

Till Schwalm's Value Investing Brief

September 2022

Sehr geehrte Anlegende,

der Tenor des Sommers zieht sich weiter durch den August: Das Wetter ist heißer und deutlich trockener als in der Vergangenheit und ein Nachrichtensommerloch gibt es nicht.

Grundsätzlich war die Marktentwicklung im August im Rahmen der üblichen Schwankungen, wenn auch wieder mit negativen Vorzeichen. Was außergewöhnlich war, und ich hatte dies schon im vorherigen Newsletter angerissen, ist die Entwicklung der Energiepreise in Europa. Die

europäischen Gas- und Strompreise zeigen momentan Kurskapiolen, wie Kryptowährungen – mit dem Unterschied, dass die gesamte Wirtschaft von ihnen abhängig ist.

Im letzten Monat habe ich geschrieben, dass die europäischen Gaspreise ungefähr 7x so hoch sind wie die amerikanischen. Seitdem ist der Preis noch einmal um +50% gestiegen. Ein Chart, den ich mir von Twitter ([@Schuldensuehner](#)) ausgeliehen habe, sagt hier mehr als tausend Worte:



Das Thema Energiepreise war damit auch das dominierende Thema bei den Hamburger Investoren Tagen, die ich Mitte August besucht habe. Neben den Gesprächen mit diversen Gesellschaften (wie AS Création Tapeten, home24 oder Netfonds) war vor allem der Austausch mit anderen Investierenden interessant.

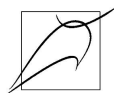
Kurz zusammengefasst: Panik herrscht bei den Investierenden noch nicht. Und kein Unternehmen hat eine Ahnung, wie der Winter aussehen mag und wieviel man für Energie zahlen muss. Beide Dinge lassen mich zu der Schlussfolgerung kommen, dass wir den Boden wahrscheinlich noch nicht erreicht haben und man das Portfolio so aufstellen sollte, dass man unbeschadet durch eine Energiekrise kommt. Vorsichtig sollte man bei energieintensiven Unternehmen sein und bei Gütern außerhalb des täglichen Bedarfs, z.B. Autohersteller. Anpassungsbedarf in unserem Portfolio sehe ich momentan nicht, wenn auch Nintendo, CEWE, Agfa und Takeuchi nicht ideal aufgestellt sind.

Bei meinen Gesprächen hat mich eigentlich am meisten schockiert, dass keiner richtig weiß, wie der Winter aussehen wird. Und ich meine nicht die Investierenden, die in der zweiten Reihe stehen, sondern die Unternehmen, die die Energie primär

verbrauchen. Die meisten haben ihre Preise bis Ende des Jahres festgezurr, aber was danach kommt weiß man nicht und keiner von denen, die ich gefragt habe, traut sich, zu den heute hohen Preisen für das nächste Jahr einzukaufen. Alle konzentrieren sich darauf, wie man den Winter 2022/2023 „überlebt“, die meisten Maßnahmen sind kurzfristig. Implizit scheint jeder zu glauben, dass alle Probleme im Frühjahr 2023 verschwinden werden. Es gibt Gründe, die dafürsprechen, aber es gibt auch Gründe, die dagegensprechen: Dafür spricht, dass man momentan eine hohe Unsicherheit hat, dass man mit dem deutschen Staat einen Akteur hat, dem der Preis egal ist, dass die Wirtschaft auf eine Rezession zusteuert und dass man die Abhängigkeit von Russland in den nächsten Monaten reduzieren kann. Dagegen spricht, dass man auch nächstes Jahr noch von Russland abhängig sein wird, dass man wieder die Speicher für den Winter 23/24 füllen muss und dass man mit der Klimaerwärmung den europäischen Kraftwerkspark nicht so nutzen kann, wie ursprünglich geplant.

Im letzten Punkt liegt ein entscheidendes Problem, welches nicht innerhalb einiger Monate zu lösen ist. Neben den hohen Gaspreisen haben wir in Europa damit noch ein zweites gewaltigeres Problem und das sind die hohen Strompreise:





Natürlich gilt auch hier, dass diese enorm hohen Börsenpreise nicht vollständig durchschlagen, da die Mehrheit der Energie in langfristigen Verträgen bereits verkauft wurde. Aber wer heute absichern möchte oder dessen Vertrag ausläuft, muss sich am sogenannten Spot-Markt zu den Preisen eindecken. Neben dem Russland-Ukraine-Krieg, der die sogenannte Brückentechnologie „Gas“ sehr teuer gemacht hat, liegt das Problem in der extremen Trockenheit. Die Wasserkraftwerke in Europa und die französischen Atommeiler produzieren viel weniger als geplant. Letztere wohl auch weil sie während der Covid-Pandemie nicht so gewartet wurden, wie sie hätten sollen.

Eine weitere Beobachtung, die ich gemacht habe, ist, dass viele Unternehmen, aber auch Privatpersonen, noch gar nicht oder nur teilweise von den Preiserhöhungen bei Strom und Gas getroffen wurden. So haben mir mehrere Unternehmensvertreter gesagt, dass die Preise mit einer Verzögerung von 2-3 Monaten weitergegeben werden. D.h. wenn wir eine 2-3-stufige Lieferkette

haben, werden sich die Preiskapriolen, die wir heute sehen, anders als bei Lebensmitteln und Benzin, erst in 4-9 Monaten in der Inflation widerspiegeln. Man kann also davon ausgehen, dass auch 2023 realwirtschaftlich noch ein Krisenjahr sein wird.

Beste Grüße,

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Anmerkung des Autors: Diesen Text habe ich in erster Linie zur Einordnung für mich selbst geschrieben. Ich freue mich über jede Rückmeldung von Ihnen, die mir hilft, die aktuelle Situation besser zu verstehen.

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	5
Marktanalyse	9
Rückblick: Agfa-Gevaert NV (AGFB)	11
Muster-Portfolio	13
Allokation Muster-Portfolio	14
Abonnierenden Fragen	18



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	07.09.2022		
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

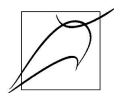
Für uns war die Berichtssaison deutlich schwächer als Q1. Die Aktienkurse haben nicht immer im gleichen Maße auf die Nachrichten reagiert, wie ich sie einschätze. So haben Alibaba und PayPal relativ positiv auf die, aus meiner Sicht, neutralen Zahlen reagiert. Der Kurs von HelloFresh dagegen hat deutlich negativer reagiert (die Zahlen sehe ich positiv), da der kurzfristige Ausblick 2022 vom Markt höher gewichtet wird als von mir.

Agfa

Agfa mit durchwachsenden Halbjahreszahlen. Der Kostenanstieg bei der Herstellung konnten nicht vollständig durch Preiserhöhungen an die Kunden/Kundinnen weitergeben werden, sodass die operativen Margen aller Segmente gefallen sind. Die Halbjahreszahlen sind aber im Zuge der Nachricht, dass das Offset-Geschäft vollständig an Aurelius verkauft wird, untergegangen. Der Verkaufspreis als Enterpreis Value wurde auf 82 Mio. EUR inklusive Pensionsverpflichtungen ohne Minderheitenanteil festgelegt. Interessant wird sein, wie die

Höhe der Pensionsverpflichtungen festgelegt wird. Momentan werden die Nettoschulden, die mitübernommen werden, auf eine Höhe von 70 Mio. EUR festgelegt. Der positive Cashflow wird also um 10 Mio. EUR liegen. Wichtiger ist aber, dass der ständige Restrukturierungsdruck für das Offset-Geschäft und damit Agfa in Zukunft wegfällt und man eine deutlich zukunftsweisende Firma hat.¹

¹ Ausführliche Informationen finden Sie hier: [Agfa Transformation Update](#)



Alibaba

Alibaba eigentlich mit schwachen Zahlen, aber deutlich besser als erwartet, sodass der Markt sie positiv aufgenommen hat. Gleichzeitig ist mit der Reise von Pelosi nach Taiwan der Konflikt zwischen den USA und China wieder stärker in den Fokus der Medien und Investierenden gerückt, sodass bei chinesischen Aktien weiter eine große Unsicherheit vorherrscht. Insgesamt bin ich mit der Entwicklung von Alibaba so weit zufrieden. Ich halte das Chancen-Risikoprofil weiterhin für attraktiv.

BIC

BIC mit guten Zahlen: Wachstum ohne Währung +15,5%; operative Marge wieder deutlich über 15%. Bei BIC läuft es dieses Jahr wieder rund und das in allen Segmenten. Dazu kann man die Inflation bei den Kosten durch Preiserhöhungen mehr als wegmachen. Einziges Manko: das Working Capital steigt stark an und das Inventar ist mit jetzt 200 Tagen deutlich länger als noch vor einem Jahr mit 180 Tagen. Hier spielt wohl auch die hohe Unsicherheit mit rein, die das Management dazu verleiten hat, mehr auf Lager zu halten. Entsprechend der guten Entwicklung haben wir die Position im August vollständig verkauft. Auch wenn dieses Jahr ein ordentlicher Gewinn von +25% auf die Position angefallen ist, haben wir mit dem Investment insgesamt über die gesamte Haltedauer einen Verlust von -3% nach Dividenden gemacht. Den Großteil der Position hatten wir dabei bereits Ende 2019/Anfang 2020 (vor Corona) gekauft.

BioNTech

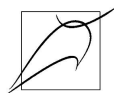
BioNTech hat überraschend negative Zahlen vorgelegt. Diese aber gut begründet und

den Ausblick unverändert gelassen. Die Investment-These ist aus meiner Sicht weiterhin intakt. BioNTech wird bis Ende 2023 einen Großteil seiner aktuellen Marktkapitalisierung verdient haben und das Geschäft mit dem Corona-Impfstoff wird, wenn auch deutlich kleiner, den Rest der Marktkapitalisierung ausmachen. Die Pipeline an möglichen neuen Therapien gegen andere Krankheiten bekommt man als Option zum aktuellen Kurs geschenkt.

Was mich im aktuellen Monat mehr gestört hat, ist, dass, neben einer Klage von CureVac, jetzt auch Moderna BioNTech und Pfizer auf Patentverletzung verklagt hat. Zwar ist dies in der Pharmabranche üblich, trotzdem erhöht es das Risiko in unserem Investment. Positiv ist zu sehen, dass Moderna erst ab dem 8. März 2022 eine Patentverletzung gelten machen will und es ihnen in erster Linie um eine angemessene Lizenz geht. Der Streitwert dürfte, wenn auch für zukünftige Umsätze hoch, damit nicht die Investment-These als Ganzes gefährden.

CEWE

CEWE mit guten Q2 Zahlen. Der Umsatz ist um 13,1% gestiegen und der Verlust (normal in Q2) hat sich deutlich verringert. Insbesondere der kommerzielle Online-Druck erholt sich von seinen Coronaverlusten mit einem Wachstum von über 50%. Positiv ist zudem anzumerken, dass sich Foto-finishing, das wichtigste Segment, mit +8% auch gut entwickelt hat. Für CEWE ist vor allem Q4 von hoher Bedeutung, da hier eine Eintrübung der Konjunktur erwartet wird. Zwar bestätigt CEWE ihr Jahresziel, sieht es aber mit hoher Unsicherheit behaftet. Ich denke, dass CEWE von einem allgemeinen Konjunkturéinbruch nur bedingt im



kommerziellen Online-Druck betroffen sein wird. Ansonsten haben die Produkte einen hohen emotionalen Faktor, sodass sie unter Umständen auch in unsicherer Zeit gekauft werden. Gleichzeitig sind die CEWE Produkte keine Produkte des täglichen Bedarfs, sodass hier einfach gespart werden kann. Die hohen Energie- und Rohstoffkosten bereiten ebenfalls Probleme und werden in der zweiten Jahreshälfte noch höher zu Buche schlagen und wahrscheinlich die Marge drücken. Grundsätzlich hat CEWE aber keine Versorgungsprobleme. Die negativen Effekte sind aus meiner Sicht größtenteils im aktuellen Aktienkurs eingepreist, sodass zum aktuellen Kurs die Chancen überwiegen.

HelloFresh

HelloFresh mit den endgültigen Zahlen zu Q2. Der Kursverlust nach den vorläufigen Zahlen wurden wieder aufgeholt, um dann wieder abgegeben zu werden. Die Investierenden sind sich also sehr unsicher über die Richtung von HelloFresh. Meine Einschätzung hat sich mit dem endgültigen Zahlen nicht geändert. Die angepasste Guidance liegt über meinen Erwartungen und die bisherige operative Entwicklung ist sehr gut. Die Inflation trifft HelloFresh bisher weniger stark als Supermärkte. Zudem gab es eine Ankündigung, den Service von HelloFresh noch dieses Jahr in einem weiteren europäischen Land anzubieten, was ebenfalls Teil meines Investment-Case ist. In Summe bin ich mit der Entwicklung des Unternehmens sehr zufrieden.

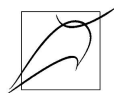
Nintendo

Normales Quartal für Nintendo. Strukturell war es okay, aber eher eine Rückkehr zu

einem normalen Konsolenzyklus. Der Umsatz und der Gewinn sind leicht zum Vorjahr gefallen, obwohl das Vergleichsquartal Q1/21 kein Coronaquartal für Nintendo mehr war. Strukturell ist es gut, da man immer noch einen deutlich besseren Umsatz und Gewinn als 2019 hat. Sollte der Trend trotzdem anhalten – sich auch das Weihnachtsgeschäft verschlechtern – müsste der Investment-Case überdacht werden. Wichtiger neue Titel „Splatoon 3“ wurde im aktuellen Nintendo Direct angekündigt und wird ab diesem Monat weltweit verkauft. Dieser sollte zumindest kurzfristig positiven Rückenwind liefern. Am 1. Oktober gibt es ein 10-zu-1 Aktiensplit der Nintendo-Aktie.

PayPal

PayPal mit Geschäftszahlen für Q2. Soweit innerhalb der Erwartungen. Wachstum des Transaktionsvolumens um 9% (wenn alles konstant ist, wächst dieser Teil des Geschäftes mindestens mit der Inflation); Wachstums des Umsatzes um 9% (deutlich besser als im ersten Quartal); Wachstum der Anzahl Transaktionen pro Account um 12% (in Q1 noch 11%, dies ist gut); Wachstum der Anzahl aktiver Nutzer*innen in diesem Quartal um 0,4 Mio. (+6% yoy) auf weiterhin 429 Mio. in Ordnung und etwas unter dem Wachstum aus dem ersten Quartal. Negativ ist weiterhin die operative Margenentwicklung auf 19% (zuvor 21%). Dies ist zum Teil auf ein geringeres Transaktionsvolumen über die Grenze zurückzuführen. Grundsätzlich ist dieser Trend aber schon seit langem da und muss weiter beobachtet werden. Der Verlust von E-Bay kann jetzt nicht mehr als Ausrede herhalten. Ausblick ist gut: Nicht währungsbereinigtes Wachstum um 11% (am unteren Ende der Guidance, erklärbar durch den starken



USD); FCF >5 Mrd. USD. Zudem hat man ein Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 15 Mrd. USD aufgelegt. Insgesamt hat man seit 2015 ca. 43 Mio. Aktien oder 3,5% der Aktien zurückgekauft. Dies ist im Verhältnis der genutzten Mittel von 14,2 Mrd. USD (oder 330 USD pro Aktie) nicht viel. Hintergrund liegt hier in der aktienbasierten Vergütung, die entsprechend mit 7,5 Mrd. USD in der gleichen Zeit ebenfalls zu Buche gestanden hat und damit den Preis pro zurückgekauft Aktie deutlich senkt.

Warner Bros. Discovery

Warner Bros. Discovery hat deutlich unter meiner und den Erwartungen des Marktes berichtet. Der Umsatz lag bei „nur“ 10,8 Mrd. USD – erwartet wurde + 1 Mrd. USD mehr und der Gewinn lag bei -0,83 Cent pro Aktie – erwartet wurden -74 Cent. Während der Umsatz mit dem starken USD eigentlich okay war, war der Verlust doch deutlicher als erwartet. Hier spielt mit rein, dass das neue Management aus steuerlichen Gründen, die Verluste in diesem Quartal so hoch wie möglich zu machen scheint. Der Trend sollte aber im nächsten Quartal in eine andere Richtung gehen. Trotz der Begründung

für die hohen Verluste war der Markt geschockt und die Aktie wurde auf Talfahrt geschickt. Auch der FCF im zweiten Quartal lag bei nur 790 Mio. USD. Meine Erwartungen liegen für das nächste Jahr doppelt so hoch. Interessant ist, dass man mit diesem Quartal die ersten harten Zahlen bekommen hat, an denen sich das Management dann in Zukunft messen lassen muss. Grundsätzlich stimme ich der Strategie des Managements, der breiten Verwertung von Inhalten über alle Kanäle (von Kino über TV bis Streaming), zu. Hierbei kommt dem Streaming-Segment (Umsatzanteil 24%) eine besondere Bedeutung zu, da es den Wachstumsmarkt darstellt und insbesondere die Rückgänge im Segment „Networks“ (Umsatzanteil 61%) auffangen muss. WBD hat heute 92 Mio. Abonnierende und sich zum Ziel gesetzt 2025 130 Mio. Abonnierende zu haben. Das sind 10-15% Wachstum pro Jahr und würde einen Umsatzrückgang von 4-6% im Bereich Networks ausgleichen, was durchaus realistische Annahmen sind. Momentan halte ich die Position zum aktuellen Kurs weiterhin für sehr attraktiv.



Marktanalyse

Die Marktentwicklung im August war im Rahmen der üblichen Schwankungen, wenn auch wieder mit negativem Vorzeichen. Europa hat dabei deutlich schlechter abgeschnitten als Amerika. Exemplarisch dafür hat der DAX -4,8% und der S&P 500 nur -2,7% verloren. Und auch der Dollar hat weiter an Stärke gewonnen und handelt momentan zu Parität, was hinsichtlich der Probleme in Europa verständlich ist.

Russland hat ein weiteres Mal angekündigt, seine Hauptgaslieferungen in den größten europäischen Markt Deutschland aufgrund

von „Wartungsarbeiten“ auszusetzen. Die Trockenheit in Europa führt zu einer reduzierten Stromgewinnung über Wasser- und Atomkraft. Die Angst einer Versorgungskrise ist da, wenn auch noch nicht allgegenwärtig.

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.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Werte an den deutschen wie auch den amerikanischen Börsen haben im August wieder nachgegeben, liegen aber noch über ihren Juni-Tiefs. Die Bewertung ist gleichgeblieben. Sowohl die ewige Durchschnittsrendite als auch die Dividendenrendite sprechen für einen Kauf. Das Shiller-KGV ist wieder unter 30, aber immer noch auf hohem Niveau. Für das erste Halbjahr habe ich auch erstmals die Zahl Erstemissionen 2022, die sich nahezu halbiert hat und damit auch auf grün springt.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 835,0	17 742,7	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	3,19%	1,49%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29,6	17,3	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	63%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	190	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.

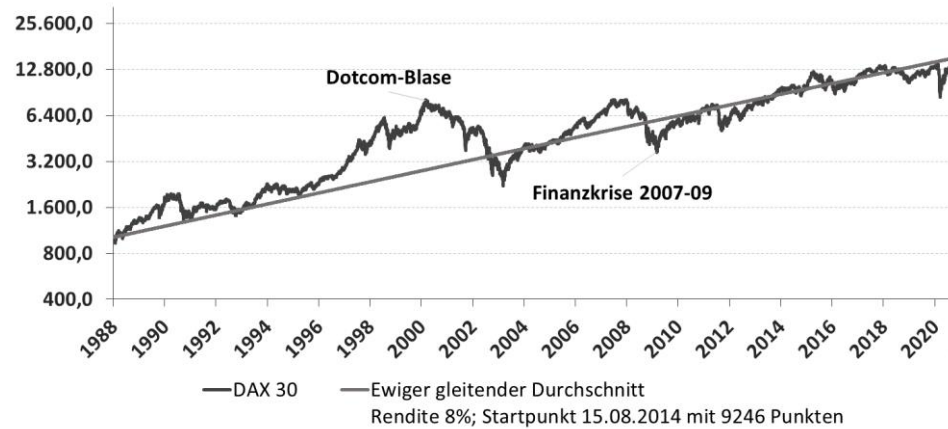
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



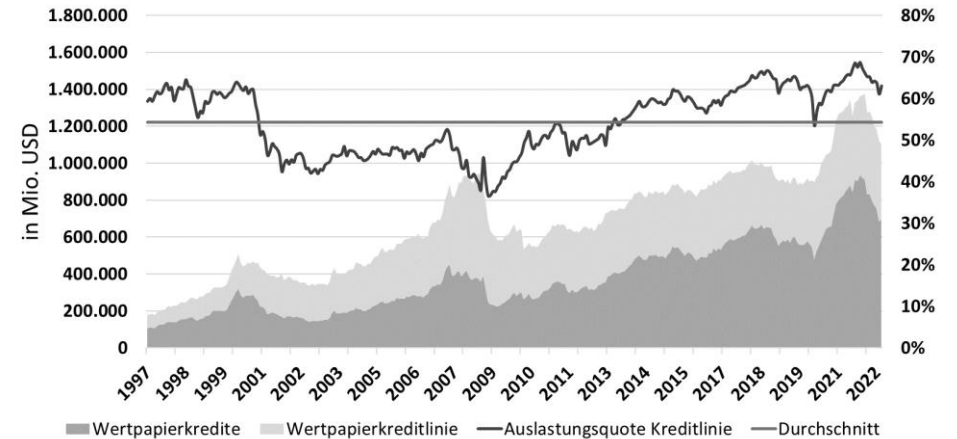
Ewige Durchschnittsrendite:



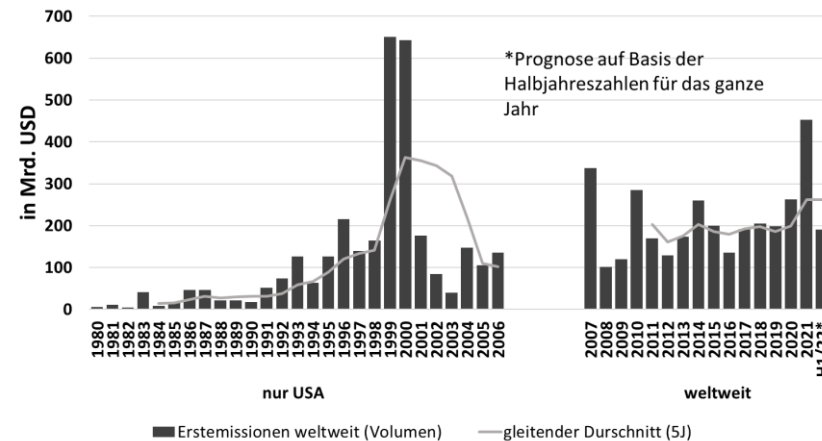
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Rückblick: Agfa-Gevaert NV (AGFB)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	3,63	561,0 Mio.
	DJÜ-Basis	4,46	22,8%
	DCF-Basis	5,75	58,4%
	# Aktien	154,6 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	547,0 Mio.	13,4%
	Net IB debt	-286,1 Mio.	
	Firmenwert	328,9 Mio.	

Aufgrund des Verkaufes der Offset-Sparte zeige ich hier noch mal meine Agfa Analyse aus dem letzten Jahr. Die Bewertung ist angepasst an die aktuelle Entwicklung.

Agfa-Gevaert kommt historisch aus dem Fotofilm-Geschäft und war, wie Kodak, bekannt für Fotos. Heute ist von diesem Geschäft nicht mehr viel übriggeblieben; bis auf hohe Pensionsverpflichtungen und dass die Geschäftstätigkeiten mit Bildern zu tun haben.

So stellt man heute Offset-Druckplatten und die Maschinen zur Belichtung dieser, mit entsprechender Software, her (41% des Umsatzes). Dies ist ein strukturell schwaches Geschäft, welches in Zukunft auch weiter schrumpfen und kein Geld verdienen wird. Zudem stellt Agfa-Gevaert Röntengeräte her und liefert den entsprechenden Service (28% des Umsatzes). Außerdem stellt man Druckfarben für große Druckmaschinen her (17% des Umsatzes). Man ist in der IT-Gesundheit tätig, bei der man z.B. Röntgenaufnahmen digitalisiert und diese damit für den Arzt besser nutzbar macht (14% des Umsatzes). Diese drei Geschäftsfelder haben gute Zukunftsaussichten.

In Summe setzt man ca. 1,8 Mrd. EUR um und verdient nach meiner Kalkulation magere 4%, also rund 70 Mio. EUR. Interessant ist, dass man das Unternehmen derzeit zu rund 600 Mio. EUR an der Börse

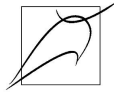
bekommt. D.h. liefe alles so weiter, hätte man eine Rendite von knapp über 10%. Dies ist erstmal nicht sonderlich interessant.

Allerdings hält ein aktivistischer Investor, AOC, ca. 13,5% der Anteile und transformiert seit zwei Jahren das Geschäft. So hat man im letzten Quartal ein Teil des IT-Geschäftes verkauft, was das Unternehmen mit einer Nettokasse von 300 Mio. EUR ausstattet.

D.h. man kauft ein Unternehmen, welches auf eine Enterprise Value von 300 Mio. EUR ca. 70 Mio. EUR verdient und mit AOC an Bord, wird die Kasse wahrscheinlich sinnvoll eingesetzt.

Es gibt unterschiedliche Szenarien, die vorstellbar sind, um die Werte bei Agfa zu heben:

1. Man kauft mit den freien Mitteln Aktien zurück und erhöht damit den Gewinn pro Aktien und den Aktienkurs.
→ **Dies ist schon geschehen.**
2. Man kann eine hohe Sonderdividende ausschütten und reduziert damit den Einstiegskurs der bestehenden Aktionäre und Aktionärinnen.
3. Man restrukturiert weiter und kann das Offset-Geschäft abgeben und ist damit auch die meisten Pensionsverpflichtungen los und wäre anschließend eine IT-Gesundheits-Firma, die eine höhere Bewertung verdient hätte.
→ **Diese Entwicklung tritt gerade ein.**



Alle drei Szenarien sollten zu einer positiven Aktionärsrendite führen und in den nächsten sechs bis 24 Monaten eintreten (Stand: Anfang 2021).

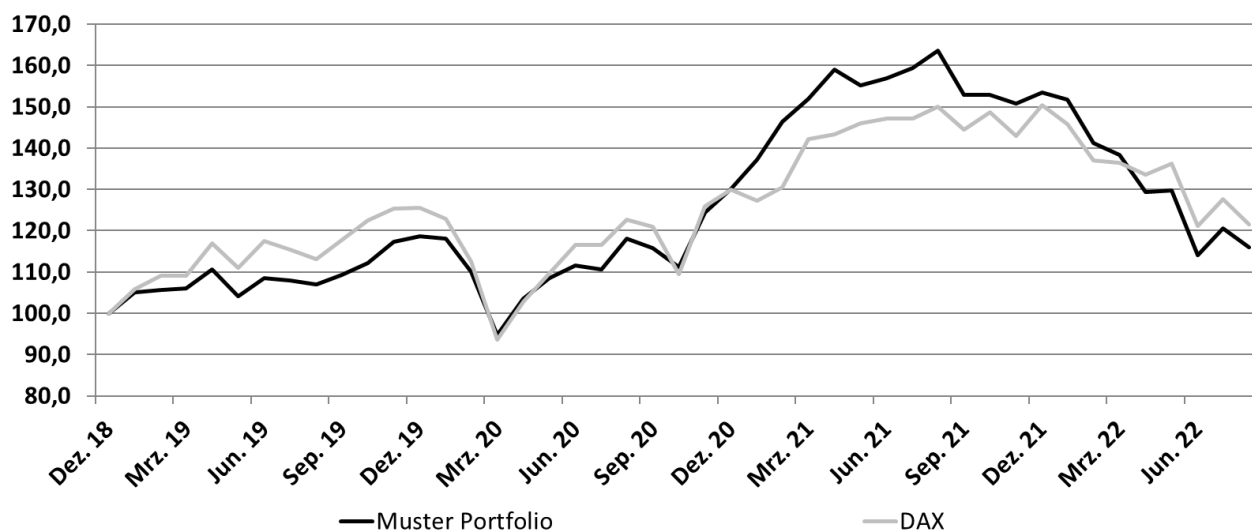
Jetzt muss man sich noch fragen, warum man Agfa günstig bekommt. Möglich ist der günstige Einstieg aufgrund der höheren Unsicherheit durch die Corona-Krise und

dass von den meisten Investierenden ein kleiner Industriewert aus Belgien eher vernachlässigt wird bzw. nicht ins Anlageuniversum passt.

Agfa hat momentan eine Position von 5,2% in unserem Portfolio (Stand: September 2022).



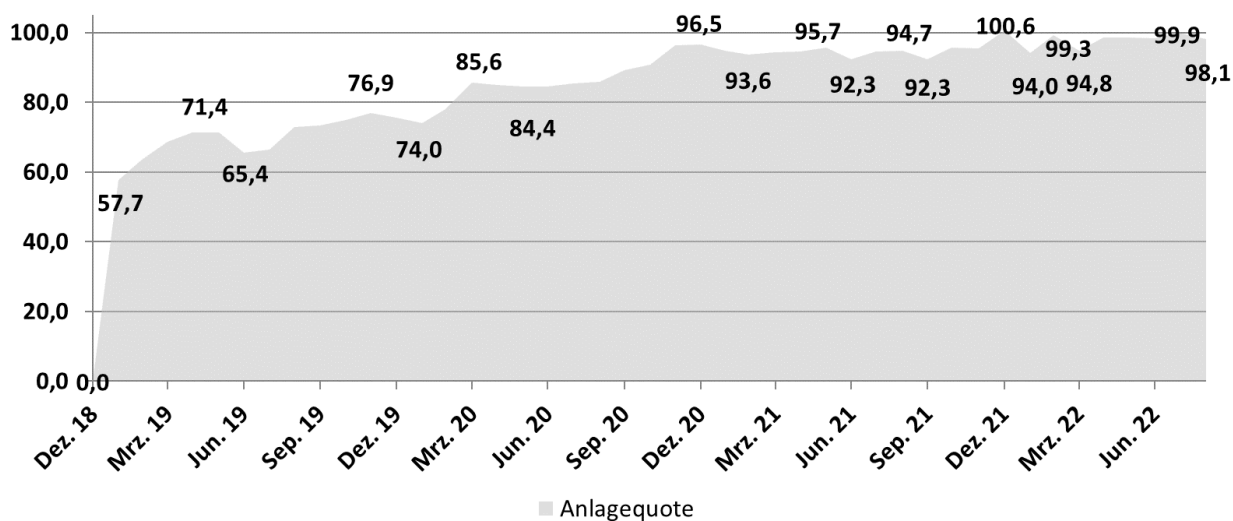
Muster-Portfolio

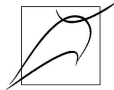


Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im August mit -3,8% negativ entwickelt. Dabei hat sich das Portfolio aber deutlich besser als der DAX mit -4,8% entwickelt. Diese Entwicklung ist dahingehend gut, da drei der schlechtesten Titel (WBD, HelloFresh und BioNTech) mit deutlich kleiner -10% zu den größten Titeln des Portfolios gehören. Der Rest des Portfolios hat sich dementsprechend gut entwickelt. Besonders

hervorzuheben sind: PayPal, Alibaba und Netflix. Diese sind alle in diesem Jahr neu ins Portfolio gekommen und haben zu den besten Titeln des Portfolios im letzten Monat gehört.

Die Anlagequote ist aufgrund des finalen Verkaufs von BIC (die sich auch sehr gut entwickelt haben) leicht gesunken auf knapp über 98%.



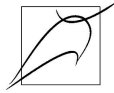


Allokation Muster-Portfolio

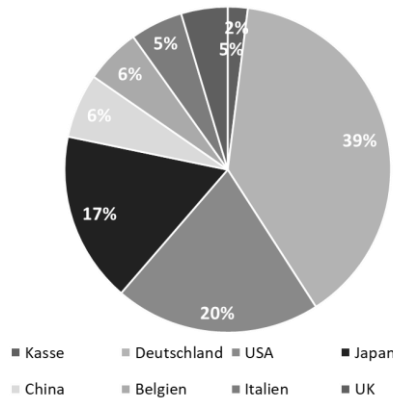
Im August haben wir BIC vollständig verkauft und zu einem kleinem Teil HelloFresh nachgekauft.

Übersicht:

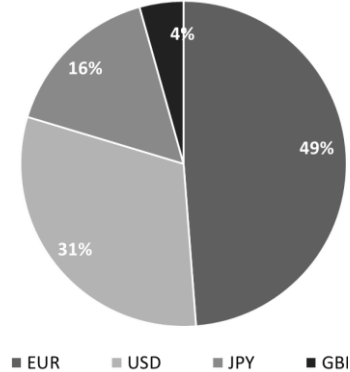
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	2,0%	
1	BioNtech	10,3%	-1,20%
2	Warner Bros. Discovery	10,0%	-7,36%
3	PayPal	9,3%	+0,52%
4	Takeuchi Mfg Co Ltd	8,4%	+1,76%
5	Grenke	7,8%	-3,66%
6	Nintendo	7,6%	-0,78%
7	HelloFresh	7,4%	-8,17%
8	Alibaba	6,0%	-0,71%
9	All For One	5,9%	+0,50%
10	Netflix	5,5%	+0,73%
11	CeWe Color	5,3%	+0,02%
12	Agfa	5,2%	-0,27%
13	MutuiOnline	4,9%	+1,20%
14	Naked Wine Plc	4,4%	-8,46%



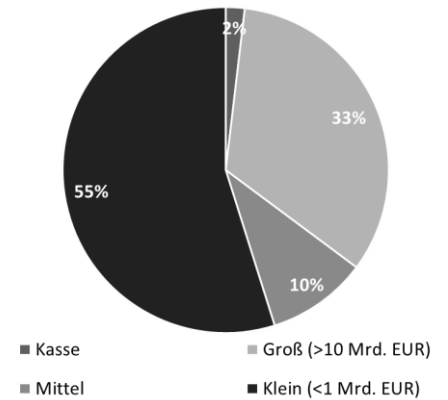
Länder:



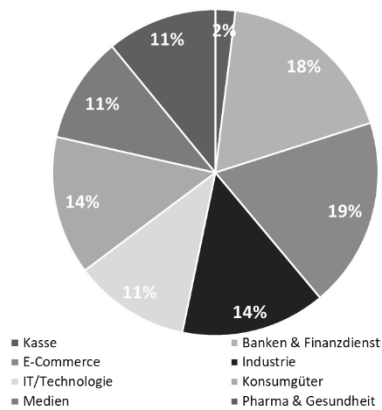
Währungen:



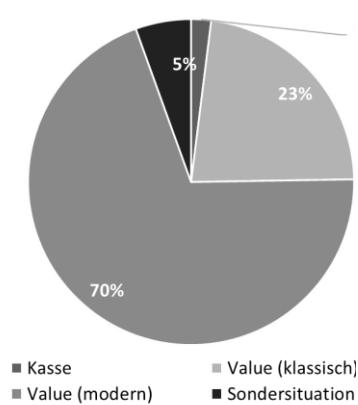
Marktkapitalisierung:



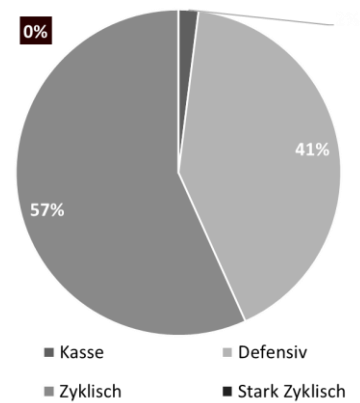
Branchen:

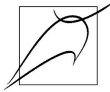


Investmentstil:



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						115%		98%	21%	12,5	2,2	71%	18%		46%		
AGFA	AGFB	3,61	Mio.	EUR	5,42	50%	5,37	49%	23%	14,1	0,9	0%	16%	553,5	28%	3,0	1,0
Alibaba	BABA	95,41	Mio.	USD	206,82	117%	211,21	121%	30%	2,5	0,2	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	49,30	Mio.	EUR	76,45	55%	79,22	61%	10%	18,7	2,4	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
Biontech	BNTX	144,64	Mio.	USD	167,49	16%	151,49	5%	27%	3,7	1,7	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	78,80	Mio.	EUR	111,07	41%	109,05	38%	9%	14,4	2,0	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
WBD	WBD	13,24	Mio.	USD	39,72	200%	40,78	208%	43%	4,7	0,5	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	23,96	Mio.	EUR	74,27	210%	74,76	212%	18%	8,2	4,0	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	23,86	Mio.	EUR	65,70	175%	66,00	177%	16%	9,2	2,5	304%	26%	57,3	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	24,60	Mio.	EUR	35,56	45%	32,19	31%	27%	19,2	3,4	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	1,34	Mio.	Gbp	11,55	764%	8,25	517%	18%	4,8	0,7	-11%	-1%	-8,2	47%	3,0	1,0
Netflix	NFLX	223,56	Mio.	USD	230,55	3%	227,01	2%	19%	20,7	4,4	196%	24%	22305,5	36%	2,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	93,44	Mio.	USD	92,69	-1%	92,54	-1%	14%	28,1	3,6	67%	16%	41735,0	29%	1,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	57110,00	Mio.	JPY	66108,58	16%	64982,31	14%	17%	16,8	3,2	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2647,00	Mio.	JPY	5871,94	122%	4294,95	62%	14%	12,9	0,8	21%	13%	-47144,5	76%	3,0	3,0

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

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



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

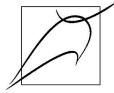
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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

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

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

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



Abonnierenden Fragen

N/A

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

Glossar

Disclaimer

Die Informationen in diesem Dokument sind das Ergebnis einer Eigenrecherche und stammen aus Quellen, die der Autor für zuverlässig hält. Darüber hinaus hat der Autor darauf geachtet, dass die dargelegten Fakten und Meinungen angemessen und zutreffend sind. Dennoch kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit keine Haftung übernommen werden. Insbesondere stellt dieses Dokument keine Handlungsempfehlung dar und ist auch nicht als solche auszulegen. Die Ausführungen sind keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und stellen auch keine Aufforderung dar, einen Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu unterlassen. Wertpapiergeschäfte sind mit grundsätzlichen Risiken behaftet. Dies ist im Extremfall der Verlust des gesamten investierten Betrags. Der Kauf der beschriebenen Wertpapiere kann für die individuelle Anlagestrategie des 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 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.