

Till Schwalm's Value Investing Brief

Juli 2022

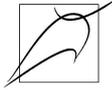
Sehr geehrte Anlegende,

das erste Halbjahr 2022 war mit 2008 das schlechteste erste Halbjahr seit Gründung des DAX mit -20%, bzw. zurückgerechnet seit 1970 – seit 52 Jahren. Der MDAX mit -26% und der SDAX -28% waren sogar noch schlechter. Für uns und mich persönlich war es mit -25% ebenfalls das schlechteste Halbjahr, seit ich investiere. Mental war ich auf einen Aktiencrash und einen Bärenmarkt vorbereitet. Schön ist es trotzdem nicht! Und normalerweise ist ein solcher Bärenmarkt auch nicht nach sechs Monaten zu Ende, sondern dauert 18-24 Monate. Man muss sich also darauf einstellen, dass wir den Tiefpunkt am Aktienmarkt noch nicht erreicht haben. Dies gehört zum Investieren dazu. Auf unseren Anlagezeitraum von 5+ Jahren ergeben sich aber einige Chancen, die wir auch schon ergreifen. So ist der Crash im Tech-Sektor schon weiter fortgeschritten, da er ca. ein halbes Jahr vorher begonnen hat. Hier sehe ich bereits seit Anfang des Jahres einige günstige Gelegenheiten, die wir auch ergriffen haben. Insgesamt ist das Portfolio heute deutlich offensiver

aufgestellt als zu Beginn des Jahres. Es gehört zu meiner Strategie sich antizyklisch zu verhalten. Mein Handeln in den letzten sechs Monaten zeigt dies:

Verkäufe	Käufe
Alphabet, May-Melnhof, Grenke Anleihe, Nintendo, BIC, All for One, Agfa, Trip.com (Ausnahme, da umgeschichtet in Alibaba)	HelloFresh, BioNtech, Grenke, NakedWine, PayPal, Takeuchi, Netflix, Warner Bros. Discovery, Alibaba

Die meisten Käufe und Verkäufe sind nach dem völkerrechtswidrigen Einmarsch Russlands in die Ukraine geschehen. Seitdem hat leider auch die relative negative Performance deutlich zugenommen. Bis zum 31.03.2022 war meine Performance recht ausgeglichen zum DAX. In den letzten drei Monaten haben wir relativ 5% gegenüber dem DAX verloren. Dies liegt an der inzwischen sehr offensiven Aufstellung des Portfolios und kann sich in einem



Bärenmarkt auch noch weiter ausweiten. Auf der anderen Seite haben wir jetzt ein Portfolio aus vielen sehr guten Unternehmen, die sich auch in einer Rezession behaupten können, zu einem heute günstigen Kurs. Sollte der Markt also wieder drehen, was er irgendwann machen wird, sehe ich uns sehr gut positioniert, auch überdurchschnittlich von dieser Entwicklung zu profitieren. Zeitlich kann ich nicht vorhersagen, wann dies passiert. Genauso wenig, wie ich den Zeitpunkt für den aktuellen Rückgang vorausgesehen habe. Ich versuche mich mit unserem Portfolio an der Bewertung der Unternehmen zu orientieren und es danach auszurichten. Den Markt zu timen, versuche ich nicht. Aus diesem Grund wird es immer wieder Phasen größerer Differenz zwischen der Kursentwicklung unseres Portfolios und dem Markt geben. Wichtig ist, dass die Unternehmen sich wie erwartet entwickeln. Leider hat sich im letzten Monat das erste

Unternehmen seit Auflage von TISCOL operativ deutlich schlechter entwickelt als meine Erwartung – Naked Wine. Ich überarbeite momentan meine Investment-These, die ich aber in Grundzügen im aktuellen Brief schon vorstellen möchte. Bei Naked Wine bin ich von einer deutlich besseren Marketing-Maschine ausgegangen, als sich jetzt zu den Jahreszahlen herausgestellt hat. Aber mehr dazu in meinem [Deep Dive zu Naked Wine](#).

Beste Grüße,

Ihr

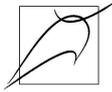
Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	4
Marktanalyse	5
Deep Dive: Naked Wines	7
Muster-Portfolio	14
Allokation Muster-Portfolio	15
Abonnierenden Fragen	19



Unternehmensentwicklungen

Alibaba

Die chinesische Finanzaufsichtsbehörde hat angefangen, Gespräche mit Alibaba über eine mögliche Wiederbelebung des Börsengangs der Ant Group Co. zu führen, was, laut mit der Angelegenheit vertrauten Personen, eines der deutlichsten Anzeichen dafür ist, dass die Behörden die harte Gangart gegen die Technologiebranche zurücknehmen, mit der der Abverkauf einer der größten Notierungen Chinas vor fast zwei Jahren begonnen hat.

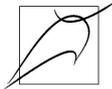
Warner Bros. Discovery

Bei Warner Bros. Discovery habe ich mir im letzten Monat die Verschuldung noch einmal genau angesehen, da der Markt Sorgen hat, dass das Unternehmen hier Probleme bekommen könnte. Ich teile diese Sorge weiterhin nicht. Die Verschuldung ist langfristig und zinsgebunden. Die Zinsen von ca. 2 Mrd. USD pro Jahr können einfach aus dem operativen Geschäft bezahlt werden und auch die Tilgung + Zinsen die max. 8 Mrd. USD im Jahr 2052 und rund 6 Mrd. USD in den Jahren 2024,

2027 und 2032 beträgt, können ebenfalls aus dem Cashflow problemlos bezahlt werden. Neben BioNtech sehe ich hier die größte Chance in unserem Portfolio. Größtes Risiko ist erratisches Wettbewerbsverhalten, da der Streaming-Markt zumindest in den USA inzwischen sehr kompetitiv ist und insbesondere Netflix nach den Zahlen im letzten Quartal liefern/etwas verändern muss.

Cewe

Cewe hat seine Hauptversammlung digital am 15.06. abgehalten, an der ich teilgenommen habe. Insgesamt gab es hier keine Neuigkeiten. Richtigerweise wurde das Verhalten vom Vorstand, Stiftungs- und Aufsichtsrat stark kritisiert. Ich gehe weiterhin davon aus, dass man bis zum Ende des Jahres eine Lösung findet und Cewe sich 2023 wieder auf die Entwicklung des Geschäftes konzentrieren kann und nicht mit internen Personalien beschäftigt ist.



Marktanalyse

Der Juni war der bisher schwächste Monat des Jahres. Der Dax hat - 11% und der S&P 500 - 8% verloren. Der MSCI World dagegen deutlich weniger mit - 6%. Einer der Gründe war unter anderem, dass China und chinesischen Aktien nach einem 12-monatigen Rückgang sich erstmals stabilisiert haben und gestiegen sind.

Interessant war auch, dass der Dollar noch einmal stärker geworden ist und es damit eine Gegenreaktion zum Vormonat gab. Der Dollar steht damit wieder nahe seines 6-Monats-Hochs. Das Vertrauen in Europa hat damit wieder etwas nachgelassen, was unter anderem mit der wieder gestiegenen Angst des Gas-Embargos zu tun hat.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Werte an den deutschen wie auch den amerikanischen Börsen haben sich im Juni stark negativ entwickelt. Die Bewertung ist gleichgeblieben. Sowohl die ewige Durchschnittsrendite als auch die Dividendenrendite sprechen für einen Kauf. Das Shiller-KGV ist seit Juli 2020 erstmals wieder unter 30, aber immer noch auf demselben Niveau wie November 2019.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 783,8	17 494,7	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	3,27%	1,49%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29,6	17,3	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	64%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	453,3	262,3	↘

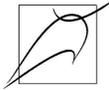
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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

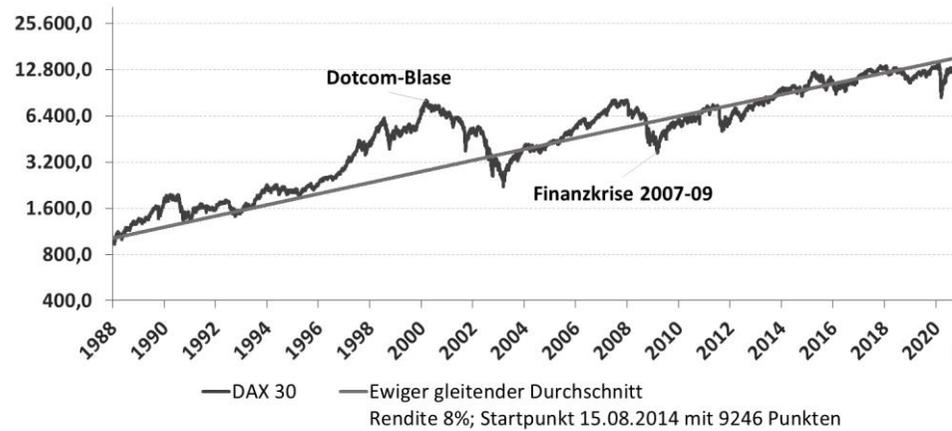
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

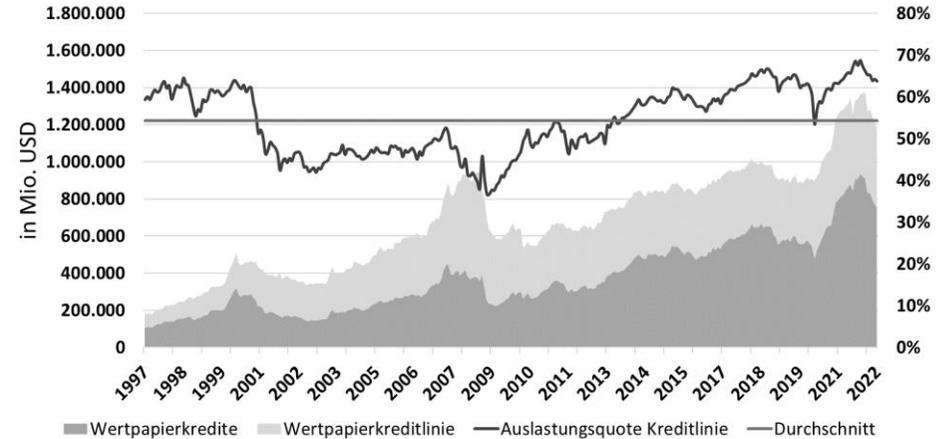
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



Ewige Durchschnittsrendite:



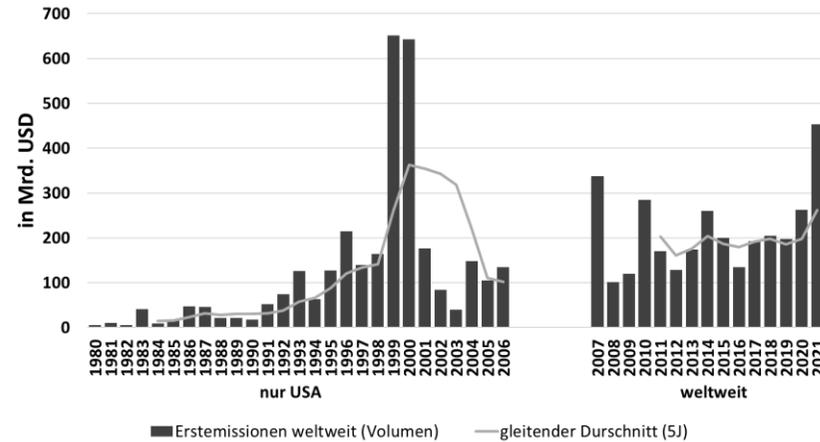
Kredit-Spekulation:



Shiller KGV:



Erstmissionen:





Deep Dive: Naked Wines

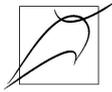
2020 nach dem Ausbruch der Corona-pandemie bin ich in Naked Wines eingestiegen. Das Unternehmen ist in der Pandemie mit hohen zweistelligen Raten gewachsen, man ist wegen dem Verkauf des Offlinegeschäftes 2019 von Majestic Wine schuldenfrei und alle Kennzahlen sahen damals exzellent aus. Für das Geschäftsjahr 2021/22 bin ich von weniger Wachstum und einem Übergangsjahr ausgegangen. Anschließend, dachte ich aufgrund des außergewöhnlichen Geschäftsmodells und der sehr guten Historie, wird man an die Wachstumszahlen um 10% vor der Pandemie anknüpfen können. Aufgrund des Aktienkursrückgangs von ca. -60% von Jahresanfang bis Ende Juni und damit eine der schlechtesten Entwicklungen im Portfolio, habe ich mich in der Bewertung sehr sicher gefühlt. Die Gewichtung war entsprechend meiner Einstiegskurse mit ca. 7,5% des Portfolios (oder knapp 6% vor Veröffentlichung der Zahlen) im oberen Mittelfeld des Portfolios. Leider war ich zu optimistisch. Mit der Veröffentlichung des Jahresabschlusses hat mir Naked Wines eine wichtige Wahrheit an der Börse

gezeigt: Nachdem eine Aktie um - 60% gefallen ist, kann sie problemlos um weitere - 40% fallen und hat nicht einmal - 80% verloren. Heute ist Naked Wines die kleinste Position im Portfolio.

Eine derartig negative Entwicklung muss man hinterfragen. Mir sind bisher zwei Fehler in meiner These und meinem Investmentprozess aufgefallen. Ein Fehler war eine Fehleinschätzung hinsichtlich der Marketingstärke von Naked Wines. Hier war ich zu optimistisch. Solche Fehler werden mir auch in der Zukunft wahrscheinlich wieder passieren und gehören zu der Unsicherheit beim Investieren. Der zweite Fehler resultierte aus fehlender Erfahrung mit „hot stocks“. Dieser Fehler wird mir in Zukunft nicht mehr unterlaufen. Neben diesen Fehlern muss man die aktuelle Situation und den aktuellen Kurs bei Naked Wines neu bewerten. Naked Wines Anfang des Jahres bzw. vor den Zahlen nicht zu verkaufen war ein Fehler, aber sie heute zu verkaufen, könnte ein weiterer Fehler sein.

Info zum Geschäftsmodell:

Naked wines plc bringt Weinliebende und Winzer*innen direkt zusammen. Das Geschäftsmodell wurde auf Basis der Idee des Crowdfunding entwickelt. Die Kunden*innen unterstützen unabhängige Winzer*innen und erhalten exklusiven Zugang zu hochwertigen Weinen zu unterdurchschnittlichen Preisen. Naked wine verfügt über 964 000 Abonnierende (Mature Angels) in den Märkten UK, USA und Australien. Es bestehen Kooperationen mit 266 Winzer*innen. Naked Wines ist die moderne Interpretation eines Weinclubs. Alle Abonnierenden zahlen monatliche Beiträge auf Sparkonten ein, die dazu genutzt werden, Winzer*innen vorzufinanzieren. Durch die Kombination des Direktvertriebs, dem Auslassen verschiedener Mittelsmänner und einer sicheren Abnahmeplanung für den Winzer*in, kann guter Wein zu günstigeren Preisen als im stationären Fachhandel angeboten werden. Naked Wines investiert stark in die Kundengewinnung. Neukunden/-kundinnen werden über Gutscheine und kostenlosen Beigaben in Form von Wein bei einer Bestellung belohnt. Neben klassischen Online-Werbekanälen sind der Kern der Vertriebsstrategie Partnerschaften. Naked Wines bezahlt für den Zugang zu den Kunden/Kundinnen anderer Unternehmen, die eine ähnliche Kundenstruktur haben. Damit sind Erstkunden/-kundinnen defizitär. Ziel ist es, innerhalb von fünf Jahren einen Rückfluss des 1,75- bis 2,25-fachen des investierten Kapitals bei Neukunden/-kundinnen zu erzielen. Bisher hat das gut funktioniert.



Einschätzung der aktuellen Situation

Der aktuelle Geschäftsbericht gibt einen guten Einblick in das aktuelle Geschäft und auch die Probleme mit denen Naked Wines zu kämpfen hat. Das Investorengespräch hat man aus meiner Sicht etwas zu locker bzw. selbstbewusst geführt. Der Ausblick für die nächsten 12 Monate und eine Warnung vom Wirtschaftsprüfer waren im besonderen Fokus der Investierenden. Beides hat man zwar mit Zuversicht, aber nicht sehr detailliert beantwortet. Der schwache Ausblick ist für mich der schwerwiegendere Punkt, da es meinen Blick auf die Marketing-Maschine, insbesondere im Vergleich zu anderen E-Commerce Geschäften, negativ verändert hat. Die Warnung des Wirtschaftsprüfers hat, glaube ich, mehr Investierende verschreckt. Hier sehe ich den Hauptfehler beim CFO, dass er sich entsprechende Covenants in die Verträge schreiben lassen hat. Ich kann die Sorge der Investierenden aber nicht 100% nachvollziehen. Gleichzeitig muss ich in Betracht ziehen, hier falsch zu liegen und deswegen ein Worst Case Szenario mit einer Zahlungsunfähigkeit für die nächsten 12 Monate annehmen. Die Wahrscheinlichkeit halte ich allerdings für sehr niedrig und ich werde auch darlegen warum.

Ausblick und die kaputte Marketing-Maschine

Hier enttäuscht Naked Wines mit keinem Wachstum für 2022/23, obwohl man wie im Vorjahr 30-40 Mio. GBP für Kundenakquisition ausgeben will. Hier stellt sich die berechtigte Frage, wieso man dann nicht wächst. 35 Mio. GBP sind immerhin 10% des anvisierten Umsatzes. Eine Antwort liefert zu einem gewissen Grad die

Kohorten Analyse. Wenn man sich die Kohorten anschaut und von einem normalen Rückgang der Kohorten wie vor Corona ausgeht, dann kommt man zu einem deutlich besseren Ergebnis, als wenn man die Veränderung der Kohorte im letzten Jahr als Grundlage nimmt. Der Call klärt zu einem gewissen Grad darüber auf und zeigt, dass Naked letzteres macht, insbesondere hinsichtlich der Contribution Marge. Wenn man das Jahr 2020/21 hinsichtlich des Contribution Profit normalisiert, was ich durchaus für berechtigt halte, dann sieht man, dass das Wachstum der diesjährig akquirierten Kunden/Kundinnen eher bei 230% als 124% liegen sollte und Naked voraussichtlich am oberen Ende ihrer Guidance rauskommt. Dies würde dann auch den Payback von 1,5 über fünf Jahre, der mich anfangs schlucken lassen hat, deutlich steigern. Laut Management ist eigentlich ein Spektrum von 1,75 bis 2,25 angepeilt. Dies sind zwei Kennzahlen, auf die ich achten werden. Wieviel Umsatz kann die Kohorte 2021/22 im Jahr 2022/23 generieren? Idealerweise deutlich über 200% und steigert damit der Payback für die neue Kohorte deutlich. Idealerweise über 2x. Gleichzeitig trifft Naked Wines einige Aussagen, die man so deuten kann, dass man nicht an die Zahlen vor Corona anschließen kann – sondern sich in einem neuen Normal befindet. Insbesondere hinsichtlich der Contribution Margin, die niedrig bleiben könnte aufgrund von Marketinginflation, verändertem Kundenverhalten und Lieferproblemen und -kosten. Dies würde dann eine niedrigere Contribution Margin für die 21/22 Kohorte und niedriges Payback für die Zukunft bedeuten.



Kohorten Analyse „Contribution Profit“

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mit Contribution Profit wie...	
								...vor Corona	...nach Corona
								2023e	2023e
vorherige	17,0	13,4	11,0	9,0	8,1	8,0	7,5	7,1	7,1
FJ16	3,7	10,2	7,6	5,9	4,9	4,7	4,0	3,8	3,8
FJ17		4,8	11,5	8,3	6,6	6,1	5,0	4,8	4,3
FJ18			3,8	10,7	7,8	6,9	5,6	5,2	4,6
FJ19				4,8	12,1	9,8	7,2	6,2	5,8
FJ20					6,9	18,4	11,1	9,1	8,2
FJ21						26,5	32,8	24,9	19,8
FJ22							10,8	25,2	13,4
FJ23e								10,2	16,1-26,1
Summe	20,7	28,4	33,9	38,7	46,4	80,4	84,0	96,4	83,0-93,0*

*Guidance

Contribution Profit in % zum Vorjahr

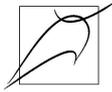
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Ø ohne 2022	wie 2022
vorherige	N/A	79%	82%	82%	90%	99%	94%	95%	95%
FJ16		276%	75%	78%	83%	96%	85%	95%	94%
FJ17			240%	72%	80%	92%	82%	95%	85%
FJ18				282%	73%	88%	81%	93%	82%
FJ19					252%	81%	73%	86%	81%
FJ20						267%	60%	82%	73%
FJ21							124%	76%	60%
FJ22								233%	124%

Kosten Neukundengewinnung

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	
vorherige									
FJ16	10,9								
FJ17		15,1							
FJ18			14,2						
FJ19				18,3					
FJ20					22,6				
FJ21						48,5			
FJ22							41,3		
FJ23e								35,0	

Kosten Neukundengewinnung in % zum Contribution Profit

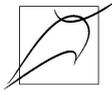
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Ø ohne 2021	
vorherige									
FJ16	34%								
FJ17		32%							
FJ18			27%						
FJ19				26%					
FJ20					31%				
FJ21						55%			
FJ22							26%		
FJ23e								29%	



Außerdem hat man die Aussage getroffen, dass man ca. 4 Mio. GBP im Bereich Marktforschung/Auswertung von Marketingeffektivität investiert möchte, da man hier Nachholbedarf sieht. Dies sehe ich als enorm wichtig an und bin unglücklich, dass hier offensichtlich die letzten Jahre zu wenig investiert wurde. Mein Fehler lag darin, die Marketing-Maschine von Naked Wines mit der von HelloFresh und anderen marktführenden E-Commerce Unternehmen gleichzusetzen. Ich bin davon ausgegangen, dass Naked Wines seine Ausgaben für Marketing in Echtzeit anpassen kann und das Werbung über Gutscheine hinaus funktioniert. Ungeachtet der jüngsten Datenschutzänderungen von Apple leben wir in einer Welt, in der Facebook und Google Werbetreibenden sofortiges Feedback darüber geben können, wie sich ihre Marketingbotschaft in Verkäufen niederschlägt. Es geht darum, dass man quasi sofort weiß, was ein eingesetzter EUR, USD oder GBP in einem bestimmten Kanal zurückzahlt und entsprechend diesem Wissen sein Werbebudget ständig anpasst. Das kann Naked Wines offensichtlich nicht und wird es wahrscheinlich auch nicht lernen, da die Unternehmenskultur, anders als z.B. bei HelloFresh, weniger auf Daten und Prozesse ausgerichtet ist, sondern mehr auf das Produkt und die Community. Dies ist generell nicht schlecht, aber lässt einem deutlich langsamer wachsen als datengetriebener E-Commerce. Hier hat sich meine Perspektive auf das Unternehmen geändert. Ich gehe davon aus, dass Naked Wines deutlich langsamer wächst: mit um 5% anstatt um 10% pro Jahr. Dies reduziert den Wert des Unternehmens deutlich auf meine ursprünglichen Investmentkosten (siehe Bewertung).

Dieses langsame Wachstum wird auch noch einmal von einige Aussagen des Managements unterstrichen. Laut Management soll Naked nicht „nur“ mehr Wachstum, sondern durchdachtes Wachstum generieren. Es sieht darin, die Stärkung des Angebotes von Naked über Qualität und die Weinpartnerschaft. Grundsätzlich richtig. Im Kern ist man damit aber kein starkes Wachstumsunternehmen und aktuelle gehe ich von einem weiteren Übergangsjahr aus. Damit habe ich nicht gerechnet. In einem idealen Unternehmen würde man Wachstum und Fokus auf Qualität gleichzeitig hinbekommen. Das dabei die Marge vielleicht nicht im gleichen Maße steigt, wie man das erwartet, wäre bei Wachstum auch verkraftbar. Insbesondere weil Naked Wines explizit sagt, dass man nachhaltiges Wachstum möchte. Für Naked Wines bedeutet dies auch Vorteile aus Skaleneffekten mit allen Stakeholdern zu teilen und nicht nur für die kurzfristige Marge zu optimieren. Dies finde ich gut, auch wenn diese Einstellung nicht von vielen Investierenden geteilt wird. Ich glaube, dass man alle Beteiligten an einer Firma zufrieden machen muss, um langfristig erfolgreich zu sein: Lieferanten/Lieferantinnen, Manager*innen, die Gesellschaft, den Kunden/Kundinnen und die Investierenden.

Eine positive Note ist, dass man im vierten Quartal wieder im alten Bereich zurück sein soll. Hier hat wohl auch die Erkenntnis geholfen, dass es deutlich günstiger ist verlorene Kunden/Kundinnen zurückzugewinnen, als komplett neue zu gewinnen. Der Anteil zurückgewonnener Kunden/Kundinnen lag in Q4 bei 34% (VJ: 18%). Es wird sich zeigen, ob diese Kunden/Kundinnen auch bleiben oder nur Rabattsuchende sind. Hier ist das klare Ziel

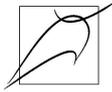


ausgesprochen, die Rückzahlungsrate von neuen Kunden/Kundinnen wieder anzuheben und nicht als preisgünstig wahrgenommen werden, sondern als Qualitätsweinverkäufer. Hier hat man insbesondere in UK eigene Fehler erkannt. Man will die Balance zwischen Qualität und Volumen adjustieren, da sie in den letzten zwei Jahren zu stark auf Volumen gesetzt haben. Das Management wird sich an dieser Aussage messen lassen müssen. Grundsätzlich gilt aber: UK sucks! Zumindest momentan für Unternehmen. Das ist nicht nur bei Naked zu sehen. Fairerweise ist die UK mit dem Brexit selbst schuld. Bei Naked Wines bedeutet dies aber, dass ca. 42% des Umsatzes von der schlechten Wirtschaftslage auf der Insel betroffen ist. Ein Wert der ebenfalls in meine niedrigere Wachstumsprognose für die nächsten fünf Jahr reinspielt.

Gut ist, dass der Fokus weiter voll auf dem US-Markt liegt, der im Alkoholgeschäft sehr unterentwickelt im Vergleich zu Europa ist. Und aus meiner Sicht immer noch am meisten Potential besteht.

Neben dem Fokus auf das eigentliche Geschäft hat der Aktienkursverfall noch mit einem Going Concern Vermerk des Wirtschaftsprüfers zu tun. Hintergrund ist, dass der Wirtschaftsprüfer wohl Sorgen hatte, dass man bei schwerwiegender, aber laut Management plausiblen Abwärts-szenarien, in einen Liquiditätsengpass geraten könnte. Das grundsätzliche Problem von Unternehmen mit negativem CashFlow (Kunden/Kundinnen bezahlen ihre Waren, bevor die Lieferanten/Lieferantinnen bezahlt werden müssen). In Wachstumsphasen ist das super. Sollte ein Unternehmen aber schrumpfen, kann dies dem Unternehmen sehr schnell das Geld entziehen und einen tödlichen Kreislauf

nach unten auslösen. Aus diesem Grund hat Naked einen Warenkredit (Asset Backed Lending – ABL) in Höhe von 60 Mio. USD abgeschlossen. Die Covenants des ABL sind ein Test der kurzfristigen Liquidität, ein Mindestbarbestand und ein quartalsweiser Test des Contribution Profit. Interessanterweise sagt das Management, dass es diesen ABL eigentlich nicht braucht: „Even under a severe downside scenario, management have identified multiple additional levers that would conserve cash without access to the ABL.“ Ich werde das Management hier an der Aussage messen. Ich denke aber, dass es recht hat. Der Wirtschaftsprüfer geht von einer Art „bank run“ der Einlagen der Kunden/Kundinnen aus. Wir erinnern uns noch mal an das Geschäftsmodell: Kunden/Kundinnen (Angels) zahlen monatlich auf ein Sparkonto Geld ein, welches sie für Weinbestellungen nutzen können. Sie können aber auch monatlich kündigen und würden ihr Geld zurückgezahlt bekommen. Jetzt sagt der Wirtschaftsprüfer, dass die Angels alle ihr Geld abziehen, ohne dafür Waren zu bestellen. Ich halte dieses Szenario für sehr unwahrscheinlich. Ich denke es ist wahrscheinlicher, dass Angels noch einmal Wein bestellen, bevor sie kündigen bzw. Wein bestellt haben und dann kündigen, weil sie unzufrieden mit dem Wein sind. Das Sparkonto vor der Kündigung als eher leer ist. Auch spricht nicht viel dafür, dass die Kohorten vor FJ21 spontan gesamthaft kündigen. Kunden/ Kundinnen von Naked Wines gehören nicht zu einer prekären Schicht, die in einer Rezession jede Münze umdrehen müssen. Ich halte ein „bank run“-Szenario also für sehr unwahrscheinlich. Er wurde aber so im Call besprochen und beeinflusst die Bewertung von Naked von vielen Investierenden.



Zu meiner Einschätzung und Bewertung:

Der Wert des Unternehmens hat sich nach der Veröffentlichung der Zahlen deutlich reduziert. Allerdings auch der Aktienkurs,

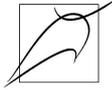
sodass das Unternehmen über alle meine Bewertungsmaßstäbe günstiger geworden ist. Heute bekommt man das Unternehmen mit einem Gesamtwert von knapp 12 Mio. GBP fast geschenkt:

	Modell vor Veröffentlichung	Modell nach Veröffentlichung
Kurs	2,85	1,72
DJÜ-Basis	10,47 267,4%	5,77 235,2%
DCF-Basis	7,68 169,3%	5,72 232,6%
Easy Buffett	22,9%	29,9%
# Aktien	72,9 Mio.	73,4 Mio.
Marketcap	207,8 Mio.	126,3 Mio.
Net debt	-8,2 Mio.	22,0 Mio.
Net IB debt	-125,2 Mio.	-114,6 Mio.
Firmenwert	82,6 Mio.	11,7 Mio.

Grundsätzlich ist Naked Wines weiterhin ein moderner Weinclub mit viel Marktpotenzial vor allem in den USA. Das Management und die Positionierung von Naked Wines halte ich weiterhin für gut. Naked Wines muss aber zu moderatem Wachstum zurückkehren. Dies ist ein wichtiger Punkt des Investmentcases. Ansonsten wäre Naked Wines aus meiner Sicht nur um die 210 Mio. GBP wert – ungefähr der Preis vor der Veröffentlichung der Zahlen. Der Wert errechnet sich aus $350 \text{ Mio. Umsatz} * 8\% \text{ EBIT-Marge} * (1 - \text{Steuerrate von } 25\%) = 21 \text{ Mio. GBP} * 10x \text{ Multiple für } 10\% \text{ Rendite} = 210 \text{ Mio. GBP}$ Unternehmenswert. Aus meiner Sicht ist der aktuelle Wert damit schon nicht gerechtfertigt und Naked Wines sehr günstig. Das Unternehmen allerdings für knapp 5,- GBP zu kaufen war ein Fehler, wie wir an der Bewertung rechts sehen. Das Unternehmen ist nach meiner heutigen Erkenntnis nur noch 5-6 GBP wert. Hintergrund ist, dass ich davon ausgegangen bin, dass Naked nach Corona

deutlich schneller an ein niedriges zweitstelliges Wachstum anknüpfen kann, da es gut positioniert ist und die Marketing-Maschine dafür hat. Diese Einschätzung habe ich revidiert. Ich gehe von Wachstum um 5% für die nächsten Jahre bei Naked aus. Ich denke, dass Angebot von Naked ist qualitativ hoch, aber nicht für jeden interessant, und Qualitätswachstum zahlt sich langfristig aus, aber ist kurzfristig deutlich langsamer und teurer als Volumenwachstum.

Wenn ich die Aktie von Naked noch nie besessen hätte und mir Naked Wines jetzt zum ersten Mal anschauen würde, würde mich dieser spektakuläre Kursverfall wahrscheinlich freuen. Das Unternehmen handelt derzeit um den Buchwert herum, was bedeutet, dass der Markt seinem Betriebsvermögen keinen zukünftigen Wert zuweist. In der Bilanz ist das Unternehmen nur das Eigenkapital wert. Wenn man die immateriellen Werte herausnimmt und eine angemessene Einzelhandelsmarge für den

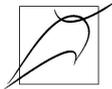


Bestand hinzufügt, könnte man argumentieren, dass das Unternehmen zum Liquidationswert handelt. Wie ich ausgeführt habe, sehe ich keine ernsthafte Bestandsgefährdung und auch keine ernsthafte Insolvenzgefahr. Ich würde sagen, dass das Risiko-Ertrags-Verhältnis beim aktuellen Preis hervorragend ist, solange man weitere Volatilität in den

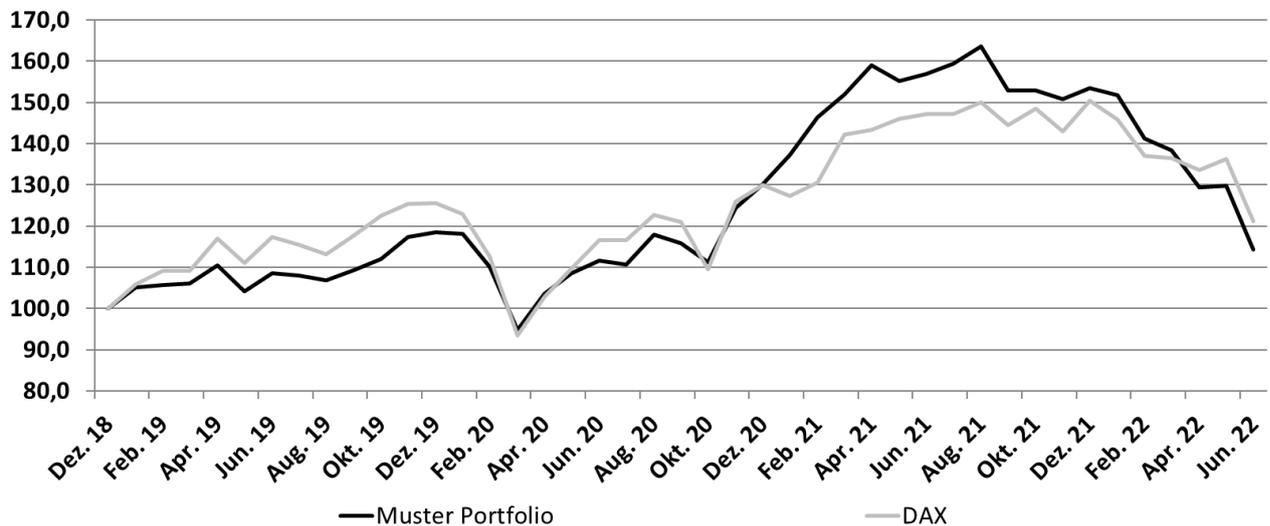
kommenden ein oder zwei Jahren ertragen kann. Denn die wird es geben!

Aus diesem Grund halten wir an der aktuellen Position im Portfolio fest.

Naked Wines hat momentan eine Position von 3,8% des Portfolios.



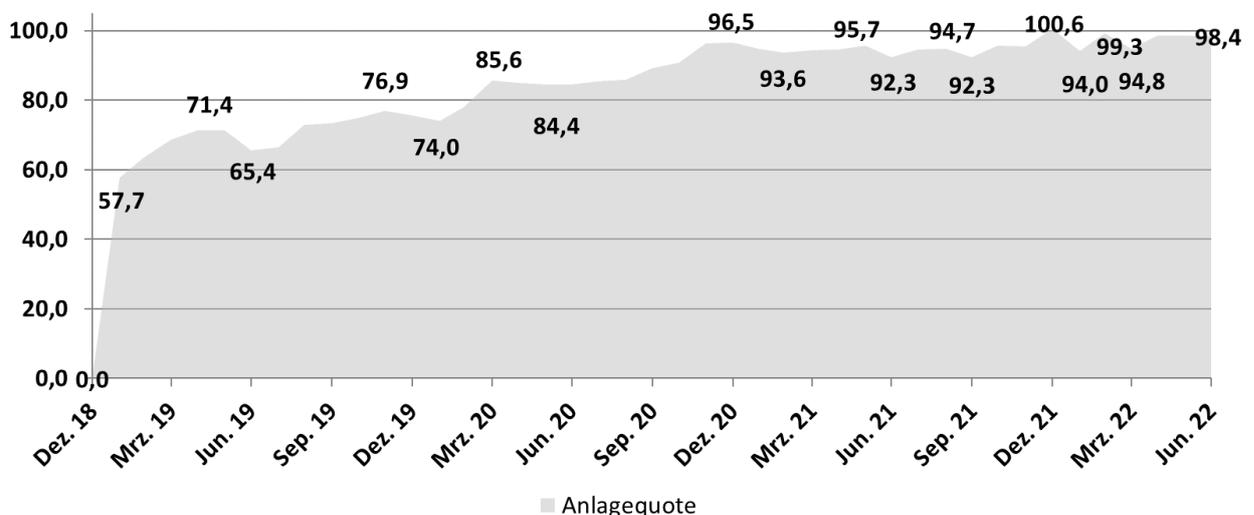
Muster-Portfolio

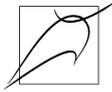


Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Juni mit -12 % sehr schwach entwickelt. Es ist der zweitschwächste Monat seit Start des Portfolios. Dabei sind wir leicht hinter dem DAX mit -11% zurückgeblieben. Dieser Rückgang kann in erster Linie mit Naked Wine erklärt werden. Naked Wine hat uns im Juni allein -4,8% Gesamtportfoliorendite gekostet. Der Rest des Portfolios hat sich im Verhältnis gut entwickelt mit

Alibaba als bester Wert mit +25% und nur drei Werte (Warner Bros. Discovery, PayPal und MutuiOnline), die sich schlechter als der Markt entwickelt haben.

Die Anlagequote ist weiterhin bei knapp unter 99%. Sie ist diesen Monat minimal gestiegen, aufgrund von einigen Umschichtungen.



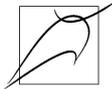


Allokation Muster-Portfolio

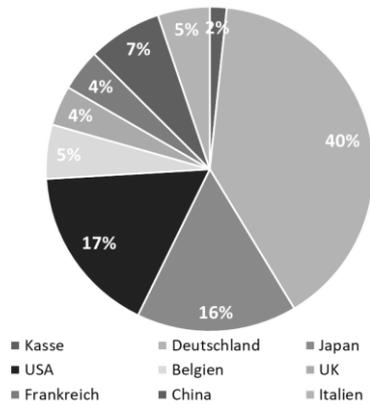
Im Juni haben wir, wie im Vormonat weitere Anteile an der AGFA sowie an BIC verkauft. Gekauft haben wir HelloFresh, Warner Bros. Discovery und BioNtech.

Übersicht:

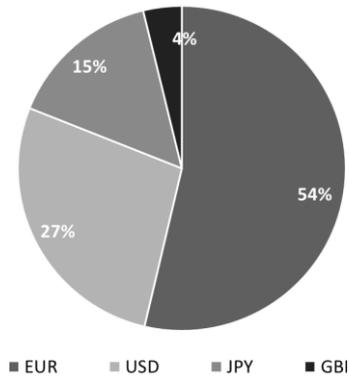
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	1,7%	
1	BioNtech	10,4%	-1,34%
2	Warner Bros. Discovery	9,8%	-7,77%
3	Nintendo	7,8%	-0,70%
4	Grenke	7,7%	-3,92%
5	HelloFresh	7,7%	-6,38%
6	Takeuchi Mfg Co Ltd	7,3%	+0,61%
7	Alibaba	7,0%	+0,15%
8	All For One	6,7%	+1,20%
9	PayPal	6,3%	-2,08%
10	CeWe Color	5,6%	+0,13%
11	Agfa	5,2%	-0,41%
12	MutuiOnline	4,9%	+1,12%
13	Netflix	4,2%	-0,67%
14	BIC	4,0%	-0,55%
15	Naked Wine Plc	3,8%	-7,32%



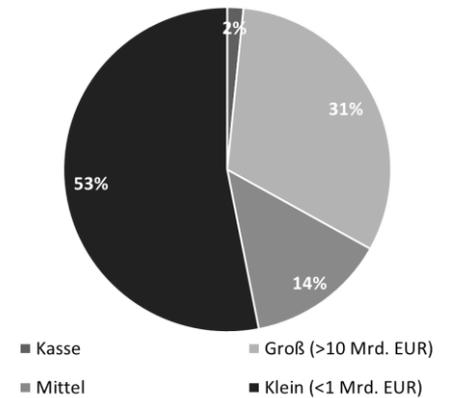
Länder:



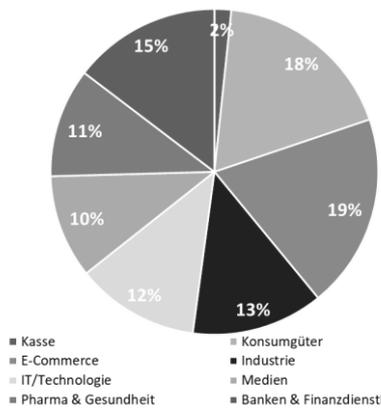
Währungen:



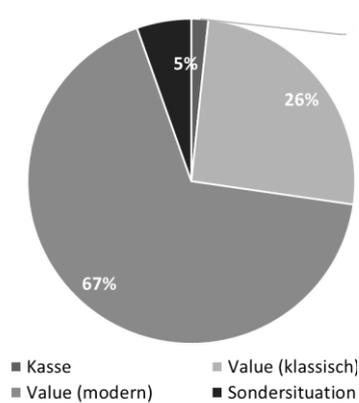
Marktkapitalisierung:



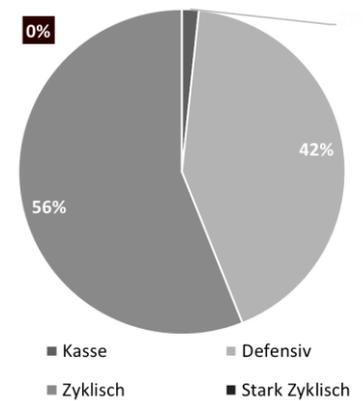
Branchen:

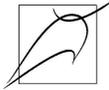


Investmentstil:



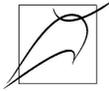
Konjunkturanfälligkeit:





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						98%		84%	21%	11,2	2,1	68%	18%		47%		
AGFA	AGFB	3,50	Mio.	EUR	5,42	55%	5,37	53%	23%	13,7	0,8	0%	16%	553,5	28%	3,0	1,0
Alibaba	BABA	116,00	Mio.	USD	206,82	78%	211,21	82%	30%	3,1	0,3	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One Group	A1OS	54,80	Mio.	EUR	77,27	41%	80,03	46%	10%	15,9	2,6	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
BIC	BICP	52,15	Mio.	EUR	79,72	53%	71,72	38%	12%	6,7	1,3	14%	12%	53,2	67%	3,0	2,0
Biontech	BNTX	157,50	Mio.	USD	167,49	6%	151,49	-4%	27%	4,1	1,9	-55%	30%	-515,9	59%	1,0	3,0
Cewe	CWCG	79,20	Mio.	EUR	111,07	40%	109,05	38%	9%	14,4	2,0	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros. Discovery	WBD	14,25	Mio.	USD	39,72	179%	40,78	186%	43%	5,1	0,6	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	24,38	Mio.	EUR	74,27	205%	74,76	207%	18%	8,3	4,0	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	31,55	Mio.	EUR	65,70	108%	66,00	109%	16%	12,2	3,3	304%	26%	57,3	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	24,48	Mio.	EUR	35,56	45%	32,19	32%	27%	19,1	3,4	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	1,65	Mio.	Gbp	5,77	235%	5,72	232%	30%	6,0	0,8	-11%	-1%	-8,2	47%	3,0	1,0
Netflix	NFLX	179,95	Mio.	USD	230,55	28%	227,01	26%	19%	16,7	3,6	196%	24%	22305,5	36%	3,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	71,40	Mio.	USD	92,69	30%	92,54	30%	14%	21,5	2,8	67%	16%	41735,0	29%	3,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	59900,00	Mio.	JPY	66108,58	10%	64982,31	8%	17%	17,6	3,4	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2504,00	Mio.	JPY	5871,94	135%	4294,95	72%	14%	12,2	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.

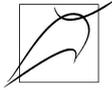
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 bedeutet 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.

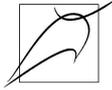


Abonnierenden Fragen

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.