

Till Schwalm's Value Investing Brief

Januar 2023

Sehr geehrte Anlegende,

2022 war für mich, wie Anfang des Jahres erwartet, ein schwieriges Jahr. Es war geprägt von fallenden Kursen. Es war mit fast -30% in der Performance ein sehr schlechtes Jahr für mich. Auch im Vergleich zu den großen Indizes. Und dabei nicht überraschend. Kursrückgänge in dieser Größenordnung gehören zum Investieren am Aktienmarkt dazu. Ich erwarte sie immer. Ich weiß nur nicht, wann sie kommen, aber dass sie kommen, ist nicht überraschend.

Meine Monatsberichte und insbesondere der Jahreswechsel sind die Zeit zurückzublicken und zu hinterfragen, was ich hätte besser machen können und warum die Entwicklung ist, wie sie ist.

Die Börsen 2022

Ein lehrreicher Blick gibt dabei die Index-/Sektorenentwicklung. Denn dieses Jahr war alles andere als einheitlich in deren Kursentwicklung. So haben sich kleinere Unternehmen im Vergleich zu größeren deutlich schlechter entwickelt. Dies ist typisch in einem Marktrückgang. Gleichzeitig haben sich technologienahe Unternehmen

deutlich schlechter als Energieunternehmen, Versorger, aber auch alte Industrien entwickelt. Dies ist zum Teil typisch für einen Marktrückgang, allerdings selten in dem Ausmaß, dass ein Sektor -40% verliert und ein anderer +50% gewinnt. Insgesamt hat uns der hohe Anteil Technologieunternehmen deutlich mehr geschadet als der hohe Anteil an kleinen Unternehmen in unserem Portfolio. Langfristig halte ich diese Aufstellung aber weiterhin für richtig.

Index ¹	↗↘	Anteil an TISCOL (31.12.21)	Anteil an TISCOL (31.12.22)
NASDAQ 100 (US Tech)	-33,0%	10%	16%
TISCOL	-29,4%		
FTSE MIB STAR (Italien)	-28,7%	5%	6%
MDAX	-28,5%	9%	8%
SDAX	-27,3%	35%	24%
S&P500 (USA)	-19,4%	10%	7%
FTSE UK Small (UK)	-16,3%	9% ³	6% ³
Shanghai (China)	-15,1%	4%	5%
CAC Mid (Frankreich)	-12,7%	6%	0%
DAX	-12,4%	0%	9%
BEL Mid (Belgien)	-12,1%	10%	0%



Sektoren ²	↗↘	Anteil an TISCOL (31.12.21)	Anteil an TISCOL (31.12.22)
Medien und Unterhaltung	-39,6%	17%	21%
langlebige Konsumgüter	-38,0%	12%	7%
IT	-29,6%	40%	45%
TISCOL	-29,4%		
Immobilien	-28,2%	0%	0%
Chemie und Grundstoffe	-14,2%	0%	0%
Banken und Versicherungen	-12,0%	11%	8%
Industrie	-6,9%	19%	10%
Gesundheit	-3,8%	0%	9%
kurzlebige Konsumgüter	-3,4%	0%	0%
Versorger	-1,4%	0%	0%
Energie	53,3%	0%	0%

¹ in lokaler Währung; ² basierend auf den USA; ³ Proxy für Naked Wines

Nicht in Energie und Versorger investiert gewesen zu sein, halte ich auch heute für keinen Fehler. Zum einen, weil der Sektor hoch reguliert ist, d.h. man neben wirtschaftlichen Aspekten auch die politische Veränderung absehen können muss, was ihn vergleichbar unattraktiv macht – Stichwort: Zufallsgewinne. Zum anderen, weil der Sektor viele Unternehmen beinhaltet, die zu den größten Umweltverschmutzern der Welt gehören, deren Lebensdauer begrenzt ist und ich nicht mit dem mir anvertrauten Geld signalisieren möchte, dass deren Geschäftsmodell in Ordnung ist. Dem Gegenüber gibt es auch viele erneuerbare Energie, die ich mir im letzten Jahr angesehen habe und die auf der damaligen Bewertung zu teuer erschienen. Dass sich die Strompreise im folgenden Jahr vervielfachen, war kein realistisches Szenario und macht die damalige Einschätzung nicht falsch.

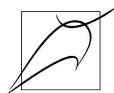
Fehler

Falsch lag ich allerdings darin E-Commerce-Unternehmen Ende 2021 und im

ersten Halbjahr 2022 hochzugewichten und nachzukaufen. In Summe habe ich die Positionen in Naked Wines und HelloFresh mit je 15% voll ausgereizt und insgesamt 30% des Portfolios in diese beiden Titel investiert. Mit Verlusten von -62% und -55% auf das eingesetzte Kapital gehören sie zu den größten Verlierern und machen rechnerisch 2/3 der negativen Performance des gesamten Portfolios aus. Während mir bei Naked Wines auch ein Bewertungsfehler unterlaufen ist, lag die teurere Fehleinschätzung in der Unterschätzung der Sippenhaft und der Beeinflussung durch mein Umfeld.

In einem null-Zins-Umfeld ist es mathematisch egal, wann man profitabel ist und wieviel man bis dahin investieren muss. Dies war mit einer der Gründe, warum viele Investierende und ich meinen Fokus in den letzten Jahren stärker auf Wachstum gelegt haben als auf die aktuelle Profitabilität – wobei meine Polverschiebung hier sehr moderat war. Mit Zinsen gibt es aber wieder eine Investmentalternative. Dies gilt für Aktien gegenüber Anleihen, aber auch innerhalb des Aktienuniversums: Gewinne in der Zukunft haben mehr an Wert verloren als Gewinne heute. Wachstumsunternehmen haben mehr Wert verloren als etablierte Geschäftsmodell.

Dazu kommt, dass Unternehmensmodelle, die darauf angewiesen sind, regelmäßig Liquidität zu bekommen, bis sie profitabel sind, deutlich riskanter geworden sind. Es ist schwieriger geworden, an frisches Geld zu kommen und die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns ist damit gestiegen. Diese Kombination hat dazu geführt, dass unprofitable Unternehmen im Jahr 2022 deutlich an Wert verloren haben. Der Markt hat dabei keine Unterscheidung gemacht, ob sie momentan nur unprofitabel sind, aber voll finanziert, oder unprofitabel sind und sich



weiter finanzieren müssen. Für Wachstumsunternehmen gilt ab 2022, dass sie nicht mehr nur Wachstum, sondern auch Gewinne zeigen müssen. HelloFresh und Naked Wines habe beide auf den Zeitgeist reagiert und entsprechende Anpassungen getroffen. In Kombination, dass beide Unternehmen nicht zu denen gehören, die auf den Kapitalmarkt angewiesen sind, bin ich zuversichtlich für 2023. Nichtsdestotrotz habe ich die Größenordnung der Neubewertung eines gesamten Sektors unterschätzt. Ich hätte hier mehrfach anderes reagieren können und habe auch darüber nachgedacht. Mich dann aber meistens für den Nachkauf anstatt das Nichtstuns entschieden – dies war falsch. Hier spielte auch mein Umfeld eine Rolle, die in Summe Wachstumsunternehmen ebenfalls ein höheres Gewicht geben haben.

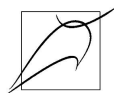
Zu einem gewissen Grad, wenn auch mit anderen Vorzeichen gilt das Problem der Profitabilität und der Frage der Finanzierung auch für meinen dritten Verlierertitel, welcher mathematisch das letzte Drittel der negativen Performance in diesem Jahr erklärt: Warner Brothers Discovery (WBD). Hier sehe ich keinen Fehler in meine Investmentthese. WBD ist kein Wachstumstitel und auch nicht in Sippenhaft genommen worden. Es ist 2022 durch die Verbindung von der AT&T-Tochter „Warner Bros.“ und unserem Unternehmen „Discovery“ entstanden. Für diesen Zusammenschluss hat das Unternehmen Anfang des Jahres sehr viele Schulden zu guten Konditionen aufgenommen. Gleichzeitig schreibt man das erste Jahr durch den Zusammenschluss Verluste, die höher ausfallen als ursprünglich erwartet. Nichts davon sollte einen Investierenden, der sich mit dem Unternehmen auseinandergesetzt hat, überraschen. Unternehmenszusammenschlüsse in der Größenordnung laufen selten besser als im ersten

Entwurf erwartet. In Kombination mit steigenden Zinsen sieht das Unternehmen auf dem Papier momentan aber deutlich schlechter aus, als die Situation eigentlich ist. Ich erwarte nicht, dass WBD sich mittelfristig am Kapitalmarkt neu finanzieren muss. Die Verluste momentan sind nicht zahlungswirksam – man braucht deswegen also kein neues Kapital. Zugleich erwarte ich nach Abschluss des Zusammenschlusses Mitte 2023 auch wieder Gewinne. Diese sollte die Unsicherheit von der Aktie nehmen und zu einer Neubewertung führen. Ohne die momentane Krise wäre der Kursverlust von WBD weniger schlimm ausgefallen. Meine 2021 neu erarbeitete Investmentthese und Bewertung hat sich nicht verändert, sodass ich an dem Unternehmen auch für das neue Jahr festhalte.

Neu bewertet habe ich allerdings Naked Wines. Neben der Sippenhaft und der Abstrafung von Wachstumsunternehmen, ist mir hier ein Fehler in der Einschätzung des Unternehmens unterlaufen. Das Unternehmen und das Management konnte nicht meine Erwartungen hinsichtlich der Flexibilität im Vertrieb und Marketing bestätigen, was ein zentraler Punkt meiner Investmentthese war. Meine Bewertung des Unternehmens hat sich im Laufe des Jahres halbiert, da der Aktienkurs allerdings zeitweise um fast 90% gefallen und man das Geschäft auf Basis der kurzfristigen Anlagegüter abzüglich aller Schulden faktisch umsonst bekommen hat, halten wir weiter an der Aktie fest. Meine erste Position zu über 400 GBp war aber ein Fehler.

Erfolge

Wo Schatten ist, gibt es auch Licht. Meine These in AGFA ist aufgegangen und im Vergleich zum Markt gut gelaufen. Auch wenn es nicht zu den Gewinnen gekommen ist, die ich bei einem Verkauf des Offset



Geschäft ursprünglich erwartet habe, hat sich die Position als stabiler Anker erwiesen. Unser Kauf von Netflix nach den Q2 Zahlen erfolgte ausgesprochen glücklich zu Jahrestiefstkursen. Die Position gehörte zu den klaren Gewinnern dieses Jahr. Takeuchi, Grenke und All for One haben im Laufe des Jahres ihre Prognosen erhöht und bis auf Naked Wines musst ich keine Investmentthese revidieren.

Erwartungen für 2023

2023 wird einfacher. Die Bewertungen vieler Unternehmen sind zurückgekommen und die Erwartungen an 2023 sind relativ niedrig. Dies sind gute Voraussetzungen für ein gutes Börsenjahr. Hier ist noch einmal wichtig zu verstehen, dass an der Börse die Zukunft gehandelt wird, nicht die Gegenwart.

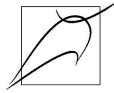
Auf eine Rezession, die für 2023 von den meisten Investierenden angenommen wird, folgt normalerweise ein Aufschwung. Dies heißt nicht, dass es nicht noch einmal zu einer Verschärfung der Krise kommen kann. 2007 begann die große Finanzkrise auch „nur“ mit einer lokalen Immobilienkrise in den USA und erreichte ihren Höhepunkt erst 2009 mit dem Zusammenbruch von Lehman. Aber momentan sieht es eher wie eine normale Rezession aus, die nicht in die Geschichtsbücher als eine der „großen“ eingeht.

Neben unbekannten Faktoren sehe ich als möglichen verstärkenden Faktor allerdings die Krise im Immobilienmarkt. Die Zinsen der großen Wirtschaftsregionen werden auch 2023 über 3% bleiben und dafür sind in vielen Regionen der Welt die Immobilienpreise eigentlich noch zu hoch. Eine globale Immobilienkrise liegt im denkbaren Bereich. Dagegen spricht, dass die Energiepreise und Inflation rückläufig sind und dies

die Zinsentwicklung zumindest verlangsamen sollte. Historisch sind 3% Zinsen nicht hoch. Null-Zins war die Abnormalität. 3% Zinsen sind es nicht. In Kombination mit steigenden Löhnen und bereits -10% bis -15% Preisrückgang bei Immobilien, sehe ich die Wahrscheinlichkeit eher bei einem neuem Gleichgewicht 2023 als einem Zusammenbruch. Im Immobilienmarkt sieht es mehr nach einer gesunden Abkühlung aus. Der Immobilienmarkt war in den letzten Jahren durch die ultraniedrigen Zinsen eher etwas heiß gelaufen.

Entscheidend für die Zinsentwicklung ist die Inflation. Sie ist nicht genau vorherzusagen, wird aber wahrscheinlich höher sein als in der letzten Dekade. Interessant an der Inflation und entsprechend die Schwierigkeit für Vorhersagen in der Wirtschaft, sind die Rückkopplungen und die vielen Möglichkeiten auf Situation zu reagieren. So finde ich an 2022 positiv, wie Unternehmen in Europa auf die hohen Energiekosten reagieren konnten: energieintensive Vorprodukte kann man importieren (ohne dass es die gesamte Wirtschaft gefährdet), Energieträger kann man wechseln (von Gas zu Öl) und auf einmal macht es Sinn, energieeffizient zu sein (Einsparungspotenzial existiert). Dies ist in Summe sehr positiv und wirkte dämpfend auf die Inflation und damit auch auf die Zinsentwicklung – macht aber die Prognose auch für Zentralbanken entsprechend schwierig. Die Erwartungen des Marktes sind aber weiter steigenden Zinsen und keine Rückkehr zur Null-Zins-Politik.

Weitere mögliche Entwicklungen durch die höheren Zinsen sind: Schwierigkeiten für Staaten Geld aufzunehmen. Dies wird man kurzfristig nicht merken, sollte man aber bei allen staatlichen Interventionen in den letzten Jahren im Hinterkopf behalten. Zudem steht die Investmentwelt vor einem



Paradigmenwechsel, der nicht überraschend ist. Seit 1980 sind die Zinsen bis 2020 gesunken – von deutlich über 10% auf 0%. Dass dieser Rückenwind die nächsten 30 Jahre nicht möglich ist, sollte jedem klar sein. Die anzunehmenden Renditen sollten unter sonst ähnlichen Bedingungen im Mittel also niedriger ausfallen als in der Vergangenheit.

Perspektiven

Ich gehe nicht davon aus, dass die Bedingungen gleichbleiben. Wir haben die Klimakrise zu bewältigen, die neben einem großen Risiko auch die Chance auf eine bessere Zukunft bietet. Wir haben das Demografie-Probleme in der westlichen Welt. Die Globalisierung ist stark gebremst. Die Friedensdividende, wie es so schön heißt, ist aufgebraucht.

Insbesondere das Demografie-Probleme könnte für ein Comeback in den Emerging Markets sprechen. Zusätzlich könnten wir auch Durchbrüche bei der künstlichen Intelligenz sehen. Autonomes Fahren halte ich in den nächsten zehn Jahren für wahrscheinlich. Deutlich weiter ist man bei OpenAI, die im Dezember einen Chatbot „ChatGPT“ vorgestellt haben. Mehr dazu in meinem [Kommentar zu ChatGPT](#).

Ein frohes neues Jahr,

Ihr

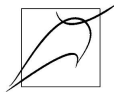
Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	7
Kommentar zu ChatGPT	8
Marktanalyse	10
Muster-Portfolio	12
Allokation Muster-Portfolio	13



Unternehmensentwicklungen

Cewe

Führungsstreit scheint beendet. Dr. Friege und Dr. Hollander sind beide final zum 31.12.22 gegangen „worden“ und die designierte Nachfolgerin von Dr. Friege Yvonne Rostock (50) beginnt im März als neue CEO.

Netflix

Netflix ist im Werbegeschäft weniger erfolgreich als angenommen und zahlt einem Teil seiner Werbekunden/-kundinnen sein Geld für Dezember zurück.

WBD

WBD hat seine Restrukturierungskosten (allerdings nur Abschreibungen auf Inhalte) ein zweites Mal um 1 Mrd. USD erhöht: auf jetzt insgesamt 5,3 Mrd. USD von ursprünglich erwarteten 3,3 Mrd. USD. Positiv ist, dass man HBO Max seit dem 6. Dezember in den USA wieder über Amazon Prime abonnieren kann. Dies war bis November 2021 schon der Fall, damals wurde man sich allerdings nicht über einen Anschlussvertrag einig und HBO Max verlor rund 5 Mio. Abonnierende. Jetzt scheint dies geklappt zu haben. Auch wenn der Gross Profit (Abopreis ist derselbe wie im D2C-Geschäft) über Amazon Prime etwas niedriger sein dürfte, denke ich, dass der Verkauf über Amazon günstiger ist, als selbst Kunden/Kundinnen anzuwerben. Es passt zudem in die Strategie, Inhalte über alle Kanäle zu verkaufen. Insgesamt bin ich gespannt auf 2023. Die Erwartungen an WBD sind niedrig und das Line-Up an

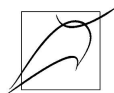
Blockbustern ist im Vergleich zu 2022 besser: Shazam: Fury of the Gods (17.03.), The Flash (16.06.) und Aquaman 2 (25.12.). Daneben kommen Filme wie Magic Mike's Last Dance, Barbie, Creed III, The Nun II und Wonka (Weihnachtsfilm), die kommerziell hohe Erfolgsaussichten haben.

Grenke

Grenke übernimmt wie angekündigt vier Franchise-Gesellschaften. Zudem berichtet man gute organische Q4-Wachstumszahlen. Das für den Umsatz und Gewinn wichtige Neugeschäft ist auch in Q4 um +24% gestiegen und dass obwohl Q4 2021 schon mit +22% nicht schlecht war. Hinsichtlich der Profitabilität ist die Marge leicht gesunken, aber absolut im grünen Bereich. Der Margenrückgang liegt vor allem am neuen Zinsumfeld. Insgesamt sehr erfreuliche Zahlen von Grenke.

HelloFresh

HelloFresh hat sich weniger als ein Jahr nach dem Start aus seinem ersten asiatischen Markt (Japan) zurückgezogen. „Die ersten Monate in Japan haben gezeigt, dass derzeit kein Marktumfeld gegeben ist, dass eine zusätzliche Wachstumsfinanzierung gerechtfertigt hätte.“, sagt das Unternehmen. Japan hätte noch mehrere Jahre gebraucht, um profitabel zu werden und galt als Testmarkt. HelloFresh reagiert hiermit auf den neuen Zeitgeist, bei dem Investierende mehr auf Gewinne als Wachstum schauen.



Kommentar zu ChatGPT

Ende November hat die Firma OpenAI einen Chatbot vorgestellt: „[ChatGPT](#)“. Für mich ist ChatGPT als ob mir jemand gerade das erste Mal ein funktionierende Dampfmaschine gezeigt hat oder der Tag als [Steve Jobs das iPhone](#) vorgestellt hat. Es ist einfach krass. Mir ist nicht klar, wie diese Software die Welt verändern wird, aber es ist klar, dass wir vor einer neuen Welt stehen. Die Software ist ein Sprachmodell mit welcher man ein ganz normaler Dialog führen kann, welches auf Fragen antwortet und welches auch codieren (programmieren) kann. Ich teste das Programm gerade ausführlich und habe zum Beispiel einen Blogartikel „[Was ist ein Aktionär](#)“ schreiben lassen.

Was sind die Einschränkungen von ChatGPT?

Das Modell macht Fehler, d.h. es befreit den Menschen nicht vom Denken. Meinem Eindruck sind 95% der Antworten korrekt.

Das Modell ist trainiert unangemessene Fragen nicht zu beantworten, d.h. die Firma OpenAI bestimmt, was angemessen und was unangemessen ist. Meinem Eindruck nach, bekommt man hier die Sichtweise eines westlichen, weißen, heterosexuellen Mannes auf die Welt. Ich will nicht sagen, dass man dem Modell keine Einschränkungen geben sollte und dass jede Frage beantwortet werden muss. Ich glaube Social Media hat bewiesen, dass ein Werkzeug, welches Informationen bereitstellt, ganz ohne Kontrolle nicht funktioniert. Aber man muss sich der Voreingenommenheit des Modells bewusst sein, wenn man es nutzt.

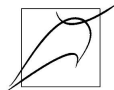
Das Modell hat keinen Zugriff auf das Internet und auch nicht auf Events nach 2021.

Dies ist eine bewusste Einschränkung von OpenAI. Es sollte von der Logik her keinen Unterschied machen, ob man nur mit alten oder auch neuen Daten das Modell füttert. Allerdings ist auch das Missbrauchspotenzial von aktuellen Daten größer. Was ist, wenn das Modell eine sehr genaue Antwort darauf gibt, wo sich zum Beispiel ukrainische oder russischen Truppen aufhalten? Aus meiner Sicht ist es gut, um erst einmal Erfahrungen zu sammeln, wozu das Modell in der Lage ist oder auch nicht, dass man nicht auf aktuelle Nachrichten und Informationen zugreifen kann.

Das Modell ist nicht sonderlich kreativ, obwohl es sehr kreativ erscheint. Das Modell ist nur so gut wie die Fragen, die man ihm stellt. Es bieten einem Lösungen. Es entbindet das Gegenüber aber nicht davon, eine Idee zu haben, eine Frage zu stellen. Es entbindet den Softwareentwickler*in nicht davon, ein Problem zu definieren. Am Beispiel eines Buches, welches ChatGPT problemlos schreiben könnte, müsste der vermeintliche Autor*in (ist er noch Autor*in?) dem Modell mit Fragen durch den Plot führen bzw. mit einer kurzen Geschichte starten und dann durch kluge Fragen, diese weiterführen. So habe ich zumindest den Blogartikel geschrieben.

Was kann ChatGPT heute schon?

Im Grund ist ChatGPT ein virtueller Assistent*in, der einem im Dialog in jeglicher Sprache hilft. Es kann problemlos jeden Schulaufsatz, Artikel, Geschichte oder Buch schreiben – ein Märchen ist überhaupt kein Problem. In Kombination mit dem Programmierfähigkeiten kann es einem helfen, Software oder Webseiten zu erstellen. Dabei macht es von Beginn an nicht alles



richtig. Allerdings lassen sich Fehler oder Änderungen im Dialog klären. Was sehr beeindruckend ist. Man sollte es nicht als Recherchier-Werkzeug, wie Google, sehen, sondern eher als Werkzeug, was für einen googelt und die Ergebnisse dann zusammenfasst und auf Nachfragen zu einzelnen Punkten reagiert und zum Schluss das Ganze in ein nützliches Dokument packt.

Was wird sich durch ChatGPT möglicherweise in den nächsten Jahren ändern?

Wie wir Informationen suchen und erhalten. Heute googeln wir oder suchen bei Facebook, Instagram oder TikTok nach Anregungen und Ideen. Dies ist aber sehr unnatürlich und auch ineffizient, weil ich weiterhin viele Antworten überblicken, bewerten und einordnen muss. Meine drei- und fünfjährige Tochter googeln nicht, wenn sie etwas wissen wollen, stellen sie mir eine Frage und wollen eine Antwort. Bei unkreativen, sich wiederholenden Fragen ist ChatGPT Google Meilen überlegen. Wie installiere ich mein W-Lan zu Hause? Was benötige ich für einen Einhorn-Kindergeburtstag für eine fünfjährige Mädchen? Wie koche ich eine Bolognese-Sauce?

ChatGPT kann erster Ansprechpartner im Kundenservice, in der Kundenakquise oder im Personalwesen sein. Zum Beispiel Anschreiben für einen neuen Job: Es liest die Stellenbeschreibung und kennt den Lebenslauf des Bewerbenden bzw. die Angaben auf LinkedIn und fügt diese in einem Anschreiben an das Unternehmen zusammen.

Ein echter Sprachassistent wäre auch eine Lösung für viele Probleme, die z.B. heute technische Lösungen noch haben. Ein Beispiel: Ich beschäftige mich gerade mit Allterco. Das Unternehmen stellt intelligente Steckdosen unter der Marke „Shelly“ für den DIY-Bereich her. Der Markt wächst zurzeit bombastisch. Mein Problem ist, dass ich den TAM (Gesamtmarkt) als klein ansehe, da neben der Installation die tatsächliche Bedienung und damit der Nutzen zu kompliziert ist. Für versierte Bastler*innen kein Problem, aber für die Masse schon. Damit man eine Vorstellung hat, hier ein einfaches Problem, welches die Technik lösen kann: Ich habe eine Solaranlage und bestimmte Steckdosen (z.B. Gartenteichpumpe) sollen nur angehen, wenn ich überschüssigen Strom haben. Alles zu lösen, aber kompliziert. Wenn ich jetzt einem Chatbot einfach nur das Problem sagen kann und er löst das komplett im Hintergrund, kann auch mein fast 70-jähriger Vater etwas mit intelligenten Steckdosen anfangen. Der TAM würde exorbitant größer werden.

Das ist ein Beispiel, warum für mich ChatGPT ist, als ob mir jemand gerade das erste Mal eine funktionierende Dampfmaschine gezeigt hat. Die Welt wird eine andere sein.

Ich empfehle jedem, ChatGPT einfach einmal [auszuprobieren](#) und mir gerne auch Feedback zu schreiben, wie Sie das Modell sehen und welche Implikationen Sie dafür in der realen Welt sehen.



Marktanalyse

Die Märkte haben sich im Dezember negativ entwickelt. Insbesondere in der zweiten Hälfte des Dezembers. Damit gab es keine Jahresendrallye und die meisten Märkte haben das Jahr im Minus abgeschlossen.

Auf das ganze Jahr betrachtet, war der Markt in seiner Entwicklung erstaunlich uneinheitlich: Unternehmen der ersten Reihe haben deutlich besser abgeschnitten als

Unternehmen aus der zweiten Reihe. Zu sehen am DAX (-12,4%) vs. MDAX (-28,5%) oder in den USA am Dow Jones (-8,8%) vs. Russell2000 (-21,6%). Dies ist typisch für negative Jahre, während langfristig die zweite Reihe besser abschneiden. Der DAX und der MDAX sind zeitgleich Ende 1987 auf 1 000 Punkten festgesetzt worden. Heute steht der DAX bei 13 924 Punkten, der MDAX bei 25 110.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Insgesamt sehen die Märkte im Vergleich zu Beginn des Jahres deutlich günstiger aus, wenn auch die Bewertung anhand des Shiller KGVs und Dividendenrendite noch nicht günstig sind. Letzteres liegt vor allem an den steigenden Zinsen, welche Anleihen im Vergleich zu Aktien wieder attraktiver werden lassen hat.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	13 923,6	18 237,7	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,86%	3,09%	↘
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	28,1	17,4	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	63%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	190,0	261,9	↗

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.

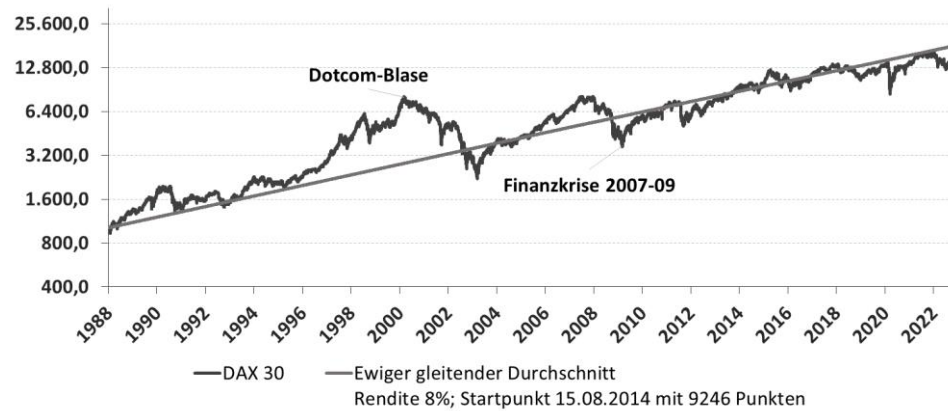
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

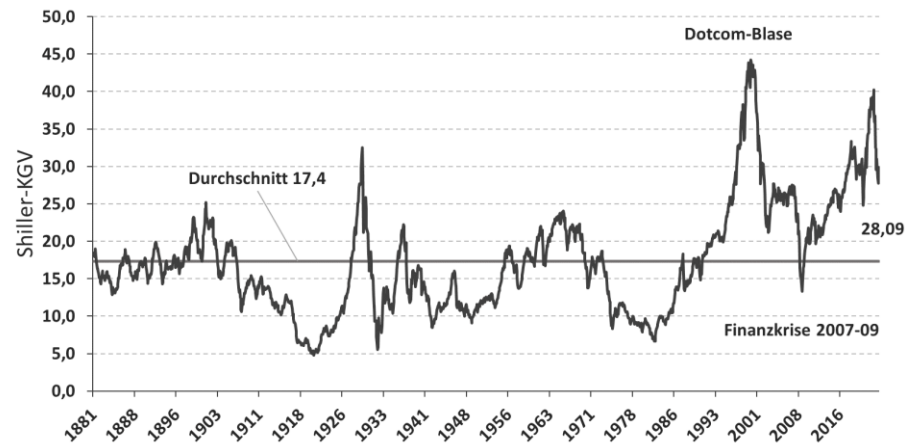
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



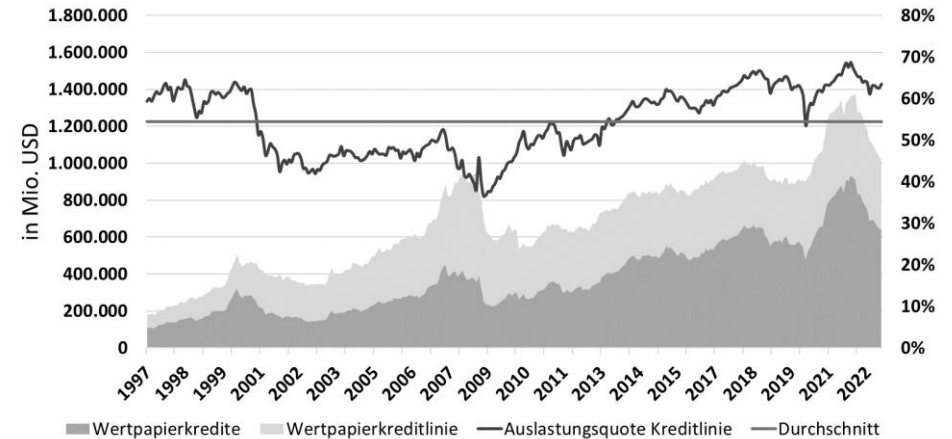
Ewige Durchschnittsrendite:



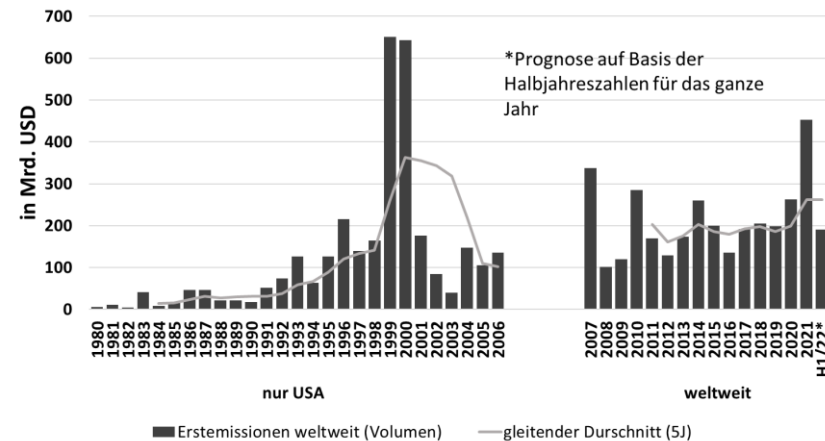
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Muster-Portfolio

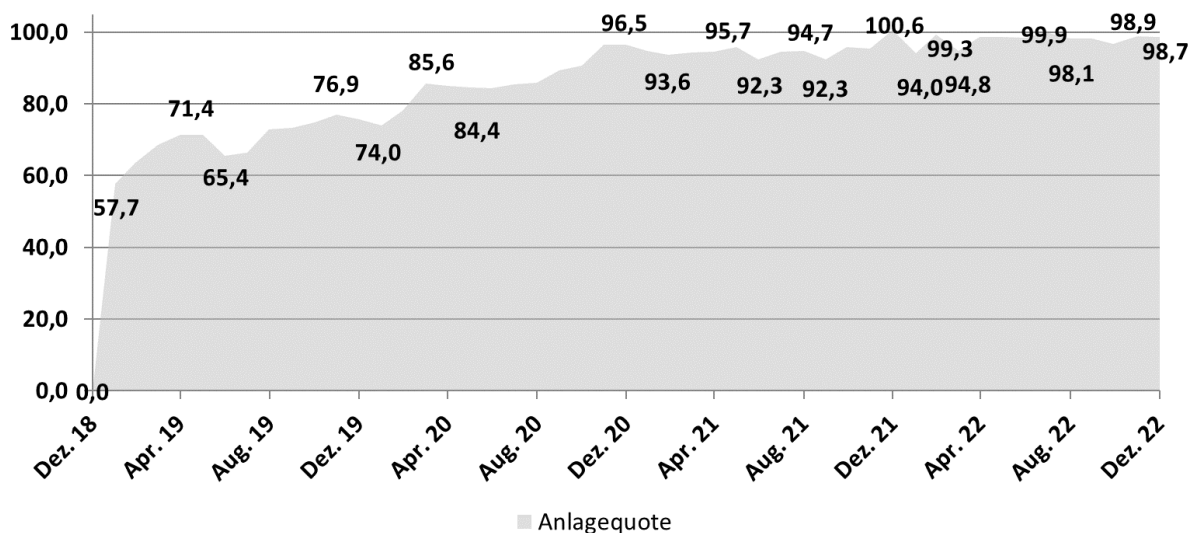


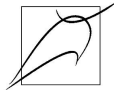
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Dezember negativ mit -6,0% entwickelt. Dabei war das Portfolio schlechter als die Vergleichsmärkte, die sich auch negativ entwickelt haben. Insgesamt war das vierte Quartal von der relativen Performance negativer als die Zeit davor.

Hauptfaktor für die negative Performance war ein weiterer Monat Warner Bros. Discovery. Daneben haben sich aber auch HelloFresh und Naked Wines, wie schon das

gesamte Jahr, negativ entwickelt, ohne dass es neue negative Nachrichten gab. Hier könnte der Dezember-Effekt eine Rolle gespielt haben, der sagt, kaufe die Elfmonatsgewinner und verkaufe die Elfmonatsverlierer. Dieser sollte sich aber im Januar dann wieder umdrehen.

Im Portfolio gab es im Dezember keine Veränderung. Die Anlagequote bleibt bei fast 99%.



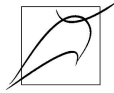


Allokation Muster-Portfolio

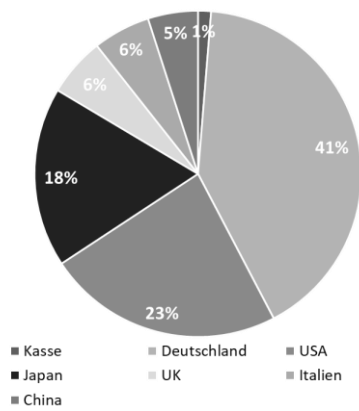
Im Dezember gab es keine Veränderung am Portfolio.

Übersicht:

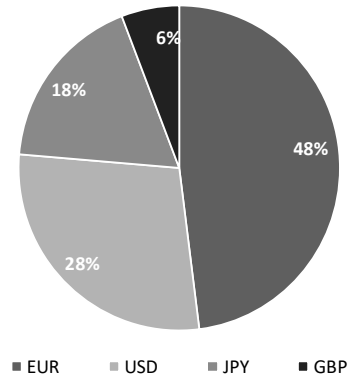
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	1,3%	
1	Takeuchi Mfg Co Ltd	9,9%	+2,82%
2	BioNtech	9,2%	-1,54%
3	Nintendo	7,9%	-1,07%
4	HelloFresh	7,8%	-9,75%
5	Grenke	7,8%	-5,43%
6	Warner Bros. Discovery	7,2%	-11,37%
7	CeWe Color	6,5%	+0,76%
8	All For One	5,9%	+0,02%
9	Naked Wine Plc	5,8%	-9,47%
10	PayPal	5,7%	-1,79%
11	MutuiOnline	5,7%	+1,67%
12	Netflix	5,5%	+1,67%
13	Alibaba	4,9%	-1,33%
14	Meta Platforms	4,9%	+0,18%
15	Hypoport AG	3,5%	+0,56%
16	3U Holding	0,4%	+0,03%



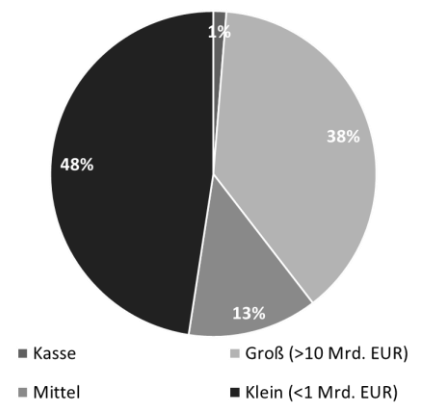
Länder:



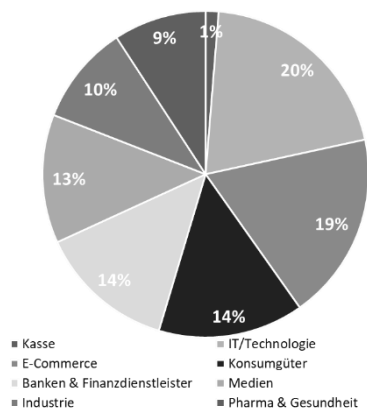
Währungen:



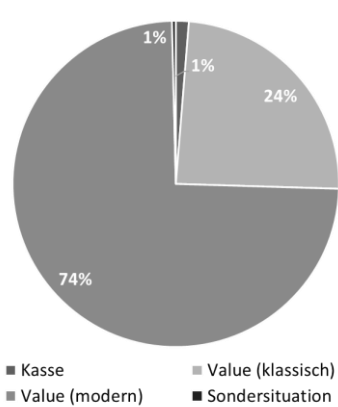
Marktkapitalisierung:



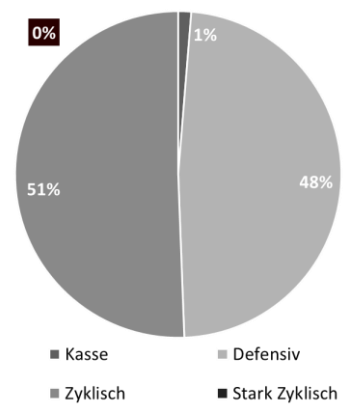
Branchen:

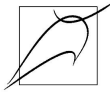


Investmentstil:



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						112%		102%	23%	13,7	2,3	61%	16%		49%		
3U Holding	UUUG	4,12	Mio.	EUR	5,75	40%	6,47	57%	1%	44,6	1,8	2%	5%	-134,7	52%	3,0	2,0
Alibaba	BABA	88,09	Mio.	USD	121,50	38%	126,26	43%	35%	2,6	0,2	73%	17%	12559,2	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	45,30	Mio.	EUR	76,45	69%	79,22	75%	10%	17,2	2,2	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
Biontech	BNTX	144,05	Mio.	USD	167,49	16%	151,49	5%	27%	3,7	1,7	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	89,00	Mio.	EUR	111,07	25%	109,05	23%	9%	16,2	2,3	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros.	WBD	9,48	Mio.	USD	39,72	319%	40,78	330%	43%	3,4	0,4	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	19,52	Mio.	EUR	74,27	280%	74,76	283%	18%	6,7	3,2	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	20,72	Mio.	EUR	51,24	147%	50,80	145%	22%	16,9	3,1	163%	3%	348,3	41%	3,0	0,0
Hypoport	HYQGn	98,55	Mio.	USD	191,23	94%	188,55	91%	11%	39,8	2,3	39%	15%	252,5	43%	3,0	1,0
Facebook	META	120,34	Mio.	USD	245,88	104%	172,74	44%	68%	8,7	2,2	46%	24%	-13909,5	75%	3,0	3,0
Mutui Online	MOL	26,38	Mio.	EUR	35,56	35%	32,19	22%	27%	20,5	3,7	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	1,22	Mio.	Gbp	5,77	373%	5,72	369%	30%	4,9	0,6	-8%	-1%	22,0	44%	3,0	0,0
Netflix	NFLX	294,88	Mio.	USD	230,55	-22%	227,01	-23%	19%	27,3	5,8	196%	24%	22305,5	36%	1,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	71,22	Mio.	USD	92,69	30%	92,54	30%	14%	21,4	2,8	67%	16%	41735,0	29%	3,0	1,0
Nintendo	7974	5532,00	Mio.	JPY	6864,39	24%	6733,50	22%	17%	16,9	3,2	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
3U Holding	UUUG	4,12	Mio.	EUR	5,75	40%	6,47	57%	1%	44,6	1,8	2%	5%	-134,7	52%	3,0	2,0



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.

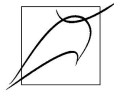
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.