

# Till Schwalm's Value Investing Brief

Oktober 2022

Sehr geehrte Anlegende,

der Herbst hat begonnen und mit ihm die kalte Jahreszeit, die uns energietechnisch zeigen wird, wo wir stehen. Der September war ein schwieriger Monat, der zweit schlechteste dieses Jahr. Neben dem Marktrückgang hatte wir leider ein weiteres Mal eine individuelle Schwäche in einem unserer Titel: Naked Wines. Diese konnte auch nicht durch eine sehr positive Entwicklung bei Netflix und Nintendo ausgeglichen werden.

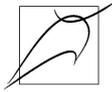
## **Japanischer Yen**

Bei Nintendo gab es neben der positiven Kursentwicklung noch eine weitere interessante Entwicklung: die des japanischen Yens (JPY). So ist der JPY im letzten Monat für eine der großen Währung regelrecht kollabiert und hat Anfang September an einem Tag -3,5% verloren, was sehr viel im Währungsmarkt ist. In den letzten 12 Monaten hat er über 10% gegenüber dem Euro und 30% gegenüber dem Dollar verloren. Hintergrund sind die anziehenden Zinsen in Europa, aber vor allem in den USA. Japan

ist das einzige große Industrieland, das weiterhin negative Zinsen hat. Grundsätzlich ist die Entwicklung für unsere exportorientierten Aktien gut. Diese haben sich dieses Jahr auch entsprechend entwickelt: Takeuchi +4% und Nintendo +15% in einem Bärenmarkt. Allerdings gleicht diese Entwicklung die Entwicklung der Währung nicht aus, sodass wir im Gegensatz zu unseren US-Titeln hier ordentlich Gegenwind durch die Währung haben.

## **Britisches Pfund**

Eine ähnliche Kursentwicklung haben wir Ende des Monats auch bei dem britischen Pfund (GBP) gesehen, allerdings mit einem anderen Hintergrund. Die britische Wirtschaft scheint bereits in einer größeren Rezession zu sein als von der britischen Regierung zugegeben wird bei gleichzeitig hoher Inflation. Hintergrund ist eine fehlgeleitete Energiepolitik mit einer Abhängigkeit vom Weltgasmarkt ohne größere Speicherkapazitäten und die verfehlte BREXIT Politik, die Importe unnötig verteuert. Anstatt die



Angebotsprobleme anzugehen, hat die Regierung beschlossen, die Nachfrage durch Steuersenkungen finanziert über Schuldenaufnahme zu stimulieren (dies wurde zum Teil schon wieder zurückgenommen). Wahrscheinlich werden dadurch die bestehenden Inflationsprobleme eher verstärkt und damit die Wirtschaft noch mehr belasten, ohne neues Angebot zu schaffen. Die Sorgen des Finanzmarktes (gespiegelt im GBP-Kurs) gegenüber der britischen Wirtschaft sind jedenfalls gestiegen. So konnte unser einziges englisches Unternehmen Naked Wines mit hausgemachten Problemen auch nicht von der Entwicklung des schwachen GBPs profitieren. Im Gegenteil: der schwache GBP und die schwache englische Wirtschaft stellen einen zusätzlichen Gegenwind für das Unternehmen dar.

### **Entwicklung des Portfolios**

Insgesamt bin ich nicht zufrieden mit der Entwicklung in diesem Jahr. Die Entwicklung der letzten neun Monate war schmerzhaft für mich. Mental bin ich auf diese Zeit vorbereitet, trotzdem ist es nicht einfach für mich. Es gibt viele beunruhigende Entwicklungen: die höchsten Inflationsraten seit Jahrzehnten, aggressive Zentralbanken, die die Zinssätze schnell erhöhen, die Klimaerwärmung und damit verbunden die Energiekrise verstärkt noch durch Russlands Invasion in die Ukraine. Nichtsdestotrotz gehört diese Entwicklung zu einer freien Marktwirtschaft und der Börse dazu. Die negative Entwicklung, wenn auch schmerzhaft, ist in unserem Portfolio noch im Rahmen eines Bärenmarktes mit -31%. (Zum Vergleich S&P -20%; DAX -24%; NASDAQ -35% und SDAX -36%).

Im Aktienmarkt kommen Rückschläge von über -30% regelmäßig vor und bei

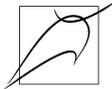
konzentrierten Portfolien und Einzelaktien sind auch Rückschläge von über -40% keine Seltenheit. Trotzdem steht uns auch für den Rest des Jahres eine hohe Unsicherheit bevor, wenn auch mit jedem Tag im Winter zumindest die Energieunsicherheit für Europa abnimmt. So denke ich inzwischen, dass mit den aktuellen Füllständen, den sichtbaren Einsparung in der Industrie und den alternativen Lieferungen der Winter 2022/23 für Deutschland und Europa kein Problem (hinsichtlich Abschaltung) mehr darstellen wird.

### **Gas-Lage in Deutschland: meine Einschätzung**

Ich gehe von einem einfachen Dreisatz aus:  
1. Was haben/bekommen wir an Gas. 2. Was verbrauchen wir an Gas im Winter. 3. Die Differenz stellt die nötige Einsparung dar.

Bei einem 90% gefüllten Speicher haben wir eine Kapazität von ca. 210 TWh. Dazu haben wir ein Zufluss aus Norwegen, Belgien und den Niederlanden von ca. 2,8 TWh pro Tag. Der durchschnittliche Verbrauch in Deutschland (inkl. Export) im Winter (Nov.-Mär.) lag bei 656 TWh. In dieser Zeit bekommen wir ohne Russland 438 TWh Gas geliefert. Die Differenz von 218 TWh entspricht ungefähr unserer Speicherkapazität. Wir würde also ohne Einsparungen durch einen normalen Winter kommen.

Der Winter mit dem höchsten Verbrauch der letzten 20 Jahre lag bei 862 TWh. Bei gleichen Annahmen würde eine Lücke von 217 TWh entstehen, was ungefähr Einsparungen von 25% nach sich ziehen würde. Dies bezieht aber nicht ein, dass wir in der Industrie bereits 5% (ca. 20% innerhalb der Industrie) vom Starkwinterverbrauch einsparen und wir den Gas-Anteil am



Strommix zurückfahren können. Hier liegt das Einsparungspotenzial mit rund 1% (-30% vom Winterstromgasverbrauch) nicht allzu hoch. Und wenn zwei der fünf schwimmenden LNG-Terminals (Wilhelmshaven und Brunsbüttel) bis Ende Januar (geplant Anfang Januar) fertiggestellt werden, wären das auch nochmal 20 TWh (rund 2% vom kalten Winter). Die Anzeichen sind übrigens, dass die Terminals schon vor Ende Januar laufen. Das heißt in einem arschkalten Winter müssen wir „nur“ 17% Gas einsparen. Dies bedeutet eine durchschnittliche Raumtemperatur von 17-18° bei gleichbleibendem Heizverhalten, ohne dass wir irgendetwas abschalten müssen. In einem durchschnittlichen Winter müssten wir für die Versorgungssicherheit nicht einmal sparen. Für weiter Informationen [siehe meine Excel-Berechnungen](#).

### **Inflation**

Auch wenn die Unsicherheit der Abschaltung weg ist, löst das nicht das Problem der hohen Preise und die Unsicherheit, die dadurch entsteht. Gas-Preis-Bremse hin oder her. Deren Auswirkungen werden wir erst 2023 vollständig sehen und sie werden auch noch Einfluss auf die folgenden Jahre

haben. Gleichzeitig sehen wir beim Ölpreis und den Frachtraten für Container-Schiffe bereits seit einiger Zeit Rückgänge, sodass hier die Preise schon wieder auf einem normalen Niveau liegen. Mit diesen gegenläufigen Effekten könnten wir eine Plateaubildung bei der Inflation bis zum Frühling sehen. Einen schnellen Rückgang der Inflation sehe ich momentan zumindest in Europa jedoch nicht, da sich die hohen Energiekosten (Hauptinflationstreiber) noch nicht durch die gesamte Wertschöpfungskette gezogen haben und sich jetzt durch die neuen Lohnforderungen weiter Inflationstreiber ergeben.

Bleiben sie warm!

Beste Grüße,

Ihr

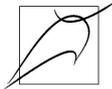
Till Schwalm



Till Schwalm  
Herausgeber

## **Inhalt**

Unternehmensentwicklungen .....	5
Marktanalyse .....	7
Investmentidee des Monats: Hypoport SE (HYQ.DE) .....	9
Muster-Portfolio .....	11
Allokation Muster-Portfolio .....	12



## Unternehmensentwicklungen

### Überblick über die bisherige Berichtssaison Q2/2022

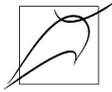
Name	Q2 Bericht	Ausblick 2022	Einschätzung
Agfa	Negativ	Negativ	Positiv
Alibaba	Negativ	Neutral	Neutral
All for One	Negativ	Negativ	Neutral
BIC	Positiv	Positiv	Neutral
BioNtech	Negativ	Neutral	Positiv
CEWE	Positiv	Neutral/Negativ	Neutral
Grenke	Positiv	Neutral	Positiv
HelloFresh	Positiv	Negativ	Positiv
MutuiOnline	Positiv	Neutral	Neutral
Naked Wines	nur halbjährlich und abweichendes Geschäftsjahr		
Netflix	Positiv	Neutral	Positiv
Nintendo	Negativ	Neutral	Neutral
PayPal	Neutral	Neutral	Neutral
Takeuchi	Positiv	Positiv	Positiv
Warner Bros. Disc.	Negativ	Negativ	Neutral

Die Berichtssaison ist abgeschlossen und war für uns relativ neutral. Als letztes Unternehmen hat MutuiOnline berichtet.

### MutuiOnline

MutuiOnline mit guten operativen Zahlen, obwohl der Umsatz nicht gewachsen ist. Hierbei ist vor allem das Hypothekenvermittlungsgeschäft aufgrund der Eintrübung des italienischen Immobilienmarktes gefallen. Diese Entwicklung wurde so von mir erwartet und wird sich auch in den nächsten Quartalen wahrscheinlich fortsetzen. Positiv ist die Entwicklung der Preisvergleichsplattformen, die den Rückgang fast vollständig ausgleichen konnten. Auch diese Entwicklung habe ich, in einer sich eintrübenden Konjunktur, erwartet und wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten Quartalen fortsetzen. Umso mehr Leute sparen müssen, umso attraktiver ist eine Preisvergleichsplattform und umso unattraktiver der Immobilienmarkt. Da die

Vergleichsplattformen profitabler sind als das Hypothekenvermittlungsgeschäft, sind die Gewinne von MutuiOnline um 15% gestiegen. Der operative Cashflow war ebenfalls gut, allerdings hat man auf der Investitionsseite im ersten Halbjahr viel Geld für Aktien der MoneySuperMarket.com Group PLC und das eigene Aktienrückkaufprogramm ausgegeben. Neben einem Anstieg des Working Capital (in erster Linie aufgrund eines größeren Anstiegs der Forderungen bei gleichzeitig leicht rückläufigen Lieferverbindlichkeiten) ist damit die Nettoverschuldung zu Anfang des Jahres deutlich (um fast 100 Mio. EUR) auf 142 Mio. EUR gestiegen. Dies ist bei einer Bilanzsumme von 600 Mio. EUR viel. Hier werde ich insbesondere im zweiten Halbjahr auf eine Veränderung des Working Capitals achten. Die Bilanz ist trotzdem sehr solide,



da ausreichend Liquidität vorhanden ist, die Schulden langfristig finanziert sind, der Eigenkapitalanteil hoch ist und der operative Cashflow deutlich positiv ist.

### **Naked Wines**

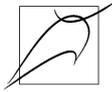
Bei Naked Wines gab es Mitte des Monats leider wieder einmal signifikante schlechte Nachrichten: Ein Aufsichtsratsmitglied ist nach nicht einmal einem Monat zurückgetreten. Problematisch ist der Rücktritt, da es sich um einen Analysten von einem der größten Aktionäre von Naked Wines handelte. Dieser Aktionär hatte zugesagt, keine seiner Aktien (10% des Unternehmens) zu handeln, da Insider nicht handeln dürfen.

Die naheliegendste Schlussfolgerung ist, dass der Insider etwas über das Unternehmen gelernt hat, was einen sofortigen Verkauf für den Großaktionär rechtfertigt, obwohl ihnen die negativen Konsequenzen eines solchen Rücktrittes bewusst gewesen sein dürften. Mit dem Rücktritt hat das Unternehmen verkündet, dass es einen Businessplan für die nächsten 18 Monate am 17. Oktober vorlegt. In dieser Nachricht steht etwas kryptisch, dass man wahrscheinlich die Bedingungen für den Erhalt einer Kreditlinie nicht einhalten kann. Neben diesen Anhaltspunkten gab es aus dem Umfeld noch einige Investierende, die nicht mehr über das Unternehmen sprechen konnten.

Meine Schlussfolgerung ist, dass das Unternehmen eine Kapitalerhöhung plant. Im Juni habe ich dies noch für unwahrscheinlich gehalten, da die Bilanz sehr solide aussieht. So scheine ich mich ein weiteres Mal bei Naked Wines zu irren. Trotzdem habe ich mich wieder gegen einen Verkauf entschieden – so schwer mir das emotional fällt. Inzwischen sind wir auf eine Liquidationsbewertung (zumindest nach den aktuell vorliegenden Zahlen) beim Aktienkurs angekommen: das Inventar (142,44 Mio. GBP), die Forderungen (6,74 Mio. GBP) und die Kasse (39,85 Mio. GBP) abzüglich aller Verbindlichkeiten (137,65 Mio. GBP) sind ungefähr so viel wert wie das ganze Unternehmen. Dies heißt nicht, dass das Unternehmen nicht deutlich weniger wert sein kann. Insbesondere, wenn man die Aktionärsstruktur jetzt verwässert und das Unternehmen nicht in sauberes Fahrwasser bekommt. Nichtsdestotrotz ist meine aktuelle Erwartung, dass wir einen temporären Boden in der Aktie erst einmal gesehen haben. Ich warte den Businessplan ab, um neu zu entscheiden. Die Aktien hat in diesem Jahr ca. -90% an Wert verloren.

### **Nintendo**

Splatoon 3 mit dem besten Verkaufsstart eines Nintendospiele aller Zeiten.



## Marktanalyse

Nach der kurzen Bärenmarktrallye im Juli und Anfang August, war die Entwicklung im September wieder deutlich negativ mit neuen Tiefstständen seit der Corona-Erhölung. Der DAX hat in den ersten neun Monaten -24% and Wert verloren, der SDAX mit den kleineren Werten sogar -36%. Wir liegen mit unserem Portfolio und -31% dazwischen.

Neben den Anschlägen auf drei von vier Nord Stream Pipelines hat die Qualität des Krieges mit der Mobilisierung Russlands noch einmal zugenommen und damit die

politische Unsicherheit aus dem Konflikt erhöht. Ich selbst sehe in diesen Entwicklungen aber keine Veränderung der Vorzeichen für die Wirtschaft.

Relativ sicher können wir uns hinsichtlich weiterer Preissteigerungen in den nächsten sechs Monaten sein, was zu einem deutlichen Kaufkraftverlust in der Bevölkerung und damit zu weiteren wirtschaftlichen Problemen führt. Diese Prognose hat sich durch die Ereignisse im letzten Monat nicht geändert.

### Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Werte an den deutschen wie auch den amerikanischen Börsen haben im September wieder nachgegeben und liegen auf Jahrestiefstwerten. Die Bewertung ist gleichgeblieben. Spannend ist allerdings, dass auch die Wertpapierkredite (leicht nachlaufend) gesunken sind, ohne dass ihre Auslastung gefallen ist. Die Kreditlinie fällt mit den Kursen. Wenn die Wertpapiere weniger Wert haben, kann man weniger Kredit auf sie aufnehmen. Die Investierenden sind aber weiterhin nahezu gleich über Kredite auf die Wertpapiere gehebelt, wie zu Beginn des Jahres.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) <sup>1</sup>	<b>12 114,4</b>	<b>17 868,1</b>	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>3,30%</b>	<b>1,86%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>28,4</b>	<b>17,3</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>63%</b>	<b>54%</b>	↘
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>190,0</b>	<b>261,9</b>	↗

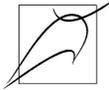
<sup>1</sup> Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise 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.

<sup>2</sup> 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.

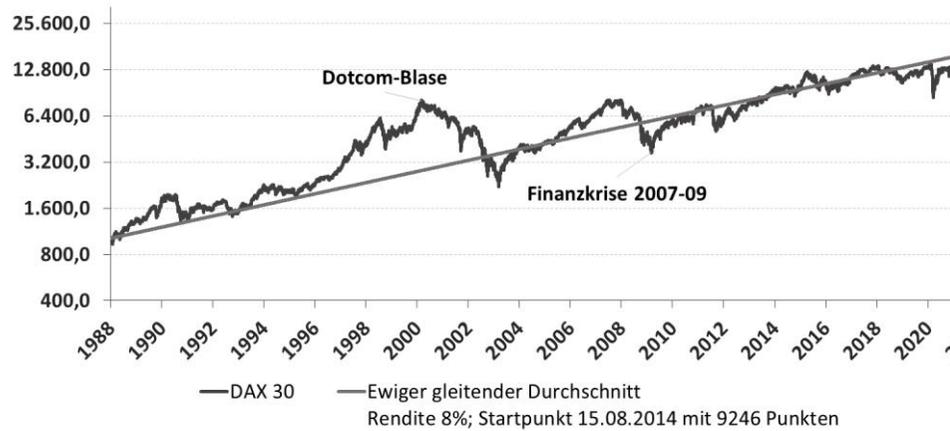
<sup>3</sup> Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunktur-bereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



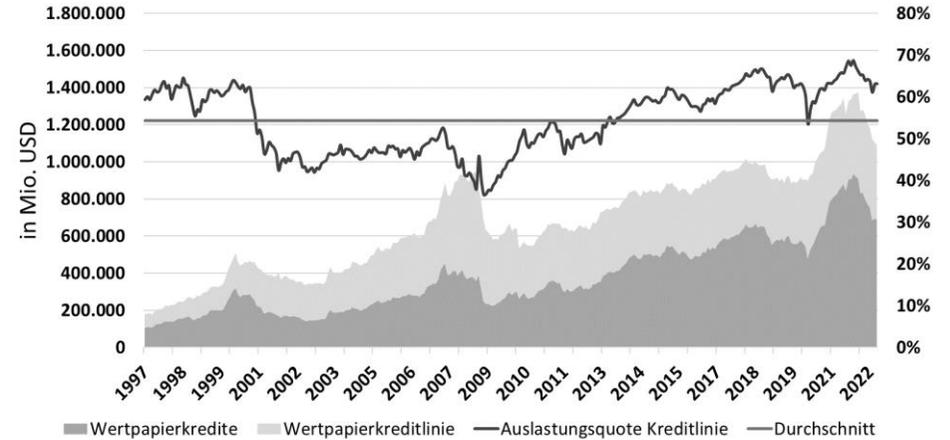
### Ewige Durchschnittsrendite:



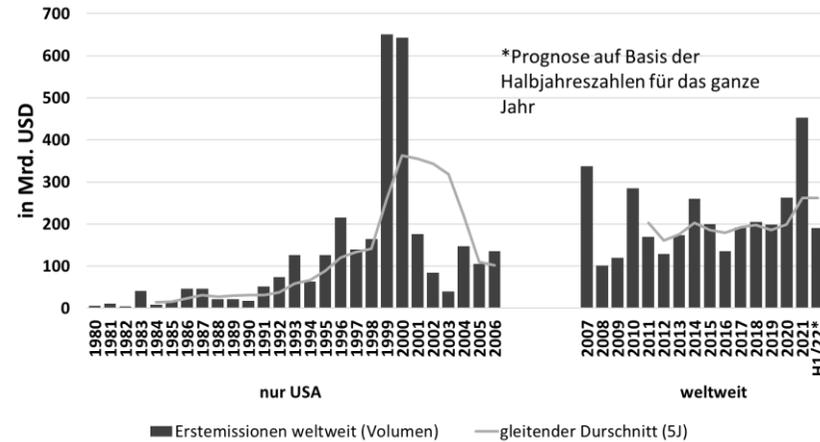
### Shiller KGV:

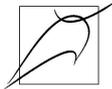


### Kredit-Spekulation:



### Erstmissionen:





## Investmentidee des Monats: Hypoport SE (HYQ.DE)

### Bewertung (in EUR):

	Kurs	91,00	573,3 Mio.
	DJÜ-Basis	227,88	150,4%
	DCF-Basis	225,95	148,3%
	# Aktien	6,3 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	252,5 Mio.	19,0%
	Net IB debt	31,9 Mio.	
	Firmenwert	606,9 Mio.	

**Die Investmentthese für Hypoport ist eigentlich einfach. Hypoport ist ein gutes Unternehmen in einem temporär sehr schwachen Markt. Deshalb bekommt man es zurzeit günstig.**

Hypoport ist der Marktführer im 270 Mrd. EUR großen privaten Hypothekenvermittlungsgeschäft in Deutschland. Mit ca. 32% Marktanteil und starkem Wachstum bei den Genossenschafts-, Volksbanken und Sparkassen. Das wichtigste Angebot von Hypoport stellt eine B2B-Kreditvermittlungsplattform für Banken dar. Mehr als 1/3 aller deutschen Banken stellen ihre Kredite auf der Plattform zur Verfügung. 55% aller freien Kreditvermittler, 35% aller privaten Banken (Postbank ist der größte Einzelkunde) und ca. 10% aller Genossenschaft-, Landesbanken und Sparkassen vermitteln diese Kredite über das System. Zudem hat man drei weitere Geschäftsfelder: eines in der direkten B2C-Kreditvermittlung über die Marke Dr. Klein, eines im Versicherungsvermittlungsgeschäft und eines bei Software für Immobilienmakler. Einziger ernstzunehmende Konkurrenz ist Interhyp von der ING Bank, der allerdings nicht als unabhängig wahrgenommen wird und mehr auf das Kreditvermitteln, als auf das Plattformgeschäft setzt.

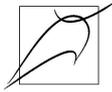
Die größte Gefahr besteht in der abhängig zum Immobilienmarkt in Deutschland.

Diese Gefahr ist jetzt eingetreten. Hypoport hat seine Guidance für das restliche Jahr ausgesetzt und der deutsche Immobilienmarkt scheint sich aus seinem saisonalem Sommertief nicht befreit zu haben. Hier ein [guter Kommentar von Christian Kirchner](#) dazu.

Der Aktienkurs hat in den letzten 12 Monaten -85% verloren. Wir haben unsere Aktien ziemlich genau zum Allzeithoch zu 585 EUR im September 2021 verkauft und jetzt für die doppelte Anzahl für 83 EUR zurückgekauft. Hier zeigt sich das ganze Dilemma des aktuellen Marktes: Wir hatten 2019 zu 148 EUR gekauft, zu dem Zeitpunkt ein fairer Preis. Danach kam eine unglaubliche Multiple-Expansion.

### **Waren die Zukunftsaussichten viel besser geworden?**

Aus meiner Sicht nicht. Heute bin ich von Markt temporär bestätigt. Ich ging in einem positiven Szenario (Bull-Case) davon aus, das Hypoport bis 2025 ca. 750 Mio. EUR Umsatz generieren kann und bis 2031 1,5 Mrd. EUR. Das sind Wachstumsraten von 13% bzw. nach 2025 11% p.a. eher unter dem langjährigen Schnitt. Meine Annahmen dafür sind, dass Hypoport ihren Marktanteil von heute 32% aller Kredite in Deutschland auf 60% bis 2030 ausbauen kann und sich die neuentwickelte



Versicherungsplattform vom Volumen her ca. vervierfacht. Zudem nehme ich an, dass man selbst das Kreditvermittlungsgeschäft Dr. Klein, welches die letzten Jahre aufgrund des niedrigen Zinses außergewöhnlich gut gelaufen ist, weiter ausbauen kann und den Umsatz hier jährlich um mehr als 7% steigert.

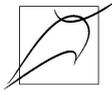
Wichtiger als das Umsatzwachstum ist allerdings, dass Hypoport zeigt, dass die Marge mit steigendem Umsatz aufgeht. Ich ging im positiven Szenario davon aus, dass man 2030 eine EBITDA-Marge von 35% (die heutige Marge im Immobilienkreditgeschäft ist 32%) über die gesamte Firma erreichen kann. Für deutlich höhere Margen ist die Plattform zu kleinteilig auf die jeweiligen Kunden angepasst und braucht entsprechende dauerhafte Wartung/Betreuung. Mit diesen Annahmen kam ich auf eine Bewertung von 330 EUR pro Aktie.

Heute haben wir einen eingefroren Immobilienmarkt und deutlich steigende Zinsen. Das heißt kein positives Szenario mehr. Nichtsdestotrotz wird der deutsche Immobilienmarkt weiter existieren – Menschen müssen wohnen. Zudem erben Menschen, lassen sich scheiden und ziehen um. Alles Gründe, um Immobilien zu verkaufen. Und

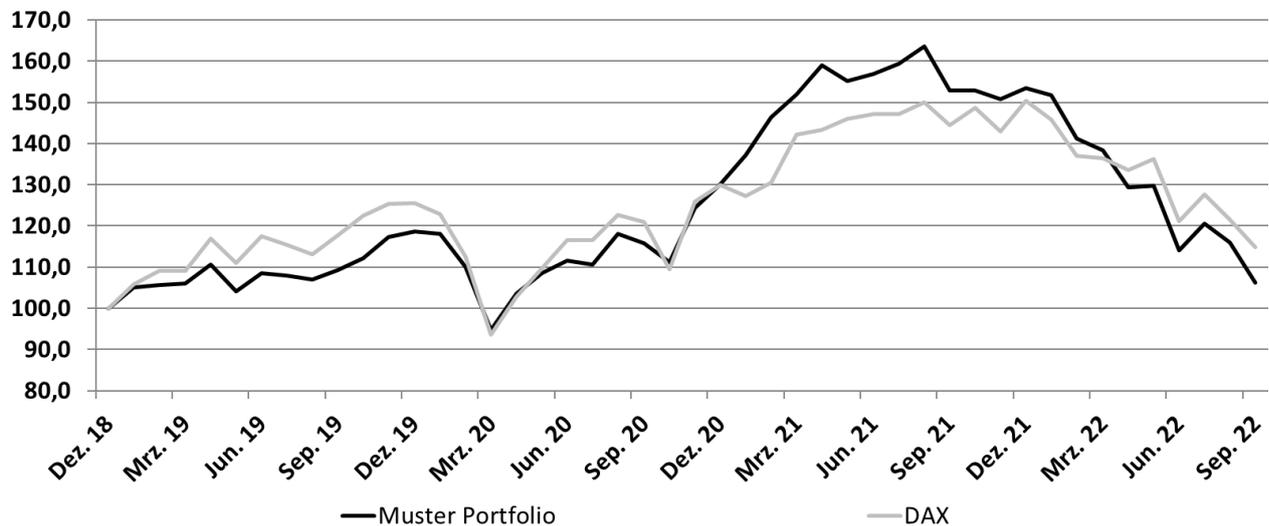
wo Nachfrage und Angebot ist, ist auch ein Markt. Die Frage ist, zu welchem Preisen. Wahrscheinlich niedriger als heute. Aber das ist für Hypoport, die nur die Kredite vermitteln erst einmal egal. Es reduziert ihren Umsatz, aber solange es Transaktionen gibt, wird Hypoport Geld verdienen. Und Immobilientransaktionen wird es wieder geben. Nicht so viele in den nächsten sechs Monaten, aber danach.

Zudem wird Hypoport mehr Marktanteile gewinnen. Ich gehe davon aus, dass der Umsatz in den nächsten 12 Monaten um 25% zurückgeht, danach aber wieder auf das Niveau von den letzten 12 Monaten steigt. Danach gehe ich weiterhin von Wachstum um 13 % aus, da Hypoport bei vielen Teilsegmenten noch relativ am Anfang des Wachstums steht. Allerdings reduziert sich das Wachstum danach deutlich. Sodass Hypoport bis 2025 nur 550 Mio. EUR Umsatz generieren kann und bis 2031 1 Mrd. EUR. Die EBITDA Margen wird nur auf 30% über das Gesamtunternehmen steigen. Mit diesen Annahmen kam ich auf eine Bewertung von 220 EUR pro Aktie.

**Wir haben im September eine Position von 2% in Hypoport aufgebaut.**



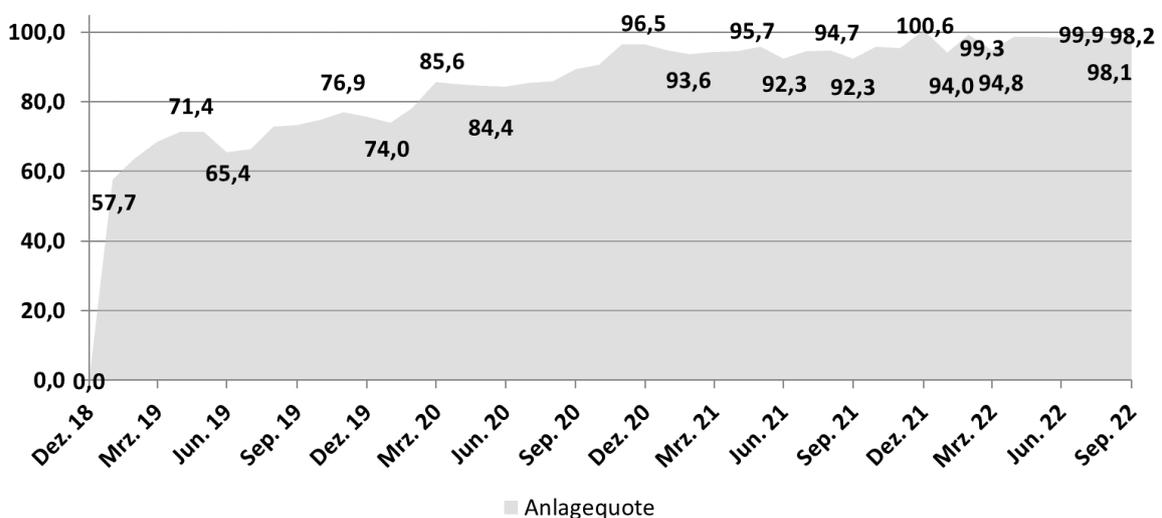
## Muster-Portfolio

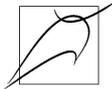


Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im September mit -8,5% stark negativ entwickelt. Dabei hat sich das Portfolio schlechter als der DAX mit -5,6% entwickelt. Hauptfaktor war Naked Wines mit -40%. Daneben hat sich auch Grenke mit -27% extrem negativ entwickelt. Auf der positiven Seite standen Netflix +12% und Nintendo +5%, die diese Entwicklung aber nicht ausgleichen konnten.

Insgesamt haben wir viel gehandelt. Wir haben HelloFresh getradet (für 27,29 EUR verkauft und für 24,09 EUR gekauft); dann haben wir unsere Positionen in PayPal, Alibaba und Netflix reduziert und dafür Hypoport, Grenke und eine Miniposition in 3U Holding gekauft.

Die Anlagequote ist dabei stabil geblieben bei 98,2%.



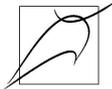


## Allokation Muster-Portfolio

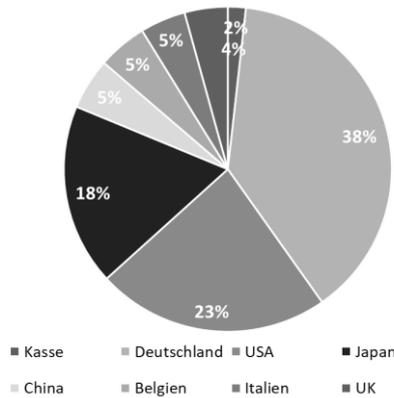
Im September haben wir Anteile von PayPal, Alibaba und Netflix verkauft und die Position in Grenke erhöht und Hypoport und 3U Holding neu gekauft.

### Übersicht:

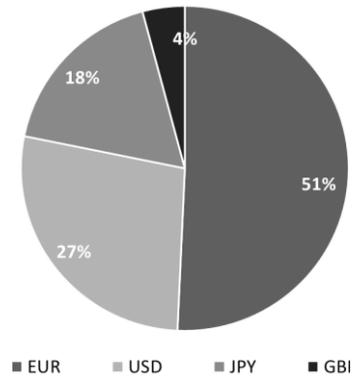
	Portfolio	in %	Performance
	<b>Kasse</b>	<b>1,7%</b>	
1	BioNtech	10,9%	-1,70%
2	Warner Bros. Discovery	9,8%	-9,15%
3	Takeuchi Mfg Co Ltd	9,1%	+1,93%
4	Nintendo	8,5%	-0,68%
5	PayPal	7,7%	+0,08%
6	Grenke	7,6%	-5,87%
7	HelloFresh	7,3%	-9,63%
8	All For One	5,9%	-0,08%
9	CeWe Color	5,5%	-0,31%
10	Alibaba	5,0%	-1,65%
11	Netflix	5,0%	+1,01%
12	Agfa	4,8%	-1,21%
13	MutuiOnline	4,4%	+0,32%
14	Naked Wine Plc	4,2%	-11,43%
15	Hypoport AG	2,2%	+0,19%
16	3U Holding	0,4%	-0,00%



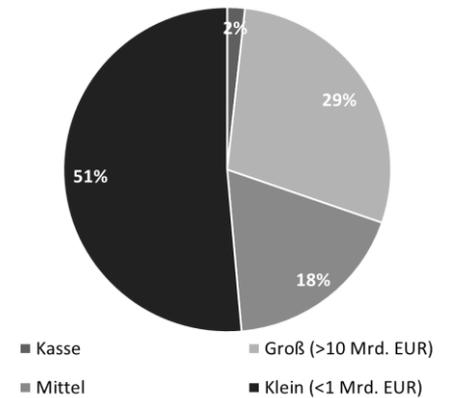
### Länder:



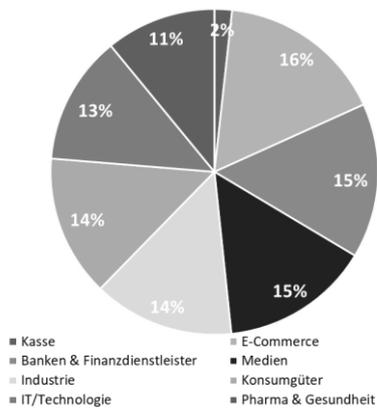
### Währungen:



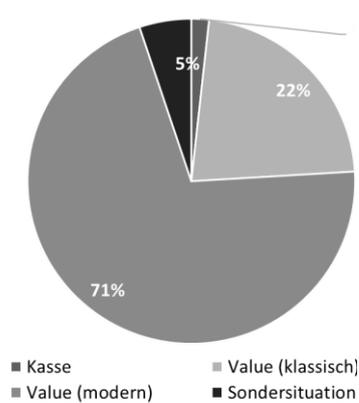
### Marktkapitalisierung:



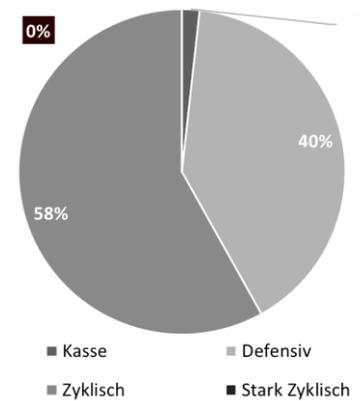
### Branchen:



### Investmentstil:



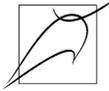
### Konjunkturanfälligkeit:





**Bewertung des Musterportfolios:**

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ <sup>1</sup>	%	DCF <sup>2</sup>	%	Easy Buffett <sup>3</sup>	KGV t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC <sup>4</sup>	5 yr. Ø ROE <sup>5</sup>	Net Debt <sup>6</sup>	EK-Quote	Bewertung <sup>7</sup>	Sicherheit <sup>8</sup>
<b>gewichteter Ø</b>						<b>115%</b>		<b>110%</b>	<b>21%</b>	<b>35,4</b>	<b>2,1</b>	<b>59%</b>	<b>16%</b>		<b>46%</b>		
3U Holding	UUUG	3,87	Mio.	EUR	5,75	49%	6,47	67%	1%	41,9	1,7	2%	5%	-134,7	52%	3,0	2,0
AGFA	AGFB	3,12	Mio.	EUR	4,46	43%	5,75	85%	13%	482,5	0,6	0%	9%	547,0	33%	3,0	0,0
Alibaba	BABA	84,11	Mio.	USD	206,82	146%	211,21	151%	30%	2,2	0,2	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	43,50	Mio.	EUR	76,45	76%	79,22	82%	10%	16,5	2,1	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
Biontech	BNTX	137,57	Mio.	USD	167,49	22%	151,49	10%	27%	3,5	1,6	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	76,30	Mio.	EUR	111,07	46%	109,05	43%	9%	13,9	2,0	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros.	WBD	12,36	Mio.	USD	39,72	221%	40,78	230%	43%	4,4	0,5	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	21,18	Mio.	EUR	74,27	251%	74,76	253%	18%	7,2	3,5	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	23,79	Mio.	EUR	51,24	115%	50,80	114%	22%	19,4	3,5	163%	3%	348,3	41%	3,0	0,0
Hypoport	HYQGn	91,20	Mio.	USD	191,23	110%	188,55	107%	11%	36,9	2,1	39%	15%	252,5	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	21,66	Mio.	EUR	35,56	64%	32,19	49%	27%	16,9	3,0	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	0,85	Mio.	Gbp	5,77	576%	5,72	570%	30%	3,4	0,4	-8%	-1%	22,0	44%	3,0	0,0
Netflix	NFLX	240,74	Mio.	USD	230,55	-4%	227,01	-6%	19%	22,3	4,8	196%	24%	22305,5	36%	1,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	92,79	Mio.	USD	92,69	0%	92,54	0%	14%	27,9	3,6	67%	16%	41735,0	29%	1,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	5854,00	Mio.	JPY	6610,86	13%	6498,23	11%	17%	17,2	3,3	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2661,00	Mio.	JPY	5871,94	121%	4294,95	61%	14%	12,9	0,8	21%	13%	-47144,5	76%	3,0	3,0



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

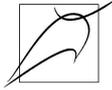
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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 bedeutet eine Nettokasse.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.



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.*