

# Till Schwalm's Value Investing Brief

Juni 2021

Sehr geehrte Anlegende,

im Mai gab es einige Ereignisse in unserem Portfolio: 1) der angekündigte Zusammenschluss zwischen Discovery und Warner Media, dem Filmstudio von DC Comics, Harry Potter und der Herr der Ringe Saga; 2) der testierte Jahresabschluss der Grenke AG, wie wir ihn erwartet haben; 3) eine ganze Reihe von Quartalsberichten, über die ich im Segment „[Unternehmensentwicklungen](#)“ berichte.

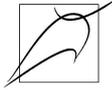
Auf dem Kurszettel war der Monat für uns nicht erfolgreich mit einem Minus von kleiner -2% in einem insgesamt steigenden Markt. Dabei ist der Verlust nicht einem Titel explizit zuzuordnen, sondern ist relativ breit getragen worden. Aus meiner Sicht waren die Nachrichten zu unseren Unternehmen mit Ausnahme von AGFA (Sondersituation) im Mai aber gut. Deshalb bereitet mir die temporäre Entwicklung keine Sorgen. Bei einigen Unternehmen, die zuvor bereits sehr gut gelaufen sind, gab es Gewinnmitnahmen. Bei einigen Titeln, wie Discovery, war die Nachricht überraschend und das Aktionariat verändert sich. Und bei anderen Titeln habe ich für den Kursverlauf keine Erklärung, in diesen

Fällen war er in der Größenordnung aber auch nicht beunruhigend.

Final möchte ich noch eine kurze „post mortem“ Analyse zu **AS Création Tapeten** dalassen, denn wir haben die Position im Mai vollständig abgebaut.

AS Création Tapeten steht im Jahr 2021 ohne Probleme in einem überraschend wachsenden Markt da und hat sich im Aktienkurs in den letzten 12 Monaten und seit unserem Einstieg verdoppelt. Dabei haben wir das Unternehmen nicht im letzten Jahr während der Coronakrise gekauft, sondern bereits 2019. Die Überlegung damals war, dass AS von mehreren Seiten in einer schwierigen Situation steckte, da das Unternehmen aber grundsolide ist, diese schwierige Zeit überleben würde und sobald sich eines der damals definierten Probleme lösen würde, würde der Kurs auch wieder steigen.

Genau dieser Fall ist jetzt eingetreten: der Markt für Tapeten in Westeuropa hat sich durch Corona gedreht, deshalb haben wir unsere Position vollständig verkauft. Der Markt für Tapeten war vor Corona vom



Trend her in Europa schwach. Und ich denke nicht, dass Tapeten dahin zurückkommen, wo sie vor den 2000er standen, sondern auch der Corona-Zyklus wieder dreht. Lange Rede, kurzer Sinn: AS ist ein solides, aber zyklisches Unternehmen und sicherlich kein Wachstumsunternehmen. Dies kann man aufgrund seiner kleinen Größe gut nutzen, um in den Zyklen zu investieren, da die Ausschläge groß ausfallen.

Heute nutzen wir einen Ausschlag nach oben, um zu verkaufen. Die Performance in AS Création Tapeten sieht wie folgt aus:

- Kaufkurs Ø 12.83 EUR
- Verkaufskurs Ø 25.88 EUR

Der Gewinn lag damit in weniger als drei Jahren bei 102% (34% p.a.). Anvisiert waren über fünf Jahre mehr als 10% pro Jahr.

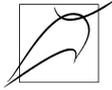
Bleiben Sie gesund und lassen Sie sich, wenn möglich, impfen!

Ihr

Till Schwalm

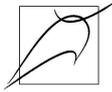


Till Schwalm  
Herausgeber



## **Inhalt**

<b>Unternehmensentwicklungen</b> .....	4
<b>Marktanalyse</b> .....	9
<b>Investmentidee des Monats: Grenke AG (GLJ)</b> .....	12
<b>Muster-Portfolio</b> .....	13
<b>Allokation Muster-Portfolio</b> .....	14
<b>Abonnenten Fragen</b> .....	18



## Unternehmensentwicklungen

### Discovery:

Die größten Ereignisse im letzten Monat gab es in einer unseren größten und auch bewegtesten Position im Portfolio – der Discovery Inc.

Mitte Mai wurde ein Plan zum Zusammenschluss mit Warner Media von AT&T veröffentlicht. Damit würde die Nummer 4 von den Nutzern her im Streaming-Markt (hinter Amazon Prime, Netflix und Disney+) und vom Umsatz her die Nummer 2 (hinter Disney) in der Entertainment Branche geschaffen werden. Grundsätzlich bin ich nicht angetan von dem Merger, auch wenn die strategische Richtung stimmt. Eigentlich hatte ich gehofft, dass Discovery übernommen wird.

Discovery hat für mich als Investor einen der besten Kataloge an Shows in der Branche. Nicht weil der Inhalt besonders hochwertig wäre, sondern weil er für wenig Geld produziert werden kann, eine geringe Flop-Rate hat und damit die höchsten Renditen einspielt. Natürlich sind einzelne Filme und Serien deutlich erfolgreicher als die Shows von Discovery, aber in Summe über den ganzen Katalog hinweg, ist Discovery führend was die Rendite auf die selbst produzierten Shows betrifft. Zudem sind laut dem CEO von ViacomCBS Bob Bakish unscripted Shows *“the fastest-growing genre in streaming.”* Discovery wäre somit für jeden anderen Anbieter auch attraktiv.

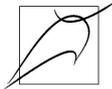
Wenn der Deal durchgeht, bringt Warner Media auf der anderen Seite „nur“ ihr klassisches Programm in die Firma ein, welches ich aus Investorensicht für deutlich unattraktiver halte. Die neue Firma wird zu 71% den Aktionären von AT&T, der

Muttergesellschaft von Warner Media, und zu 29% den Discovery Aktionären gehören. Dazu bekommen die AT&T Aktionäre noch eine Mitgift von 43 Mrd. USD von der neuen Firma, die diese als Kredit aufnehmen muss.

Grob gesagt, wird die Firma eine Bewertung von etwa 70 Mrd. USD haben und dabei Schulden von rund 60 Mrd. USD bzw. einen Firmenwert von 130 Mrd. USD. Dabei wird man zusammen einen Umsatz von ca. 41 Mrd. USD und einen Gewinn/Free Cash-Flow ohne Synergieeffekte von rund 6 Mrd. USD haben. Angestrebte Synergien vor Steuern sind 3 Mrd. USD, von denen ich momentan nicht ausgehe. Trotzdem ist die Bewertung der neuen Firma niedrig mit einem KGV von 11-12. Discovery war aus meiner Sicht auf dem Papier genauso günstig, allerdings habe ich bei Discovery einen einfacheren Weg gesehen, sich als zusätzlichen Streamingdienst zu positionieren oder aufgrund der Inhalte mit einem Premium gekauft zu werden.

Ein Premium werden die Aktionäre von Discovery bei dem Merger nicht bekommen. Wenn die neue Firma steht, ist das Ziel von Warner Bros. Discovery, so der neue Name der Firma, ein voller Streaming Anbieter zu sein – nicht nur das Zusatzbündel von Netflix oder Disney+.

Hierbei stellt sich mir die Frage, wie viele Streaming-Abos ein Haushalt tatsächlich abschließt? Wenn wir davon ausgehen, dass die meisten Haushalte einen AmazonPrime Anschluss per default haben, dann wird der Kampf um Platz 3 im Haushalt sehr hart. Familien werden als Nummer 2 eher Disney+ haben, kinderlose Haushalte eher



Netflix, um Platz 3 muss HBO Max (Warners Streaming-Plattform) dann jeweils gegen den anderen Anbieter bestehen. Ob die Inhalte dafür reichen (ein breites Sportangebot, welches Warner Bros. Discovery hätte, könnte ausschlaggebend sein) oder, ob man über den Preis gehen muss, wird die Zukunft zeigen.

Der Weg ist also schwieriger als für Discovery allein. Positiv ist, dass man von den Ausgaben für Inhalte her aktuell die Nummer 2 hinter Disney wäre. Aus meiner Sicht wird der Inhalt vom Markt momentan unterbewertet und Abonnenten leicht überbewertet. Was die Diskrepanz zwischen Netflix und Warner Bros. Discovery erklärt. Mit einem etwas langfristigeren Horizont gesehen, ziehen Inhalte Abonnenten an und man verdient auslizenziert und über die alten Kanäle gutes Geld. Nur Abonnenten bringen erstmal noch keinen guten Inhalt. Das gesagt, halte ich Netflix für genial, auch wie sie das Geld in Inhalte investieren. Die Anzahl Abonnenten macht aber langfristig einen Unterschied. Amazon mit der MGM Übernahme hat es auch verstanden. Apple ist für mich ein Fragezeichen, denn ich verstehe nicht, wie sie im Streaming-Markt mit der momentanen Strategie bestehen möchten.

Auch wenn ich sage, Inhalte sind entscheidend, geht es final um die Anzahl Abonnenten, wenn man mehr als ein Zulieferer sein möchte. Die Rechnung dahinter ist einfach: wenn wir eine fiktive große und eine fiktive kleine Streaming-Plattform gegenüberstellen, sieht man sehr schnell warum: der kleine Streamer hat 1 000 Abonnenten und der große Streamer 3 500 Abonnenten (3.5x mehr). Der große Streamer hat einen klaren Vorteil: er kann absolut mehr Geld in Inhalte investieren, aber die Inhaltskosten pro Abo werden

dramatisch niedriger sein. Da die zusätzlichen Kosten für die Bedienung eines neuen Abonnenten effektiv null sind, könnte der große Streamer seinen Service außerdem niedriger bepreisen, während er immer noch mehr inkrementellen Gewinn erzielt als der kleine Streamer. Hier das ganze mal als Modell, bei dem der kleine Streamer 10.- EUR pro Monat verlangt und seinen gesamten Umsatz in neue Inhalte investiert. Es bleibt kein Geld mehr für Marketing, Kundenakquise oder Allgemerkosten. Dem gegenüber kann der große Streamer seinen Service für 9,- EUR pro Monat verkaufen, das Doppelte in Inhalte investieren und hätte trotzdem noch Geld für Marketing und alles andere übrig:

	Kleiner Streamer	Großer Streamer
Abonnenten	1 000	3 500
Inhaltskosten	120 000.-	240 000.-
Inhaltskost./Abo.	120.-	69.-
Preis/Abo.(mtl.)	10.-	9.-
Umsatz	120 000.-	378 000.-
Gross Margin	0.-	138 000.-

Der große Anbieter hat also einen enormen Vorteil. Er bietet seinen Kunden die doppelte Menge an neuen Inhalten zu einem 10% billigeren Preis und verdient trotzdem noch Geld. Im Laufe der Zeit wird dieser Vorteil sogar noch wachsen: größere Investitionen in Inhalte bedeutet, dass im Laufe der Zeit die Backlist/der Katalog gegenüber dem kleinen Anbieter immer weiter ausgebaut werden kann. Größe verschafft einem im Streaming-Markt also einen Vorteil, der im Laufe der Zeit immer größer wird. (1 zu 3.5 ist übrigens ungefähr das Verhältnis von Abonnenten von Warner Bros. Discovery zu Netflix heute.)



Trotzdem: Warner Bros. Discovery wird aufgrund seiner Größe seinen Platz und seine Abonnenten finden (nachgefragten Inhalt haben sie). Vorbild und Branchenprimus dürfte Disney sein. Sollte dies dann auch von anderen Investoren erkannt werden, wird es zu einer Neubewertung der neuen Firma kommen. Dabei muss man noch nicht einmal groß wachsen. Es würde reichen, wenn die neue Firma ihren wahrscheinlichen Umsatzrückgang im alten Kabelgeschäft mit dem neuen Angebot ausgleicht, um eine höhere Bewertung zu rechtfertigen. All-in-All hätten wir Discovery bei über 60 USD vollständig verkaufen sollen, nicht nur teilweise. Dies ist heute bei 32 USD und mit der neusten Entwicklung natürlich einfach zu sagen. Da ich heute aber wieder eine Unterbewertung sehe, fällt mir das Halten und Dazukaufen zum aktuellen Kurs leichter als das Verkaufen zu 60 USD. In diesem Sinne wird uns Discovery und die neue Firma noch eine Weile im Portfolio begleiten.

### **Grenke:**

Das zweite große Ereignis im Mai war der testierte Abschluss von Grenke. Jetzt könnte man sagen, wenn man meine Ausführungen hier im Value Investing Brief verfolgt hat, war ja klar. Aber so einfach war es nicht. Insbesondere der März war als Grenkeinvestor turbulent. Damals habe ich folgendes gesagt: Ich gehe zu ~80% davon aus, dass Grenke ein Mittelständler/Leasingunternehmen ist, welches an die Börse gekommen und zur Bank geworden ist und die Prozesse, etc. nicht mitgewachsen sind. Hierfür spricht, dass die Kasse und das Geschäft mit Höhen und Tiefen vorhanden ist. Betrugsfälle sind hingegen bis zum Aufliegen häufig auf dem Papier sehr gradlinig. Dies war/ist bei Grenke nicht der Fall.

Trotzdem hatte ich das Portfolio, was Grenke betrifft, radikal umgebaut. Ich hatte die Aktie für über 32 EUR und die kurzfristige Anleihe für 97.5% verkauft und die freigewordenen Mittel vollständig in die 2024er Anleihe (XS1956014531) zu unter 80% gesteckt. Im Fall von dem von mir prognostizierten Szenario, sah ich die Anleihe schnell wieder über 95%, die Aktie aber nicht deutlich über 40 EUR, da die Unsicherheit über die Zukunft des Geschäftes von Grenke zu hoch ist und man viel Vertrauen bei den Investoren in den letzten Monaten verspielt hat. D.h. der Vorteil ist bei beiden Wertpapieren ungefähr gleich. Sollte jedoch das von mir prognostizierte Szenario nicht eintreten, wäre die Aktie schnell ein Totalverlust, während ich bei der Anleihe zumindest im laufenden Handel nur eine Halbierung sah. Heute kann man sagen, dass unsere Spekulation voll aufgegangen ist. Die Anleihe steht bei 96% und wir haben bereits die Hälfte zu diesem Kurs verkauft und zurück in die Aktien für 39 EUR investiert. Prinzipiell ist für mich die Grenke AG nun ein antizyklischer Kauf.

Sobald die Short-Seller-Attacke und das schwache Geschäft durch Corona verarbeitet ist, sollte es hier zu einer deutlichen Neubewertung kommen. Den Zeithorizont dafür sehe ich bei mehreren Jahren. Das neue Aktien-Investment in Grenke ist also keine Sondersituation mehr, sondern ein klassisches Value Investment. Die restliche Anleihe, die noch bis 2024 läuft, wird als Kassenersatz, da es hier noch Zinsen gibt, gehalten.

### **AGFA:**

Bei AGFA gab es im Mai Zahlen, welche innerhalb meiner Erwartungen waren, vom Markt aber deutlich schlechter auf-



genommen wurden. Es gab keine Neuigkeiten zur Transformation.

Positiv aus meiner Sicht war, dass die F&E Ausgaben nominal gleichgeblieben sind, bei insgesamt deutlich reduzierten Allgemeinkosten. Das Healthcare IT- und Spezialchemie-Geschäft entwickelt sich trotz Pandemie gut. Radiologie, die Cash Cow des Unternehmens, bereitet ein bisschen Sorgen, da dort Effekte am Werk sind, auf die AGFA eigentlich keinen Einfluss hat, man aber trotzdem eine substanzielle Verbesserung erwartet.

Die beste Nachricht kam aus dem Spezial-Chemie Geschäft: *„Eine aktuelle Studie des Fraunhofer-Instituts, die AGFAs Zirfon-Separatormembranen verwendet, bestätigt, dass die alkalische Elektrolysetechnologie das bisher kostengünstigste Wasserstoff-erzeugungssystem ist. AGFA verhandelt derzeit im Rahmen mehrerer großer Projekte für grünen Wasserstoff über Lieferverträge für seine Membrane. Wenn sie zustande kommen, könnten diese Vereinbarungen in den kommenden Jahren zu einer erheblichen Volumensteigerung führen.“*

Es gibt also innerhalb AGFAs nicht nur alte unattraktive Geschäfte, sondern auch eine echte Zukunftstechnologie. Ehrlicherweise ist dies aber nicht Teil unserer Investmentthese zu AGFA und sollte nur als positive Randnotiz wahrgenommen werden.

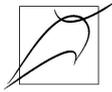
### **Trip:**

Trip mit guten Zahlen und sehr gutem Ausblick. Nach Aussagen von Tirp.com hat man Corona überwunden. Erste

Indikationen dafür gibt es auch von Booking.com.

Corona ist zwar nicht beendet und der Umsatz lag im ersten Quartal auch noch 50% unter dem Vorjahr. Q1/21 war im Reisemarkt außerhalb von China also noch stark von Covid-19 beeinflusst. Wichtiger ist aber, dass die überlebenden Tourismusunternehmen mit einem höheren Marktanteil und Preissetzungsmacht belohnt werden und innerhalb Chinas das Geschäft wieder boomt. Alle Zahlen gehen in die richtige Richtung. Momentan sind die meisten Reisen bei Trip.com inländisch. Besonders gut sind die Zahlen für Businessreisen in China. Zum ersten Quartal hat man hier 101% Wachstum zum Vorjahr und wichtiger zu 2019 hat man ebenfalls 6% Wachstum verzeichnet.

Sobald die internationalen Reisen wieder steigen, wird auch Trip.com zu alter Stärke zurückkehren. Reservierungen sind zum Vorjahr um +37% gestiegen, diese werden sich in den nächsten Monaten in Umsätzen niederschreiben und im Vergleich zu den letzten vier Quartalen bombastisch aussehen. Man hat auch zum ersten Mal seit Ausbruch der Pandemie wieder schwarze Zahlen (ca. 273 Mio. USD) geschrieben, wenn auch nur durch Erholung einiger börsengelisteten Unternehmen und entsprechender Kursgewinne. Hier ist spannend, dass man sich 2021 von seinen TripAdvisor Aktien trennen möchte. Mit TripAdvisor ist man in einer strategischen Kooperation für China und es wurde spekuliert, dass Trip.com TripAdvisor übernimmt. Danach sieht es nicht mehr aus. Operativ stand in Q1 weiter ein Verlust von ca. 30 Mio. USD zu Buche. Ich gehe davon aus, dass dies im nächsten Quartal auch dreht.



Insgesamt passt die Entwicklung von Trip.com zu unserer Investmentthese und es gibt aus meiner Sicht noch einiges Potenzial für die nächsten Jahre.

#### **Nintendo:**

Insgesamt etwas langsamer gewachsen als in den neun Monaten zuvor, was aber in erster Linie an den geringen Konsolenverkäufen, die u.a. durch Produktionsengpässe und fehlendem Weihnachtsgeschäft im letzten Quartal begründet werden können.

Positiv ist der gewachsene Anteil von Verkäufen über die eigene Video Game Plattform. Ein zentraler Teil unserer Investmentthese.

Ebenfalls positiv finde ich auch den Ausblick, der eher konservativ erscheint und zum prognostizierten Umsatz nach neun Monaten identisch ist. Also ohne Überraschung, aber mit Überraschungspotenzial in der Zukunft.

#### **All for One:**

Entwicklung innerhalb der Erwartungen und ohne Aufregung. Umsatz +2%, überproportionales Wachstum bei

wiederkehrenden Erlösen. Die Integration von SNP Poland steht bevor. Eigentlich war sie für das erste Quartal angekündigt und verzögert sich jetzt noch. Aussage ist, dass die Integration in diesem Geschäftsjahr stattfindet.

#### **Mayr Melnhof:**

Solide Zahlen. Keine Überraschung.

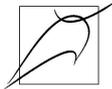
#### **Mutui Online:**

Sehr gute Zahlen über alle Segmente. Umsatz +35%, EBIT +43%, Gewinn +65% - ein super Unternehmen. Fairerweise muss man sagen, dass ein Teil anorganisches Wachstum ist. Trotzdem stimmen die Zahlen.

Mit dem Gründer und CEO von MutuiOnline Marco Pescarmona hat mein Kollege Tilman Versch vom Good Investing Center ein tolles Interview geführt: [Is Gruppo Mutui Online the best Italian company?](#) (Video in Englisch)

#### **CEWE:**

Sehr guten Zahlen. Keine Überraschung.

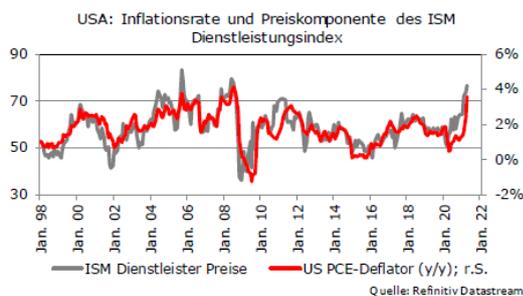


## Marktanalyse

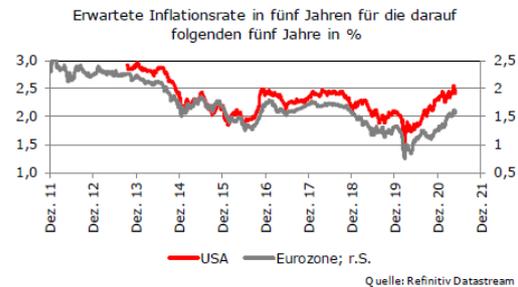
Die Märkte sind im Mai in der Breite gestiegen. Der DAX mit +1.9% hat sich dabei einen weiteren Monat sehr positiv entwickelt und handelt an seinem Allzeithoch.

Interessant waren im Mai die Inflationszahlen, vor allem aus den USA: es gab Inflation. Etwas was man schon lange nicht mehr gesehen hat.

Hier ein paar Statistiken aus der aktuellen Kapitalmarktperspektive der Warburg Bank:



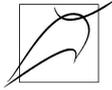
Man sieht, dass die Inflation gestiegen ist – auf ein 10-Jahres-Hoch. Hier spielt vor allem ein Basiseffekt aus dem letzten Jahr eine große Rolle. Und wichtig zu verstehen: dieses 10-Jahres-Hoch ist historisch betrachtet noch nicht wirklich hoch.



Die Inflationserwartung ist ebenfalls deutlich gestiegen. Hierbei spielt der Basiseffekt eine untergeordnete Rolle. Gründe für die höheren Erwartungen können die teureren Energiekosten, der immer noch nicht vollständig funktionierende Welthandel und die höheren Kosten für das Erreichen der Klimaziele 2030/2050 sein.

Grundsätzlich ist eine höhere Inflation schlecht für Aktien, da die Bewertung der Marktteilnehmer über die Discount-Rate läuft und hier der Zins, der abhängig von der Inflation ist, eine sehr große Rolle spielt. Bzw. ein Großteil der heutigen höheren Marktbewertung ist aufgrund der niedrigen Zinsen des letzten Jahrzehnts zu erklären.

Aber ich begrüße die Inflation trotzdem, weil es Investoren dazu zwingt, zu überlegen und unsere Ressourcen, die nun einmal begrenzt sind, am sinnvollsten zu investieren.



## Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im Mai positiv entwickelt. An den Bewertungen hat sich nichts verändert. Das einzige Argument für Aktien bleibt der niedrige Zins.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) <sup>1</sup>	<b>15 421.1</b>	<b>16 000.7</b>	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>2.28%</b>	<b>1.42%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>37.3</b>	<b>17.2</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>65%</b>	<b>54%</b>	↘
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>263.0</b>	<b>198.6</b>	↘

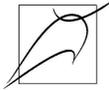
<sup>1</sup> Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise 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 konjunkturbereinigtes 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 verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



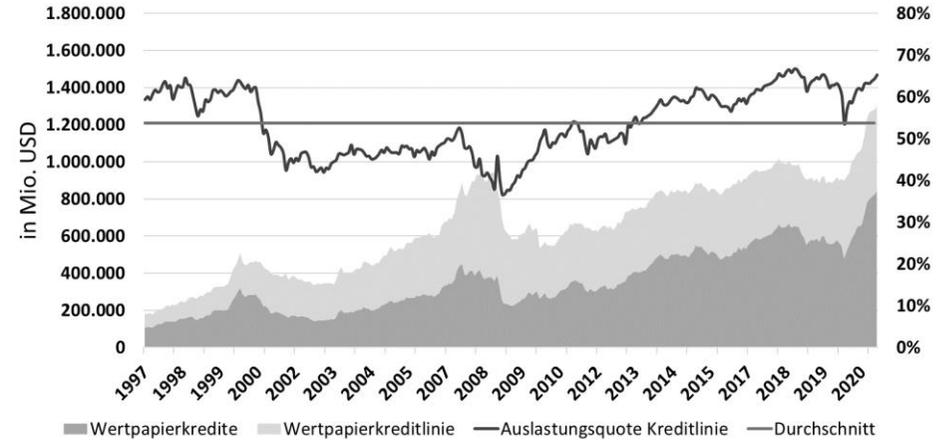
### Ewige Durchschnittsrendite:



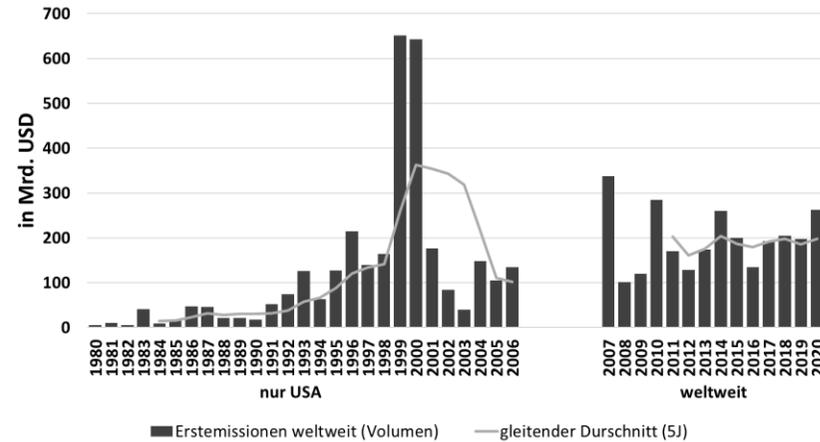
### Shiller KGV:

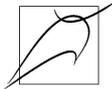


### Kredit-Spekulation:



### Erstmissionen:





## Investmentidee des Monats: Grenke AG (GLJ)

### Bewertung (in EUR):

Kurs	37.37	1 733.6 Mio.
DJÜ-Basis	72.04	92.8%
DCF-Basis	72.25	93.3%
# Aktien	46.4 Mio.	Easy Buffett:
Net debt	2 575.8 Mio.	14.9%
Net IB debt	2 042.4 Mio.	
Firmenwert	3 776.0 Mio.	

Grenke hat sich von einer Spekulation zu einem Investment gewandelt. Die Spekulation gegen den Short-Seller ist im Kern aufgegangen, aber der Aktienkurs hat sich bei Weitem noch nicht erholt. Hierfür gibt es aus meiner Sicht drei größere Gründe:

1. Grenke hat Vertrauen bei den Investoren durch schlechte Kommunikation verspielt.
2. Die Short-Seller Vorwürfe, wenn auch hinsichtlich des Betrugs aus meiner Sicht falsch, haben Probleme im Unternehmen aufgezeigt, die gelöst werden müssen. Dazu gehört das Franchisekonzept, welches zwar grundsätzlich in Ordnung und von der Idee her auch eigentlich nicht schlecht ist, aber von Insidern finanziert und damit anrücklich war. Ebenso die gesamte Corporate Governance, inkl. des Risikomanagements, welches zu hemdsärmelig geführt wurde.
3. Covid-19 hat ein Loch in das Neugeschäft gebrannt, welches sich die nächsten vier Jahre noch durch die Zahlen ziehen wird.

Grundsätzlich sehe ich hier keine Probleme, welche sich nicht in den nächsten zwei bis

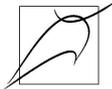
drei Jahren lösen lassen bzw. auflösen werden.

Meine Investment-These für Grenke lautet wie folgt: Grenke ist ein klassisches Value Investment mit antizyklischen Elementen nach einem perfekten Sturm, den das Unternehmen aus meiner Sicht gut überlebt hat.

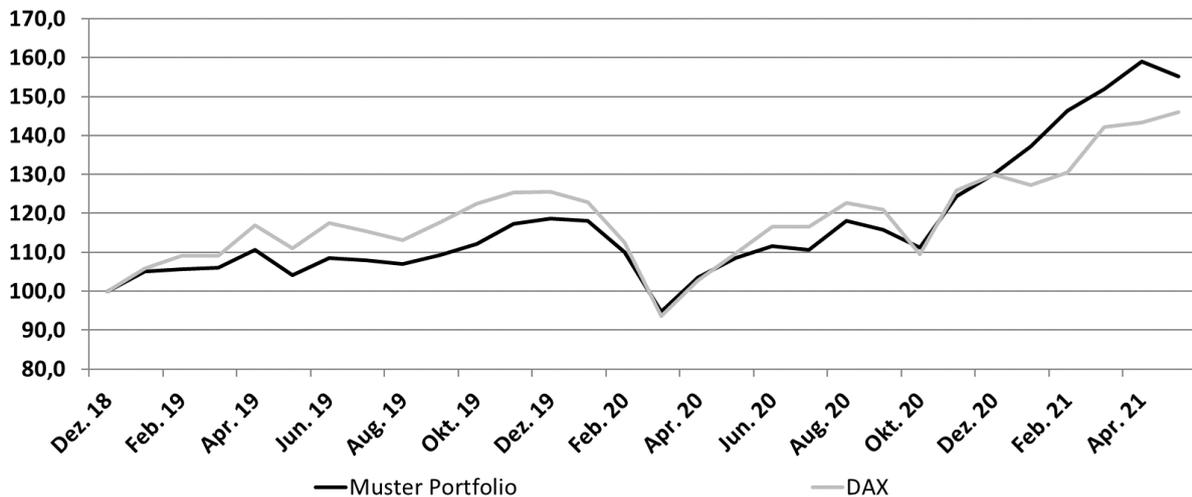
Man kann sich über die merkwürdige Kommunikation insbesondere gegenüber Outsidern aufregen, operativ scheint das Unternehmen aber wenig Schaden genommen zu haben. Auch ist kein größerer Aktionär abgesprungen, sodass man zumindest im Hinterzimmer gut kommuniziert hat. Ich hatte schon im Oktober 2020 gesagt, im Gegensatz zu Gesprächen mit einem anderen Betrugsfall in Deutschland, der Steinhoff AG, hat man mir im direkten Gespräch vor der Short-Attacke nicht versucht Nebelkerzen vorzuwerfen, sondern meine Fragen offen beantwortet. Die Orientierung nach Innen nach einem Angriff, wie durch Fraser Perring, kann ich zu einem gewissen Grad nachvollziehen.

Meine Erwartung ist, in den nächsten drei Jahren eine Rendite von deutlich über 10% pro Jahr zu erzielen.

**Im Mai haben wir eine Position von ca. 5% aufgebaut.**



## Muster-Portfolio

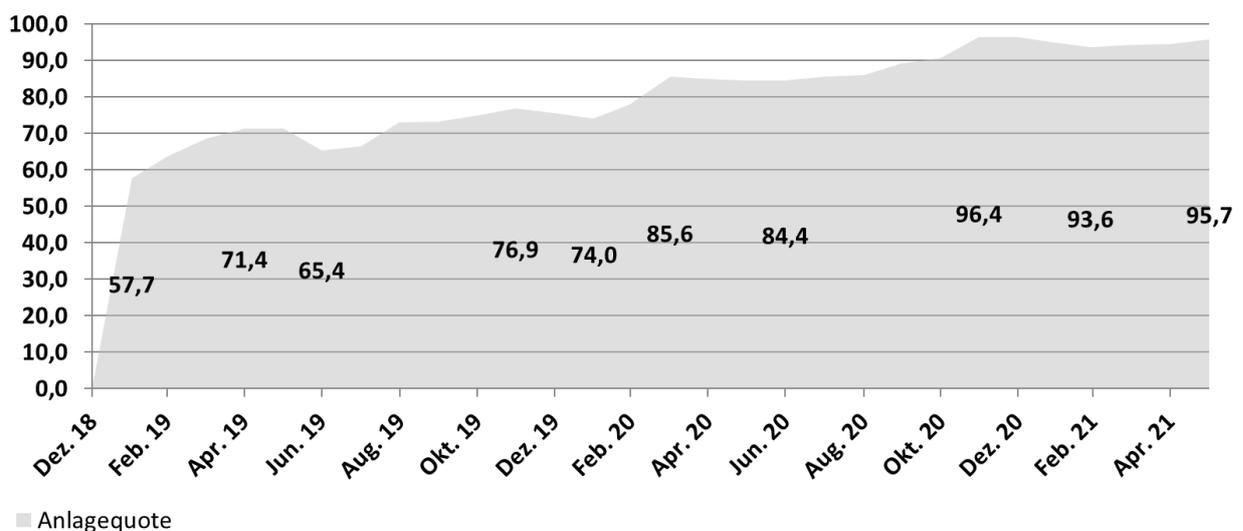


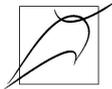
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich mit -2.4% deutlich schlechter entwickelt als der DAX mit +1.9%.

Dabei ist der Verlust nicht einem Titel zuzuordnen, sondern relativ breit getragen worden. Die Nachrichten waren mit Ausnahme von AGFA gut. Deshalb bereitet

mir die temporäre Entwicklung keine Sorgen. Gewinnmitnahmen könnten eine Begründung sein, nachdem die Titel sich zuvor sehr gut entwickelt haben.

Die Anlagequote hat sich durch Zukäufe, um die Kursrücksetzer zu nutzen, leicht erhöht.





## Allokation Muster-Portfolio

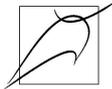
Die Grenke AG ist ein nomineller Neuzugang im Mai, allerdings war der Titel bis März im Portfolio und wurde jetzt durch einen Tausch gegen die Grenke Anleihe aufgebaut. In Summe habe ich diese 10% des Portfolios immer als eine Position betrachtet. Dies hat sich jetzt allerdings geändert, da der Aktie nun eine andere Investment-These (klassisches Value

Investment) als der Anleihe, die ich jetzt als temporären Kassenersatz (Sondersituation) betrachte, zugrunde liegt.

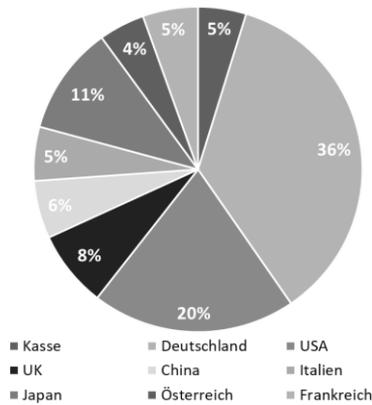
Zudem wurde AS Création vollständig verkauft, mehr dazu in der Einleitung. Die Kursrücksetzer bei AGFA und Discovery wurden genutzt, die Positionen auszubauen bzw. ihren Rückgang auszugleichen.

### Übersicht:

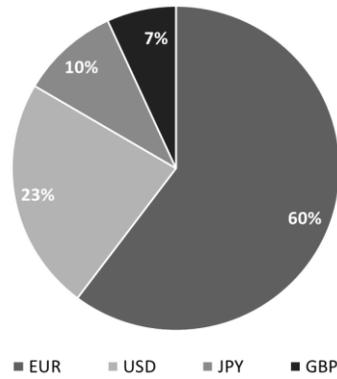
	Portfolio	in %	Performance		Portfolio	in %	Performance
	<b>Kasse</b>	<b>4.8%</b>					
1	Alphabet	10.5%	+4.77%	16	Hypoport	3.4%	+2.29%
2	AGFA	10.1%	+0.23%				
3	Discovery	7.5%	+0.58%				
4	Naked Wine	6.8%	+3.03%				
5	CeWe Color	6.6%	+2.71%				
6	All For One	6.2%	+1.80%				
7	KSB AG Vorzüge	5.6%	+1.22%				
8	Grenke Anleihen	5.3%	+0.84%				
9	Trip.com	5.1%	+1.57%				
10	Nintendo	5.1%	+0.25%				
11	BIC	4.9%	-0.41%				
12	MutuiOnline	4.8%	+2.94%				
13	Grenke AG	4.7%	-0.21%				
14	Takeuchi Mfg Co	4.6%	+1.63%				
15	Mayr-Melnhof Karton	4.0%	+1.32%				



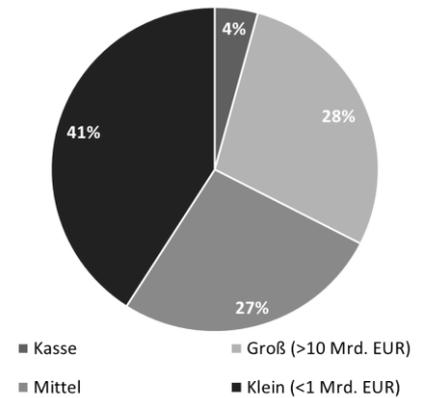
### Länder:



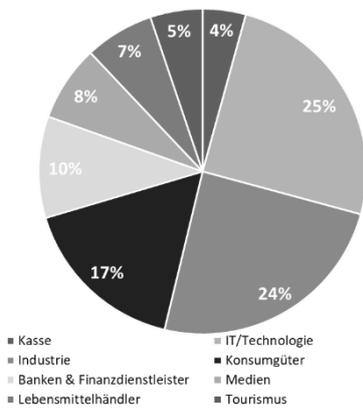
### Währungen:



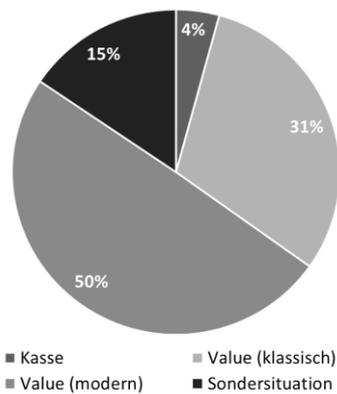
### Marktkapitalisierung:



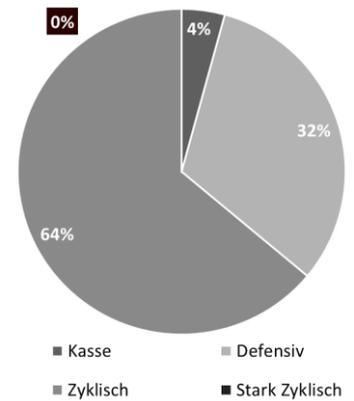
### Branchen:

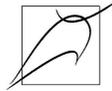


### Investmentstil:



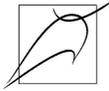
### Konjunkturanfälligkeit:





**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>-3%</b>		<b>-10%</b>	<b>13%</b>	<b>38.9</b>	<b>3.6</b>	<b>33%</b>	<b>14%</b>		<b>51%</b>		
AGFA	AGFB	3.88	Mio.	EUR	5.23	35%	7.14	84%	32%	16.5	2.5	8%	7%	1531.5	3%	3.0	0.0
All for One	A1OS	63.40	Mio.	EUR	57.84	-9%	54.73	-14%	15%	23.9	4.5	14%	15%	84.3	28%	1.0	1.0
Alphabet	GOOGL	2411.56	Mrd.	USD	1525.76	-37%	1484.88	-38%	13%	38.0	5.9	31%	14%	37.8	75%	1.0	2.0
BIC	BB	60.40	Mio.	EUR	81.18	34%	74.82	24%	11%	11.9	1.5	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	132.80	Mio.	EUR	96.59	-27%	91.55	-31%	9%	21.7	3.2	20%	15%	161.0	54%	1.0	2.0
Discovery Inc.	DISCA	32.11	Mrd.	USD	31.68	-1%	30.53	-5%	27%	13.1	1.4	72%	14%	18.6	35%	1.0	1.0
GRENKE AG	GLJ	37.52	Mio.	EUR	72.04	91%	72.25	91%	11%	8.2	0.3	3%	16%	2445.4	15%	3.0	1.0
Hypoport	hyq	453.80	Mio.	EUR	267.56	-41%	244.94	-46%	9%	94.0	10.7	54%	18%	246.4	41%	1.0	1.0
KSB	ksb3	320.00	Mio.	EUR	418.55	31%	364.88	14%	9%	9.4	0.6	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	164.40	Mio.	EUR	133.82	-19%	103.61	-37%	9%	19.7	2.0	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	41.65	Mio.	EUR	27.75	-33%	25.92	-38%	11%	38.3	14.3	62%	43%	92.6	29%	1.0	1.0
Naked Wines	wine	8.07	Mio.	GBp	6.41	-21%	6.15	-24%	12%	182.9	1.1	-9%	-2%	-13.8	59%	1.0	2.0
Trip.com	TCOM	41.85	Mrd.	USD	42.18	1%	41.50	-1%	15%	35.6	1.2	47%	1%	6.2	55%	1.0	1.0
Nintendo	7974	67700.00	Mrd.	JPY	53779.90	-21%	50501.97	-25%	15%	18.5	4.0	120%	16%	-290.7	76%	1.0	3.0
Takeuchi	6432	2898.00	Mrd.	JPY	4437.37	53%	3665.65	26%	12%	13.6	1.4	24%	15%	-34.5	75%	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.

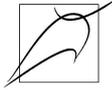
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

<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.

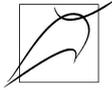


## **Abonnenten Fragen**

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, die Vollständigkeit und die 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 Anlegers 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 die Einholung von darüber hinausgehenden 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.