller ist. Störend wirkt immer noch, dass AGFA bei 4 Mio. EUR adj. EBIT gleichzeitig 9 Mio. EUR für Restrukturierung ausgibt. D.h. das Geschäft

arbeitet in letzter Konsequenz immer noch negativ mit 7 Mio. EUR. Die aktuellen Zahlen ändern nichts daran, dass wir uns von AGFA langsam trennen.

Nintendo

Nintendo mit Zahlen zum Geschäftsjahr 2021/2022, welches im März endete. Umsatz -3,6%, EBIT -7,5%, Gewinn dagegen nur -1,2%. Hier spielt vor allem die Währung eine wichtige Rolle. Insgesamt ist Nintendo auf hohem Niveau weniger profitabel aufgrund von höheren Herstellungskosten und durch das OLED-Modell (hat eine niedrigere Marge). Der Umsatz der Switch und den dazugehörigen Spielen wurde so erwartet. Ein bisschen zeigt sich, dass die Switch OLED (neu seit Herbst) die Verkäufe momentan nur stabilisiert. Wobei hier wichtig zu verstehen ist, dass der Chipmangel dazu führt, dass alle produzierten Einheiten verkauft werden und man nicht mehr produzieren kann. Unter Umständen wäre der Umsatz hier also deutlich höher. Dies liegt aber zum Teil im Bereich der Spekulation. Ich denke, die Anzahl verkaufter Einheiten mit leicht über 20 Mio. scheint momentan auch nahe der maximalen Nachfrage zu liegen. Positiv ist, dass man Lizenzeinnahmen steigern konnte. Negativ ist dagegen, dass man weniger Umsatz mit mobilen Spielen macht. In Summe ist das für die momentanen Bewertung nicht relevant. Der Ausblick ist innerhalb meiner Erwartungen mit 1600 Mrd. JPY Umsatz und einem Gewinn von rund 500 Mrd. JPY. Dabei erwartet man 21 Mio. verkaufte Konsolen (VJ: 23 Mio.) und 210 Mio. Spiele (VJ: 235 Mio.). Ersteres ist, denke ich, realistisch. Bei letzterem ist Nintendo aus meiner Sicht zu konservativ, da die Mehrheit der Spiele von den drei Jahrgängen vorher gekauft



werden, sodass sich diese aus der Basis der Nutzenden heraus verkaufen. Hier gehe ich nicht von einer großen Veränderung aus, sodass ich bei 21 Mio. neuen Konsolen auf 230 Mio. Spiele komme. Diese Einschätzung ändert aber nichts an unserem Investmentcase, der weiterhin davon ausgeht, dass Nintendo nicht mehr im gleichen Maße dem Konsolenzyklus unterliegt, wie in der Vergangenheit. Als positive Veröffentlichungen für 2022 sehe ich vor allem „Nintendo Switch Sport“, welches Ende April auf den Markt kam, und „Splatoon 3“, das am 9. September erscheint. Daneben dürfte „Mario Strikers: Battle League“ im Juni einigen Absatz finden. Ansonsten fehlt für dieses Jahr die richtig große IP; wie z.B. der Zelda Nachfolger. Zudem wurde ein Aktiensplit 10:1 angekündigt, der für die Bewertung irrelevant ist, sowie die Dividende innerhalb der Prognose – alles andere wäre bei einem japanischen Unternehmen mit der Bilanz von Nintendo auch eine krasse Überraschung.

Cewe

Cewe ist mit erwartbaren Zahlen ins neue Jahr gestartet: Umsatz und EBIT ungefähr da, wo sie vor Corona standen. Heißt übersetzt, dass es zwar innerhalb Corona Wachstum und Rückgang in einzelnen Segmenten gab, durch Corona aber keine dauerhaft höhere oder niedrigere Nachfrage geschaffen wurde. So ist Photofinishing stark zurückgegangen und Online-Printing stark gestiegen. Einzig Retail wurde innerhalb Corona restrukturiert und ist jetzt auf deutlich niedrigerem Level weniger verlustreich – das ist positiv. Das Einzelhandelsgeschäft war, ist und wird aber für den Investmentcase nicht relevant. In Summe gehört Cewe damit weder zu den

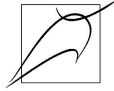
Gewinnern noch Verlierern der Pandemie. Der positive Ausblick wurde bestätigt mit 740 Mio. EUR Umsatz und ca. 80 Mio. EUR EBIT.

Insgesamt belastet bei der Cewe-Aktie weiter die Personalpolitik. Das Geschäft läuft davon aber unbeeinflusst weiter.

Ende des Monats hat man dann noch eine kleine lokale Akquisition getätigt, die Hertz Systemtechnik GmbH. Die Akquisition verstärkt das aktuell verworrene Bild noch weiter und wurde aus der Situation heraus getätigt, dass der 60-jährige Gründer verkaufen wollte, man seit 20 Jahren dort seine Fototerminals kauft und quasi der einzige Kunde ist. Die Akquisition passt nicht zu den Kernkompetenzen von Cewe und hat auch für den Investmentcase keine Bedeutung. Grundsätzlich ist es eher untypisch, Zulieferer, die nicht direkt zur Kernkompetenz eines Unternehmens gehören, aufzukaufen. Die Fähigkeiten bei Cewe für Systemelektronik und Messtechnik für die Industrie, die die Hertz Systemtechnik GmbH hat, sehe ich nicht als gegeben an. Für Cewe ändern sich mit den 25 neuen Mitarbeitenden umsatzseitig nichts, da wie gesagt der Großteil des Geschäfts der Hertz mit Cewe war und sein wird, aber die Marge im Photofinishing wird sich ganz leicht verbessern durch die Akquisition.

Alibaba

Alibaba mit überraschend guten Zahlen, aber ohne Ausblick aufgrund der Corona-Unsicherheit. Umsatzwachstum um 9% in allen Regionen und Segmenten bis auf „Digital Media and Entertainment“. Gewinn ist ebenfalls gestiegen. In Summe spielt hier aber weiterhin das politische Risiko die größte Rolle. Momentan



überdenke ich die Position, insbesondere auch aufgrund meiner Haltung gegenüber China und seiner aktuellen Politik.



Marktanalyse

Die US-Märkte NASDAQ und S&P 500 haben im Mai weiter nachgegeben, die großen europäischen Indizes CAC, MIB, IBEX, FTSE und der DAX, sowie auch der Nikkei aus Japan waren dagegen positiv. Was historisch eher ungewöhnlich ist, da die amerikanischen Börsen normalerweise die Richtung für alle anderen Märkte vorgeben. Oder in einer Börsenweisheit ausgedrückt: „Wenn Amerika hustet, bekommt Europa die Grippe.“

Gleichzeitig hat der Dollar ein wenig an Stärke verloren, was ein Indiz dafür sein könnte, dass die Anleger tatsächlich wieder mehr Vertrauen in Europa fassen. Allerdings kann es auch einfach eine Gegenreaktion zu der Vormonatsentwicklung sein. Denn während die USA zwar mit hoher Inflation zu kämpfen hat, kommt in Europa weiterhin die Unsicherheit aus dem Ukraine-Krieg und ein mögliches Gas-Embargo hinzu.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Werte an den deutschen Börsen haben sich im Mai überwiegend positiv entwickelt. Die amerikanischen waren dagegen überwiegend negativ. Die Bewertung ist gleichgeblieben. Sowohl die ewige Durchschnittsrendite als auch die Dividendenrendite sprechen für einen Kauf.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	14 388,4	17 372,0	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	3,02%	1,49%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	32,3	17,3	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	64%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	453,3	262,3	↘

¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet ist und am 13.02.2020 mit 13 788 Punkten und der anschließenden Corona-Krise beendet wurde. Der gewichtete Durchschnittskurs aller Tage dazwischen liegt bei 9 246 Punkten und der Mittelpunkt des Zyklus war der 15.08.2014.

² Die Dividendenrendite ist die gleichgewichtete Dividendenrendite aller DAX-Unternehmen. Die Zinsrendite laut EZB ist der monatliche durchschnittliche Zins den Banken Unternehmen in der Eurozone geben.

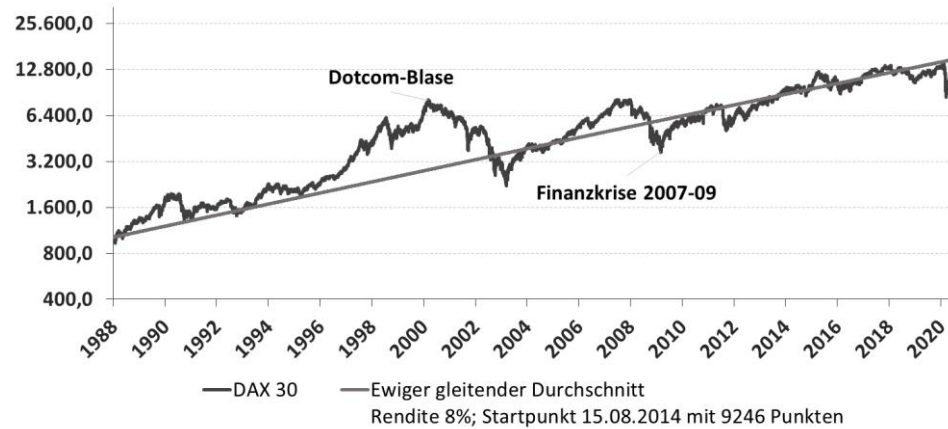
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

⁴ Die Spekulation auf Kredit sind alle an die NYSE und FINRA gemeldeten und ausstehenden Wertpapierkredite im Verhältnis zu der gemeldeten und gewährten Kreditlinie auf Basis der Wertpapierdepots und Verrechnungskonten der Mitglieder der NYSE und FINRA.

⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



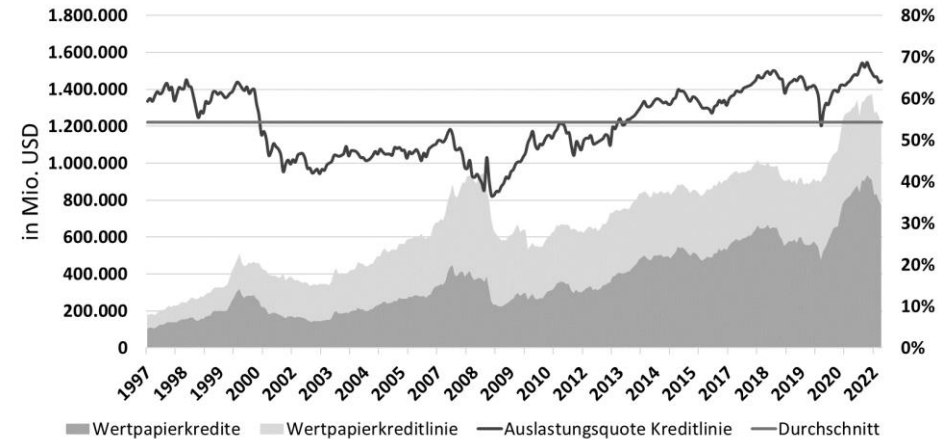
Ewige Durchschnittsrendite:



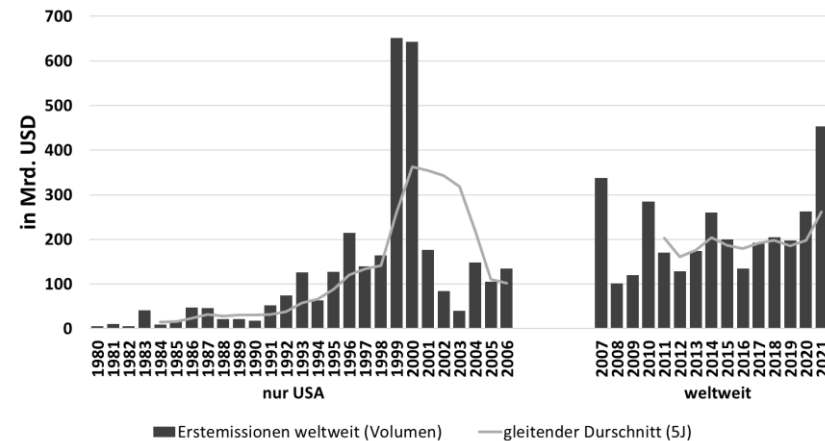
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: PayPal (PYPL)

Bewertung (in USD):

Kurs	84,02	99 647,7 Mio.
DJÜ-Basis	92,69	10,3%
DCF-Basis	92,54	10,1%
# Aktien	1 186,0 Mio.	Easy Buffett:
Net debt	41 735,0 Mio.	14,2%
Net IB debt	-3 151,1 Mio.	
Firmenwert	96 496,6 Mio.	

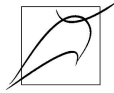
Wie ich bereits im März geschrieben hatte, ist PayPal ein Bezahl Dienstleister, der in erster Linie im Onlinehandel genutzt wird. PayPal profitiert überdurchschnittlich vom Trend zum E-Commerce und zum elektronischen Bezahlen, dem sogenannten "War on Cash".

Dabei hat man mit 429 Mio. aktiven Nutzenden und einem Gesamtvolumen der Zahlung von 1 250 Mrd. USD (ca. ½ Visa) eine Größe erreicht, bei der dem unbegrenzten Wachstum im Kerngeschäft natürliche Grenzen gesetzt werden. Das Management selbst spricht deshalb auch vom Wandel des Fokus Nutzerwachstum auf Engagement.

Dies ist ein Bruch mit der bisherigen PayPal-Story und den bisherigen Aktionären und Aktionärinnen. Zugleich wurde PayPal in den gleichen Topf der FinTech-Start-Ups / Corona-Profiteure geschmissen, was zu einem starken Abverkauf und einem Kursverlust von >70% vom Allzeithoch geführt hat. Heute bekommt man PayPal zu der günstigsten Bewertung seit der Abspaltung von eBay 2015 mit einem KGV von 20; eine FCF-Verzinsung von 6% und einem EV/Umsatz von 3,4.

Die Bewertung spiegelt immer noch ein Wachstumsunternehmen wider und ist für dieses in Ordnung. Selbst wenn das Nutzerwachstum deutlich nachlässt mit 2-4% p.a., wird mehr online gekauft werden (+7,5% p.a.) und PayPal wird zusätzliche Dienstleistungen, wie „Kauf jetzt, bezahl später.“, Offline-Bezahlung, Kryptowährungen sowie echte Kreditvergabe einführen.

Hierbei profitiert PayPal von einer starken Marke beim Privatkunden und -kundinnen und einer Integration bei den meisten E-Commerce-Shops in Nordamerika und Europa. Allerdings werden die neuen Dienstleistungen nicht zu ähnlichen Gebühren wie das Kerngeschäft angeboten werden können. Diese Gebühren sowie die Integration in einen neuen Shop, die recht kompliziert ist, sind die größten Kritikpunkte an PayPal und ermöglichen der Konkurrenz Marktanteile wegzunehmen. PayPal hat mit Block (Square), Klarna, Visa, MasterCard, Affirm, Amazon, Google, Apple, Meta (Facebook), Coinbase, diversen Kryptowährungen sowie diverse weitere Zahlungsanbietern nicht nur einen starken Gegner sondern gleich das Who-Is-Who einiger Weltfirmen als Konkurrenten. Umso beeindruckender ist die Entwicklung der letzten Jahre.



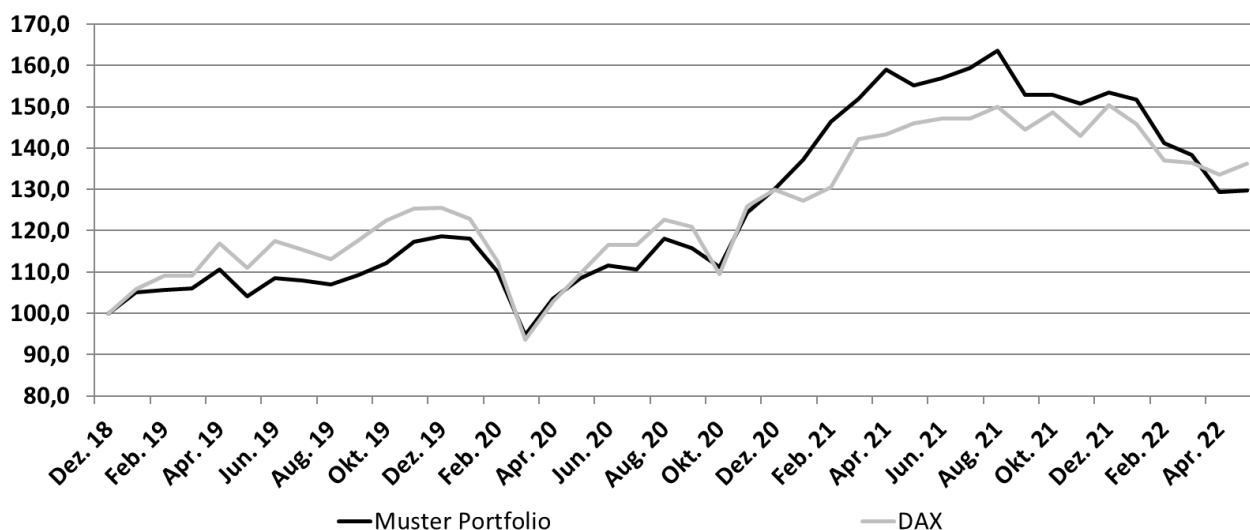
Aus meiner Sicht wächst PayPal schnell genug, um eine weitere Multiple-Kontraktion auszugleichen. Zudem sieht PayPal zum aktuellen Preis fair bewertet aus. Gleichzeitig spielt PayPal aus meiner Sicht in einer anderen Liga als die meisten Tech-Companies und gehört zu den

Bluechips, die eine leicht höhere Bewertung rechtfertigen.

Aus diesen Gründen haben wir im Mai die Position auf 6,5% des Portfolios erhöht.



Muster-Portfolio



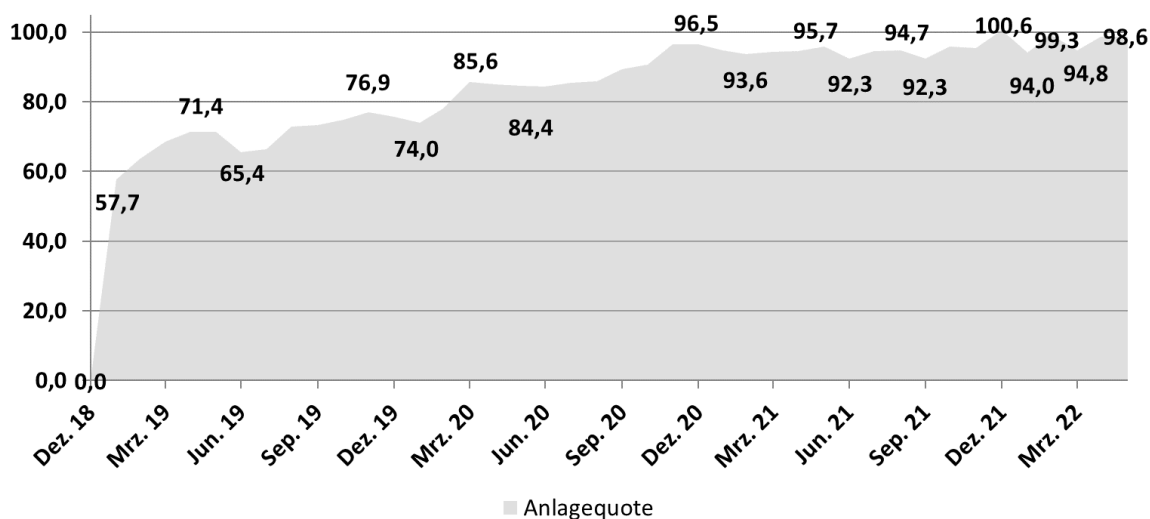
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Mai mit +0,3% das erste Mal in diesem Jahr positiv entwickelt. Dabei sind wir aber einen weiteren Monat hinter der Entwicklung des DAX mit +2,1% geblieben.

Positiv ist anzumerken, dass es im Mai keine fundamental schlechten Nachrichten gab. Im Gegenteil: mit BioNtech und Alibaba haben sogar zwei unserer

Unternehmen außergewöhnlich gut berichtet.

Diese positive Entwicklung wird sich über die Zeit auch in den Aktienkursen widerspiegeln. Momentan dominieren aber andere Themen die Kurse.

Die Anlagequote ist weiterhin bei knapp 99%. Sie ist diesen Monat minimal gefallen, was in erster Linie an einigen Dividendenausschüttungen lag.



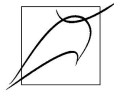


Allokation Muster-Portfolio

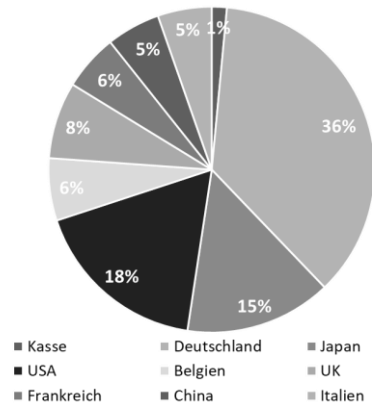
Im Mai haben wir weitere Anteile an der AGFA sowie an BIC verkauft. Gekauft haben wir PayPal, Takeuchi und MutuiOnline. Zudem haben wir einen Trade in HelloFresh ausgeführt, um die hohe Volatilität zu nutzen, der uns 0,1% Performance gebracht hat. Dies ist opportunistisch geschehen und wird nicht Teil unserer Strategie sein.

Übersicht:

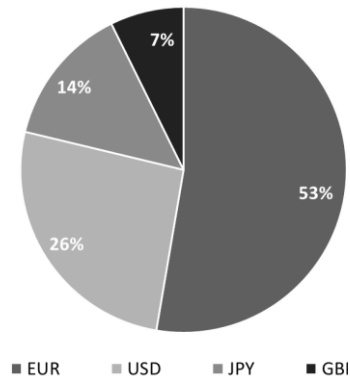
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	1,7%	
1	Warner Bros. Discovery	10,2%	-4,02%
2	BioNtech	8,8%	-0,63%
3	Grenke	7,7%	-2,48%
4	Naked Wine Plc	7,3%	-2,48%
5	Nintendo	7,1%	-0,44%
6	Takeuchi Mfg Co Ltd	6,8%	+0,95%
7	PayPal	6,6%	-0,75%
8	All For One	6,4%	+1,57%
9	HelloFresh	6,3%	-4,87%
10	Agfa	5,9%	+0,17%
11	CeWe Color	5,4%	+0,69%
12	BIC	5,3%	-0,63%
13	MutuiOnline	5,1%	+1,79%
14	Alibaba	5,1%	-0,93%
15	Netflix	4,1%	-0,19%



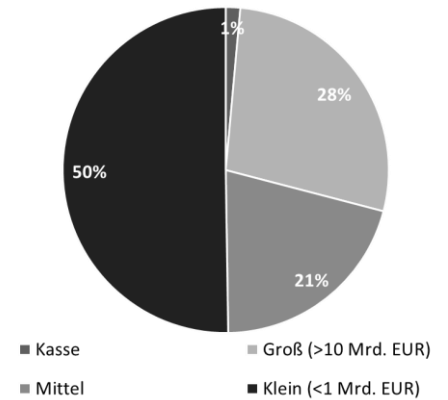
Länder:



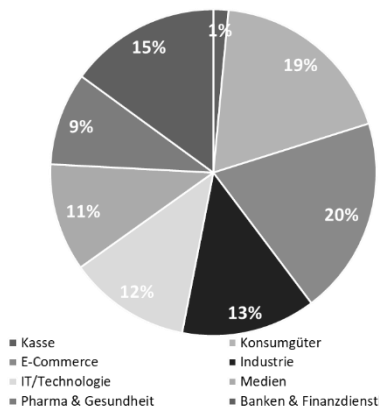
Währungen:



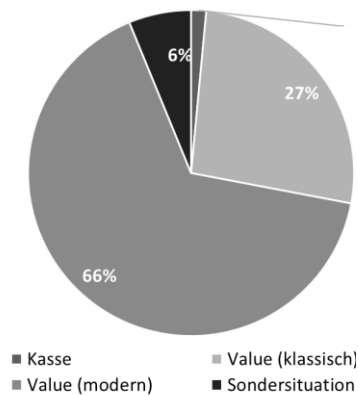
Marktkapitalisierung:



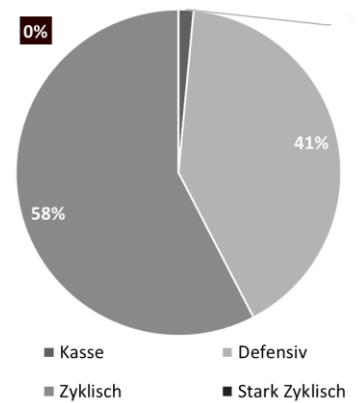
Branchen:

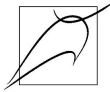


Investmentstil:



Konjunkturanfälligkeit:





Bewertung des Musterportfolios:

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ ¹	%	DCF ²	%	Easy Buffett ³	KGv t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC ⁴	5 yr. Ø ROE ⁵	Net Debt ⁶	EK-Quote	Bewertung ⁷	Sicherheit ⁸
gewichteter Ø						75%		63%	20%	12,8	2,3	63%	17%		46%		
AGFA	AGFB	3,90	Mio.	EUR	5,42	39%	5,37	38%	23%	15,2	0,9	0%	16%	553,5	28%	3,0	1,0
Alibaba	BABA	96,05	Mio.	USD	206,82	115%	211,21	120%	30%	2,5	0,2	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One Group	A1OS	59,80	Mio.	EUR	77,27	29%	80,03	34%	10%	17,4	2,9	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
BIC	BICP	53,50	Mio.	EUR	79,72	49%	71,72	34%	12%	6,9	1,3	14%	12%	53,2	67%	3,0	2,0
Biontech	BNTX	163,36	Mio.	USD	167,49	3%	151,49	-7%	27%	4,2	2,0	-55%	30%	-515,9	59%	1,0	3,0
Cewe	CWCG	90,40	Mio.	EUR	111,07	23%	109,05	21%	9%	16,5	2,3	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros. Discovery	WBD	18,45	Mio.	USD	39,72	115%	40,78	121%	43%	6,6	0,7	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	26,88	Mio.	EUR	74,27	176%	74,76	178%	18%	9,2	4,4	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	33,89	Mio.	EUR	65,70	94%	66,00	95%	16%	13,1	3,5	304%	26%	57,3	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	28,60	Mio.	EUR	35,56	24%	32,19	13%	27%	22,3	4,0	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	3,73	Mio.	Gbp	11,55	210%	8,25	121%	18%	13,5	1,9	-11%	-1%	-8,2	47%	3,0	1,0
Netflix	NFLX	197,44	Mio.	USD	230,55	17%	227,01	15%	19%	18,3	3,9	196%	24%	22305,5	36%	3,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	85,21	Mio.	USD	92,69	9%	92,54	9%	12%	25,6	3,3	67%	16%	41735,0	29%	2,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	58350,00	Mio.	JPY	66108,58	13%	64982,31	11%	17%	17,2	3,3	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2390,00	Mio.	JPY	5871,94	146%	4294,95	80%	14%	11,6	0,7	21%	13%	-47144,5	76%	3,0	3,0



¹ Der diskontierte Jahresüberschuss (DJÜ) ist ein Verfahren, bei dem die zukünftigen prognostizierten Gewinne mit den durchschnittlichen Kapitalkosten abgezinst werden. Der sich daraus ergebende Barwert wird durch die Anzahl ausstehender Aktien geteilt und ergibt den heutigen inneren Wert auf Basis der Gewinne pro Aktie.

² Der diskontierte Cashflow (DCF) ist ein Verfahren, bei dem die zukünftigen prognostizierten freien Geldrückflüsse mit den durchschnittlichen Kapitalkosten abgezinst werden. Der sich daraus ergebende Barwert wird durch die Anzahl ausstehender Aktien geteilt und ergibt den heutigen inneren Wert auf Basis des CashFlow pro Aktie.

³ Die Kennzahl „Easy Buffett“ ist eine Rendite Kennzahl pro Jahr über einen Anlagezeitraum von 10 Jahren. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser bzw. günstiger ist das Unternehmen bewertet. Die Kennzahl sollte größer 10% sein.

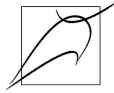
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

⁵ Der ROE ergibt sich auf dem Jahresüberschuss geteilt durch das Eigenkapital. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

⁶ Das Net Debt ergibt sich aus den gesamten Verbindlichkeiten eines Unternehmens abzüglich der Kasse, den kurzfristigen Investitionen und 50% des restlichen Umlaufvermögens. Die Kennzahl ist im Idealfall leicht negativ, aber nahe null. Eine negative Zahl bedeuten eine Nettokasse.

⁷ Die Bewertung ist ein Punktesystem basierend auf DJÜ, DCF und Easy Buffett. Für Unterbewertungen auf Basis der inneren Werte gibt es je einen Punkt und bei einem Easy Buffett über 10% gibt es einen weiteren Punkt.

⁸ Die Sicherheit ist ein Punktesystem basierend auf ROIC, Net Debt und Eigenkapitalquote. Für eine ROIC über 10% gibt es einen Punkt, für eine Nettokasse gibt es einen Punkt und für ein Eigenkapital über 50% gibt es einen Punkt.

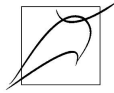


Abonnierenden Fragen

N/A

Sollten Begrifflichkeiten nicht klar sein, finden Sie hier ein umfassendes Glossar:

Glossar



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.