



Till Schwalm's Value Investing Brief

Juli 2023

Sehr geehrte Anlegende,

der Juni war ein weiterer ruhiger Monat an den Märkten. Damit haben wir eines der besten ersten Börsen-Halbjahre der letzten 30 Jahre gesehen. Kann man deshalb sagen, der Bärenmarkt aus 2022 ist zu Ende? Ich denke nicht. Jeder Bärenmarkt unterscheidet sich von den anderen, auch wenn es immer Ähnlichkeiten gibt. Es ist so, dass es in der Vergangenheit nie einen vergleichbaren Anstieg, wie wir ihn jetzt gesehen haben, mit einer Volatilität, die so niedrig ist, gab, ohne dass der Bärenmarkt beendet war. Gleichzeitig heißt das aber nicht, dass es dieses Mal so ist.

Die Rezession ist jetzt in der Wirtschaft angekommen. Das Ende der expansiven Geldpolitik und die steigenden Zinsen machen sich zunehmend bemerkbar. Die meisten Unternehmen, mit denen ich spreche, haben niedrigere Auftragseingänge und rückläufige Auftragsbücher. Die Preisanhebungen,

die wir im letzten Jahr noch aufgrund der Lieferkettenproblematik gesehen haben, können dieses Jahr nicht mehr durchgesetzt werden.

Für das zweite Halbjahr erwarte ich deshalb von der realen Wirtschaft ein schwächeres Momentum, was aber nicht von der Börse widerspiegelt werden muss. Insgesamt sehe ich nämlich eine Normalisierung in der Wirtschaft. Nachdem man es nach 2018 nicht geschafft hat, die 0%-Zins-Geldpolitik zu beenden, hat man jetzt wieder Spielraum bei den Zinsen – insbesondere in den USA. Für den Euroraum gehe ich momentan von mindesten zwei weiteren Zinsanhebungen auf deutlich über 4% aus. Die Lieferketten scheinen sich nach Corona und der Energiekrise wieder normalisiert zu haben: Frachtraten sind normal, Lieferzeiten sind normal, Working-Capital-Optimierung steht vermehrt im Mittelpunkt der



Beschaffung und nicht Verfügbarkeit von Produkten.

Gleichzeitig haben wir trotz vorsichtiger Annäherungen im Juni von China und den USA, weiterhin einen der größten schwelenden Ost-West-Konflikte seit dem Kalten Krieg und sind dort noch nahe dem Tiefpunkt. Ausländische Investierende sind von der Situation vergrault worden und die negative Performance von chinesischen Aktien (auch unserer Alibaba-Aktie) hat das Interesse an China bei Investierenden nahe Null gebracht. So habe ich im Juni auch die überraschende Schließung eines Chinafonds, den ich verfolge, zur Kenntnis genommen. Diese Nachricht, wenn auch für den Fonds und seine Anleger*innen negativ, stimmt mich optimistisch, dass wir nahe dem dunkelsten Moment für chinesische Aktien sind und bald anfangen könnten, Dämmerung zu sehen. Dies immer unter der Prämisse, dass China nicht in Taiwan einmarschiert. Unter Anbetracht des desaströsen Verlaufs für Russland in der Ukraine und einer Kehrtwende der Militärpolitik im Westen zu mehr Aufrüstung, halte ich diese Annahme aber für immer wahrscheinlicher.

Neben dem Start der Offensive der Ukraine war der Aufstand der Wagner-Gruppe wohl

die überraschendste Nachricht im Juni von der Front. Dieser Aufstand kann ein Zeichen dafür sein, dass wir dem Ende des Regimes Putin näherstehen als Anfang des Jahres gedacht. Gleichzeitig hat der Krieg mit dem Aufstand des Wagner Chefs und ehemaligen Vertrauten Putins, Jewgeni Prigoschin, wieder an Unberechenbarkeit hinzugewonnen. Nach der Demütigung wird Putin wahrscheinlich noch misstrauischer und paranoider werden. Damit wird es in Russland noch mehr Repressalien geben und damit Aktionen innerhalb Russlands zunehmend verzweifelter werden lassen und die Instabilität zunehmen. Gleichzeitig braucht es den inneren Konflikt in Russland, um diesen unsäglichen Krieg in der Ukraine zu beenden. Putin kann den Krieg nicht beenden, aber der Krieg muss beendet werden.

Trotz aller Unberechenbarkeit genießen Sie den Sommer!

Ihr

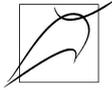
Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	4
Marktanalyse	5
Muster-Portfolio	7
Allokation Muster-Portfolio	8

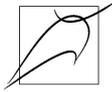


Unternehmensentwicklungen

Es gab keine herausragenden Unternehmensnachrichten im Juni.

PayPal hat sein europäische Kreditportfolio an KKR verkauft. Was interessant ist, weil es kurzfristig die Liquidität erhöht und die Risiken senkt. Gleichzeitig reduziert es auch die operative Profitabilität, wenn die Liquidität nicht zu sinnvoll eingesetzt werden kann. Erste Ankündigung ist ein Aktienrückkaufprogramm, welches ich beim aktuellen Aktienkurs angebracht finde. Trotzdem stehe ich dem Verkauf nicht durchgängig positiv gegenüber.

CeWe hat ebenfalls ein Aktienrückkaufprogramm angekündigt, was ich beim aktuellen Aktienkurs auch als angemessen ansehe. Der Aktienkurs hat bisher sehr positiv auf die Nachricht reagiert. Ich sehe bei CeWe und seinem aktuellen Aktienrückkaufprogramm, wie auch schon in der Vergangenheit, ein sehr opportunistisches Verhalten, was ich dem Management und der Firma hoch anrechne.



Marktanalyse

Die Märkte haben sich im Juni nach oben bewegt. Insgesamt gab es aber wenig echte Impulse und der Markt dümpelt weiter vor sich hin.

Die FED hat, wie erwartet, das erste Mal nach zehn Zinserhöhungen den Leitzins unverändert gelassen. Die EZB hat, wie erwartet, ein weiteres Mal erhöht. Und auch wenn die FED weitere Erhöhungen für das Jahr nicht ausschließt, deuten die US-Inflation von 4% und ihr Momentum darauf hin, dass

die FED erst einmal nicht weiter erhöht. Der Leitzins liegt bereits mit 5% über der Inflationsrate.

In Europa sieht die Situation anders aus. Hier ist der Leitzins mit 4% unter der allgemeinen Inflationsrate von 5,5% (Deutschland: 6,4% aufgrund von einem Basiseffekt höher). Weitere Zinserhöhungen erscheinen hier wahrscheinlich, wenn sich die Wirtschaft nicht massiv abkühlt.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im Juni positiv entwickelt. Insgesamt sind die Börsen gemessen an meinen Indikatoren im Aggregat teuer.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	16 147,9	18 994,0	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,81%	4,38%	↘
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	31,1	17,4	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	66%	55%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	179,5	259,8	↗

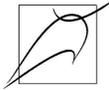
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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

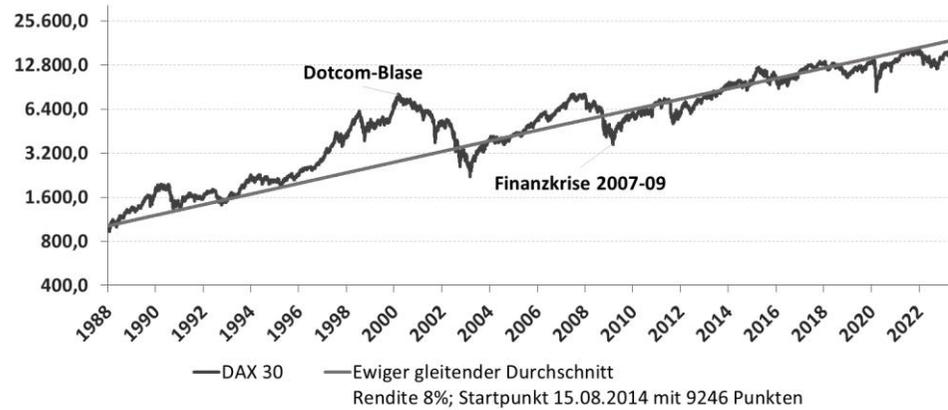
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunktur-bereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

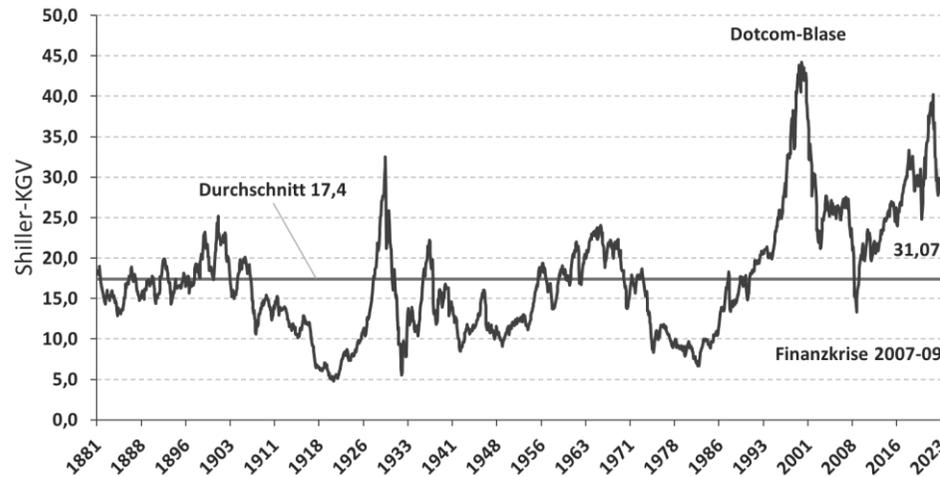
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



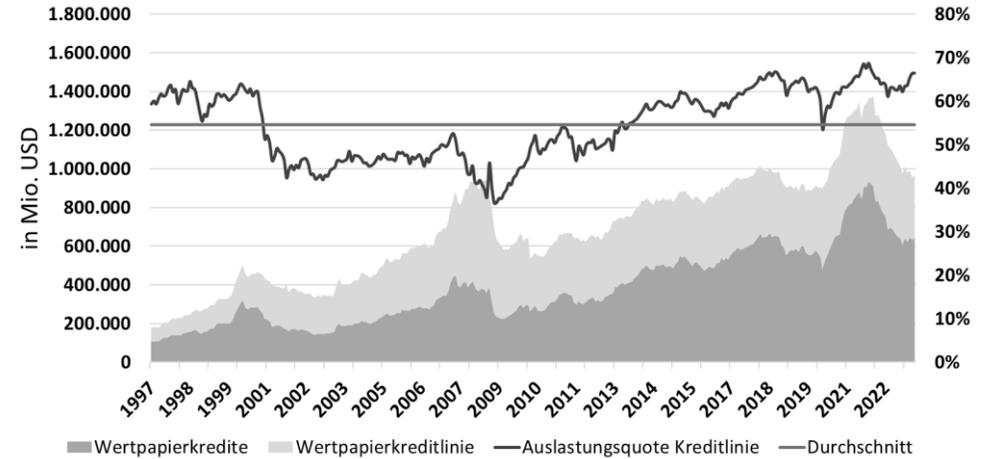
Ewige Durchschnittsrendite:



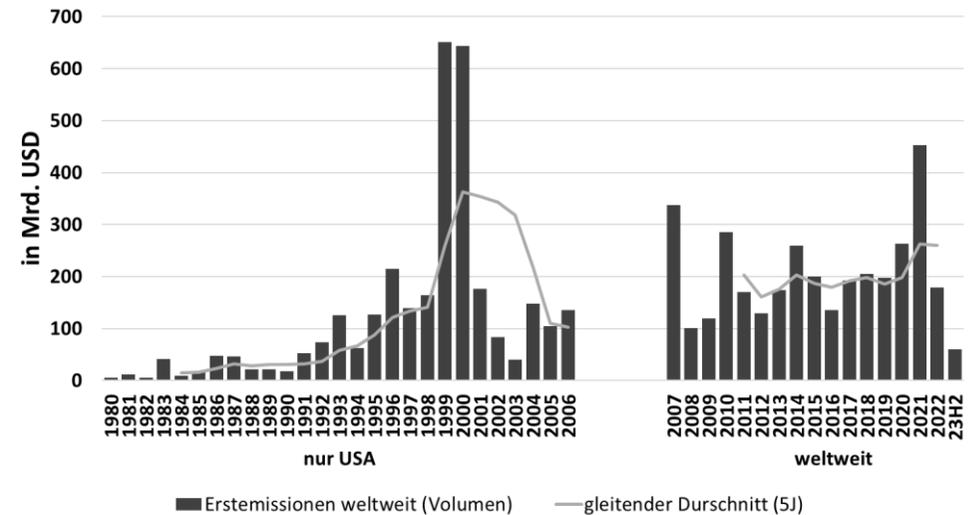
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:

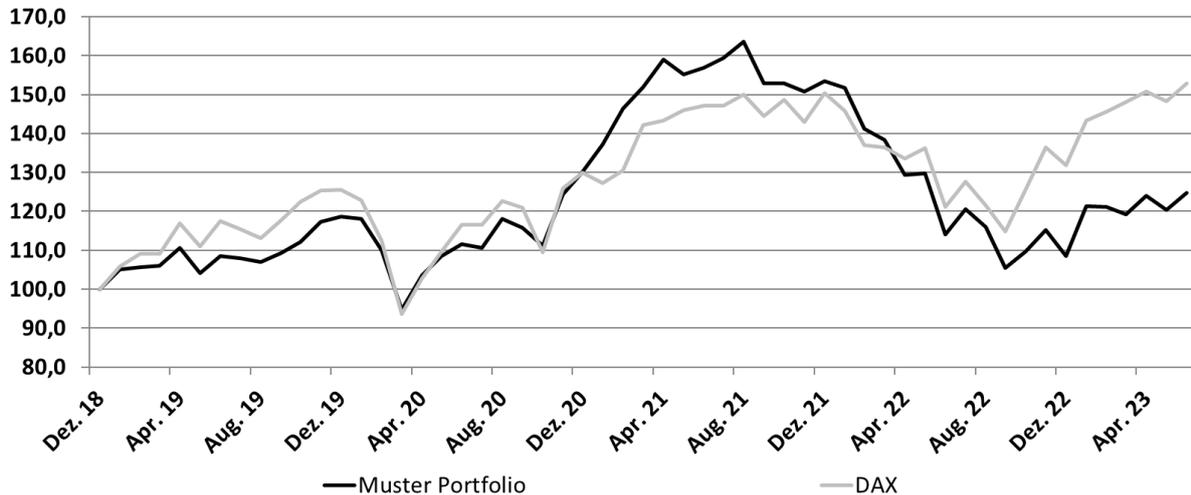


Erstmissionen:





Muster-Portfolio

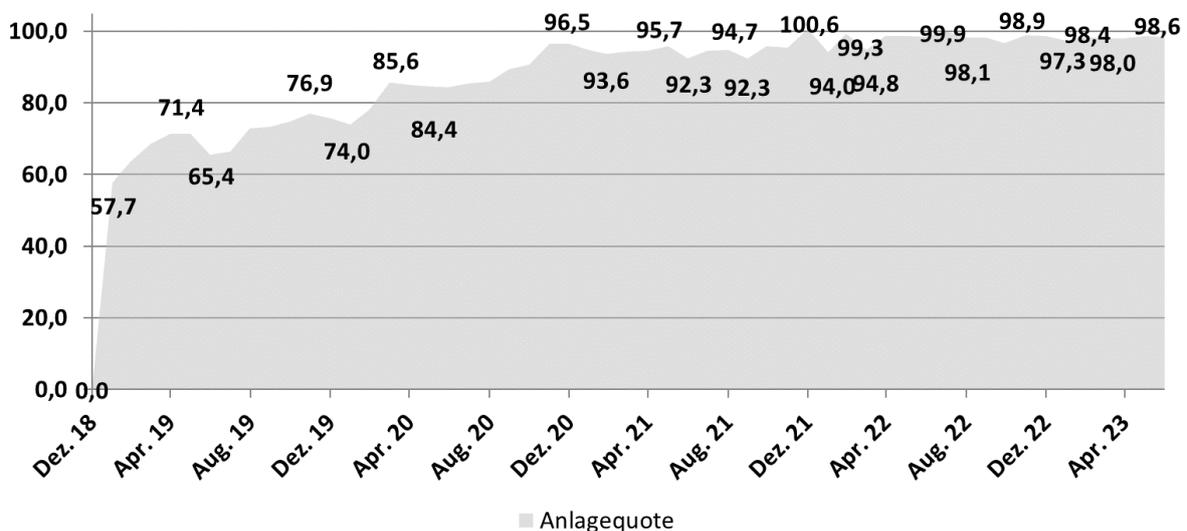


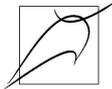
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Juni mit +3,7% positiv entwickelt und die Verluste aus dem letzten Monat mehr als ausgeglichen, der DAX hat im gleichen Zeitraum +3,1% gewonnen. Insgesamt war das zweite Quartal damit leicht positiv.

Besonders positiv haben sich dabei Takeuchi, HelloFresh und Nintendo entwickelt. Bei den beiden Japanern gab es neben den

Kursgewinnen sogar noch ordentliche Dividendenzahlungen. Auf der negativen Seite waren im letzten Monat nur Grenke und Naked Wines.

Das Portfolio ist unverändert geblieben, so dass sich durch die Dividenden die Kasse zwar nominal leicht vergrößert hat, durch die Performance dieser Zuwachs aber ausgeglichen wurde.



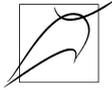


Allokation Muster-Portfolio

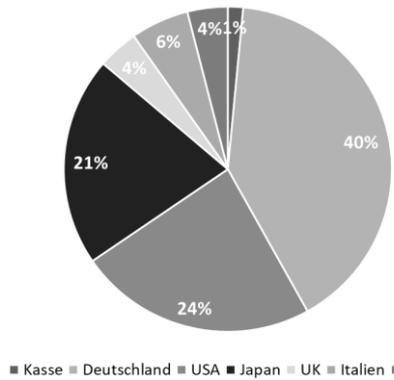
Im Juni ist das Portfolio unverändert geblieben. Es gab keine Käufe oder Verkäufe.

Übersicht:

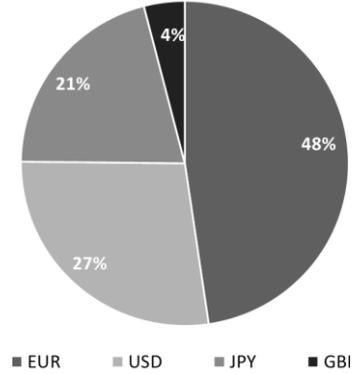
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	1,4%	
1	Takeuchi Mfg Co Ltd	11,5%	+5,41%
2	Meta Platforms	9,9%	+5,83%
3	Grenke	9,3%	-2,21%
4	Nintendo	9,2%	-0,51%
5	Warner Bros. Discovery	8,1%	-8,02%
6	HelloFresh	7,4%	-7,39%
7	BioNtech	7,2%	-3,90%
8	CeWe Color	5,7%	+0,91%
9	MutuiOnline	5,7%	+2,28%
10	All For One	5,6%	-0,11%
11	PayPal	5,5%	-2,01%
12	Hypoport AG	5,1%	+2,59%
13	Naked Wine Plc	4,0%	-9,22%
14	Alibaba	4,0%	-1,48%



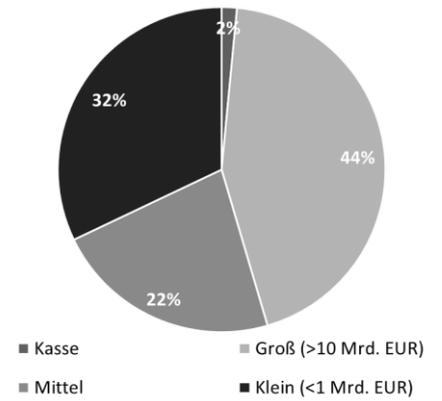
Länder:



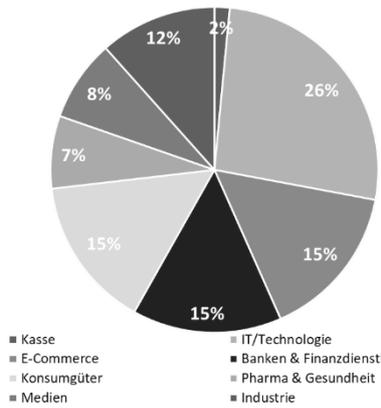
Währungen:



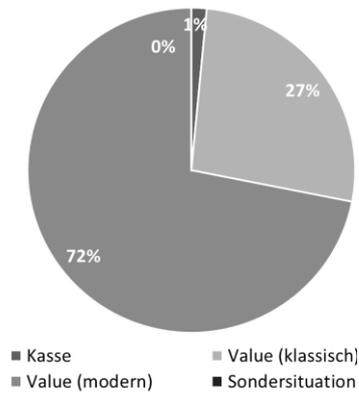
Marktkapitalisierung:



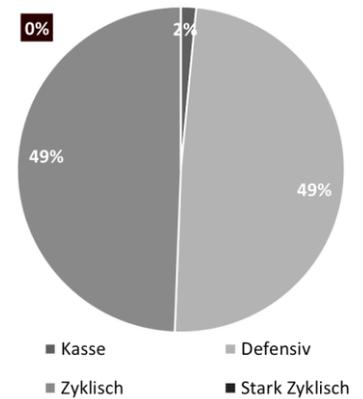
Branchen:

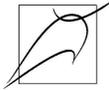


Investmentstil:



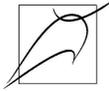
Konjunkturanfälligkeit:





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						76%		74%	23%	18,1	2,7	65%	16%		51%		
Alibaba	BABA	83,35	Mio.	USD	121,50	46%	126,26	51%	35%	2,5	0,2	73%	17%	12559,2	64%	3,0	2,0
All For One Group	A1OS	41,80	Mio.	EUR	76,45	83%	79,22	90%	10%	15,9	2,1	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
Biontech	BNTX	107,93	Mio.	USD	167,49	55%	151,49	40%	27%	2,8	1,3	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	91,20	Mio.	EUR	111,07	22%	109,05	20%	9%	16,6	2,3	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros. Disc.	WBD	12,54	Mio.	USD	28,32	126%	37,54	199%	17%	12,5	0,3	225%	5%	79295,0	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLIn	26,70	Mio.	EUR	74,27	178%	74,76	180%	18%	9,1	4,4	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	22,60	Mio.	EUR	51,24	127%	50,80	125%	22%	18,5	3,4	163%	3%	348,3	41%	3,0	0,0
Hypoport	HYQGn	165,20	Mio.	USD	191,23	16%	188,55	14%	11%	66,8	3,9	39%	15%	252,5	43%	3,0	1,0
Facebook	META	286,98	Mio.	USD	245,88	-14%	172,74	-40%	68%	20,6	5,3	46%	24%	-13909,5	75%	1,0	3,0
Mutui Online	MOL	30,85	Mio.	EUR	35,56	15%	32,19	4%	27%	24,0	4,3	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	0,94	Mio.	Gbp	5,77	511%	5,72	506%	30%	3,8	0,4	-8%	-1%	22,0	44%	3,0	0,0
PayPal Holding	PYPL	66,73	Mio.	USD	92,69	39%	92,54	39%	14%	20,1	2,6	67%	16%	41735,0	29%	3,0	1,0
Nintendo	7974	6542,00	Mio.	JPY	6864,39	5%	6733,50	3%	17%	20,0	3,7	146%	15%	-1283730,5	77%	2,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	4430,00	Mio.	JPY	5871,94	33%	4294,95	-3%	14%	21,6	1,3	21%	13%	-47,1	76%	2,0	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.

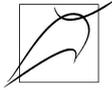
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.



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.