



# Till Schwalm's Value Investing Brief

Mai 2022

Sehr geehrte Anlegende,

der April war schwach für uns. Sowohl in der absoluten Performance als auch in der relativen Performance im Vergleich zum Markt. So hat unser Portfolio im April -6% verloren, während der Markt nur -2% verloren hat.

Der Hauptgrund lag in den schlechten Zahlen von Netflix, die uns nicht direkt betroffen haben, aber unsere größte Position, Warner Bros. Discovery (WBD), in der Wahrnehmung beeinflussen. Relativ neutrale Zahlen haben hier aufgrund der Unsicherheit im Streamingmarkt zu einem Abverkauf geführt. WBD hat im letzten Monat 27% verloren und damit mit mehr als -2,5% zu der schwachen Performance beigetragen.

Hinzu kam eine sehr schlechte Performance von Alibaba, BioNtech, PayPal und HelloFresh. Die letzten beiden trotz guter bzw. sehr guter operativer Zahlen. Auf der positiven Seite gab es dagegen BIC, Naked Wine und AGFA, die aber bei weitem die Verluste nicht ausgleichen konnten, aber alle etwas zu berichten hatten. In Summe

sieht die Berichtssaison für unsere Portfolio bisher gut aus und auch meine Einschätzung zu den einzelnen Positionen hat sich – bis auf bei der Cewe Stiftung und AGFA – auch nicht verschlechtert.

**Bin ich zufrieden mit der kurzfristigen Performance? Nein! Glaube ich, sie ist vermeidbar? Nein!**

Das Portfolio ist langfristig (5+ Jahre) aufgestellt und konzentriert, d.h. es wird starke Schwankungen in den Aktienkursen und in der Performance des Portfolios geben. Solange sich die Unternehmen innerhalb des Portfolios operativ gut entwickeln, habe ich aber keine Probleme mit den kurzfristigen Schwankungen.

Bisher habe ich kein Unternehmen aufgrund eines schlechten Kursverlaufes verkauft oder wegen eines guten Kursverlaufes gekauft und werde dies auch in Zukunft nicht tun.

Das Portfolio ist mit 10-15 Unternehmen volatiliter als der Markt. Dies ist in Ordnung. Die Unsicherheit im Markt ist wegen des



Ukraine-Krieges, der Versorgungssicherheit in Europa, der Inflation und der Zinsen hoch. Insbesondere die letzten beiden Punkte beschäftigen die Märkte momentan. Dabei gibt es zwei größere Szenarien, über die ich zurzeit nachdenke:

- 1) Hohe Inflation und dadurch steigende Zinsen (oder die Erwartung steigender Zinsen) verursachen eine Rezession (oder die Erwartung einer Rezession), was den Zinsanstieg ausbremsen würde und damit gut für nicht zyklische Aktien wäre. Dies wäre positiv für ein breites Spektrum an Wertpapieren. Gute Positionen in unserem Portfolio wären Warner Bros. Discovery, BioNtech oder Nintendo.
- 2) Die Konjunktur läuft trotz hoher Inflation und Zinsen weiter, der Zinsanstieg wird nicht ausgebremst, was gut für zyklische Aktien wäre, die nicht zu stark von der Inflation oder Zinsen betroffen wären. Dieses Szenario wäre deutlich schlechter für die meisten Aktien. Gute Positionen in unserem Portfolio wären Takeuchi oder Grenke, wenn bei Letzterem auch die Preise aufgrund höhere Refinanzierungskosten steigen müssten.

Insgesamt sind wir besser für Szenario 1) aufgestellt als für Szenario 2). Grundsätzlich ist unser Portfolio eher konjunktur-unabhängig, was in einer schwachen Wirtschaftssituation hilft.

Momentan läuft die Wirtschaft besser als letztes Jahr oder man hat hohe Erwartungen auf eine bessere Wirtschaft, auch wenn es sich nicht so anfühlt und einige aktuelle Wirtschaftszahlen auf das Gegenteil hindeuten. Aber: Es wird viel gebaut in den USA und Europa und die Baupreise steigen massiv. Und ja, die Umsätze steigen von

ihrem Corona-Tief. Aber sie steigen und es gibt nicht nur ein Mangel an Baustoffen, sondern auch an Handwerkern. In den USA herrscht Vollbeschäftigung.

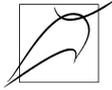
Staatsausgaben für Militär und Energieversorgung steigen ebenfalls obwohl konjunkturtechnisch nicht notwendig. Es werden insbesondere für die unteren Einkommen Entlastungen bei den Energiekosten geplant und umgesetzt.

Im Prinzip blähen wir die Wirtschaft in einer Phase des Aufschwungs weiter auf. Und dies kontraintuitiv gegenüber der Nachrichtenlage.

Natürlich sind hohe Energiekosten schlecht für die Wirtschaft, aber die Ausgaben fließen trotzdem durch das System. Ohne ein Abschalten der russischen Gaslieferungen nach Europa halte ich momentan Szenario 2) für wahrscheinlicher.

Weltweit betrachtet gehe ich ebenfalls von einer steigenden Wirtschaftsleistung aus. China sehe ich als die einzige Region, die neben Europa, eine hohe Unsicherheit hat. Der Rest der Welt wächst allein schon, weil Regionen wie Süd- und Nordamerika, Afrika und der pazifische Raum mit Indien aus den Coronajahren herauskommen und nicht von dem Krieg in Europa betroffen sind. Hier liegt die größte Unsicherheit in der Versorgungssicherheit mit Lebensmitteln und wieviel des verfügbaren Einkommens für diese ausgegeben werden müssen.

Trotzdem werde ich das Portfolio nicht umbauen. Während wir Anfang 2020 für die Coronakrise deutlich besser aufgestellt waren, werden unsere Unternehmen zu zyklischen Unternehmen nicht gestärkt aus dem aktuellen Wirtschaftsumfeld hervorgehen. Anfang 2022 wären Unternehmen



im Öl-/Energiesektor, Rohstoff- oder Baustoffunternehmen gut im Portfolio gewesen. Dies war und ist aber nicht die Ausrichtung unseres Portfolios. Und während kurzfristig diese Unternehmen profitieren und dies auch eingepreist wurde, werden aus meiner Sicht über einen ganzen Wirtschaftszyklus Unternehmen mit einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil und differenzierbaren Produkten, wie wir sie hauptsächlich im Portfolio haben, mehr profitieren.

Beste Grüße,

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm  
Herausgeber

## **Inhalt**

Unternehmensentwicklungen.....	5
Marktanalyse .....	10
Deep Dive: Netflix.....	12
Muster-Portfolio.....	19
Allokation Muster-Portfolio .....	20
Abonnierenden Fragen.....	24



## Unternehmensentwicklungen

### Überblick über die bisherige Berichtssaison Q1/2022

Name	Q1 Bericht	Ausblick 2022	Einschätzung
AGFA	Transformationsbericht/Q1 am 10.05.2022	Neutral/betroffen von Inflation	Negativ
Alibaba	Q1 am 13.05.2022	Negativ	Positiv
All for One	Positiv	Positiv	Positiv
BIC	Positiv	Positiv	Neutral
BioNtech	Q1 am 09.05.2022	Neutral	Positiv
CEWE	Q1 am 11.05.2022	Negativ	Neutral
Grenke	Positiv	Positiv	Positiv
HelloFresh	Positiv	Positiv	Positiv
MutuiOnline	Q1 am 12.05.2022	Neutral	Neutral
Naked Wines	Positiv	Neutral	Positiv
Netflix*	Negativ	Negativ	Neutral
Nintendo	Q1 am 10.05.2022	Positiv	Neutral
PayPal	Positiv	Positiv	Positiv
Takeuchi	Positiv	Neutral	Positiv
Warner Brot. Disc.	WB = Negativ D = Positiv	Negativ	Positiv

)\* erst nach den Zahlen ins Portfolio aufgenommen

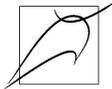
### HelloFresh

HelloFresh mit sehr guten Quartalszahlen und Bestätigung des Ausblicks. Umsatz +26%; operativer Gewinn mit ca. 100 Mio. EUR rückläufig, war aber aufgrund von Sondereffekten im Vorjahr durch Covid erwartet worden. Sowohl die Anzahl Abonnierende konnte gesteigert werden als auch Preiserhöhungen durchgeführt. Einziger Wermutstropfen: der Deckungsbeitrag ist auf 25,2% (VJ: 28,2%) gesunken, aufgrund hoher Kosten von Rohstoffen und Zutaten. Laut Management ist man mit dem Quartal zu einer normalen, saisonalen Entwicklung zurückgekehrt. Dies war das erste Quartal seit zwei Jahren, welches nicht signifikant von Covid beeinflusst war. Insgesamt ist die Entwicklung über meinen eigenen Erwartungen sehr positiv. Hier

wächst ein Coronaprofiteur weiter mit den Wachstumsraten, die es vor Corona hatte.

### PayPal

PayPal mit Geschäftszahlen für das erste Quartal. Soweit innerhalb der Erwartungen. Wachstum des Transaktionsvolumens um 13% (wenn alles konstant ist, wächst dieser Teil des Geschäftes mindestens mit der Inflation); Wachstums des Umsatzes um 7% (d.h. pro Transaktion sinken die Gebühren, dies ist aber seit einigen Jahren der Fall und nicht überraschend); Wachstum der Anzahl Transaktionen pro Account um 11% (dies ist gut); Wachstum der Anzahl aktiver Nutzer\*innen in diesem Quartal um 2,4 Mio. (+9% yoy) auf 429 Mio. ist deutlich über meine Erwartungen



von 2-4% p.a., dies ist hauptsächlich auf Venmo zurückzuführen. Negativ zu sehen ist die operative Margenentwicklung auf 21%, dies ist zum Teil auf den Verlust von eBay als Kunde und ehemalige Muttergesellschaft mit relativ hohen Margen zurückzuführen (sollte das letzte Quartal mit einem eBay Effekt sein), als auch ein geringeres Transaktionsvolumen über die Grenze (hier spielt, wenn auch kein aktiver Markt, Russland und der Ukraine-Krieg eine Rolle). Interessant ist eine Initiative (Unternehmen wurde Mitte letzten Jahres von PayPal gekauft), die PayPal deutlich von der anderen Bezahlkonkurrenz abhebt, und zwar „Happy Return“. Funktioniert grundsätzlich so, dass wenn man PayPal als Zahlungsmöglichkeit anbietet, PayPal die Rücksendungslogistik bis zum Warehouse in Zusammenarbeit mit Partnershops übernimmt. Ausblick ist gut: Wachstum um 11-13%; FCF >5 Mrd. USD. In Summe ein gutes erstes Quartal für unser neues Investment.

### **Takeuchi**

Takeuchi hat die Zahlen für sein Geschäftsjahr 2021/22 bis zum 28. Februar veröffentlicht. So ist der Umsatz 2021 um 25% (Q4 +13%) und der Gewinn um 36% (Q4 +13%) gestiegen. Zudem hat man eine Guidance für 2022/23 veröffentlicht. Diese ist vom Umsatz mit +10% stark, allerdings geht man von fallenden Gewinnen -30% aus. Hauptursache hierfür sind die steigenden Rohstoffkosten, in erster Linie Stahl mit +5 600 Mio. JPY, und Transportkosten mit +6 000 Mio. JPY, welche nicht 1:1 weitergegeben werden. Zum Vergleich: der erwartete Gesamtgewinn ist nur 9 500 Mio. JPY für 2022/23. Insgesamt prognostiziert man damit trotzdem noch knapp 200,- JPY pro Aktie an

Gewinn, was einem KGV von 11 entspricht und günstig ist. Zudem hat das Unternehmen bisher immer konservativ seine Vorhersage getroffen und hat eine sehr solide Bilanz mit japanetypisch viel Cash, sodass ich sehr entspannt bin, was die aktuelle Situation betrifft. Grundsätzlich ist es so, dass es den Bauunternehmen sehr gut in den Hauptmärkten (Europa und USA) von Takeuchi geht. Takeuchi formuliert es wie folgt: „... *the market for compact construction equipment, our group's market, is booming and will continue to expand.*“ Hier sehen wir also nur die Probleme der Inflation, dem Unternehmen selbst geht es aber sehr gut.

Neben dem Geschäftsbericht hat man auch einen neuen Drei-Jahres-Plan, welcher 2022 beginnt, veröffentlicht. Das Ziel ist, der Bau von neuen Fabriken (1x US Radlader-Fabrik in 2022 und 1x Minibagger-Fabrik in Aoki/Japan in 2023) und ein Gesamtumsatz von 240 Mrd. JPY Ende 2024 (2021: 140 Mrd. JPY), was einem Wachstum von ca. 20 % pro Jahr entspricht. Der Gewinn soll 377 JPY pro Aktie betragen (2021: 279 JPY), was einem Wachstum von ca. 10% pro Jahr entspricht.

Hier geht es zum [Medium-Term-Business-Plan](#) von Takeuchi.

### **BIC**

BIC mit guten Quartalszahlen zum Ende des Monats. Wachstum über alle Segmente und Regionen: Umsatz +20%; EBIT +68%. Ausblick unverändert, aber man geht davon aus, 2022 am oberen Ende der Guidance herauszukommen. Besonders positiv hervorzuheben ist, dass die Input-Kosten weniger stark gestiegen sind als der Umsatz. D.h. man hat die Inflation im ersten Quartal vollständig an die Kunden/



Kundinnen weitergeben können. Dies zeigt in dem Zusammenhang die Markenstärke von BIC, aber auch einige Management-initiativen. So hat man das Sortiment um 10% verkleinert und sich auf die profitablen Produkte konzentriert. Für mich kommt diese positive Entwicklung jedoch überraschend. Ich habe einen größeren Einfluss der Inflation auf BIC erwartet. Nachdem wir Ende letzten Monat temporär einen Teil der Position verkauft haben, haben wir diese zu Anfang des Monats günstiger wieder zurückgekauft. Insgesamt hat sich die Position (als eine der wenigen) erfreulich im April entwickelt. Auch gab es eine Einschätzung zu Russland und der Ukraine. Zusammen repräsentierten sie 2,5% des Umsatzes 2021 und es wurden im ersten Quartal 3 Mio. EUR von der Bilanz in den Ländern abgeschrieben. Insgesamt ist die Situation für BIC also überschaubar. Im Juni soll eine Dividende von 2,15 EUR (Vorjahr 1,80 EUR) ausbezahlt werden.

## **AGFA**

AGFA hat Mitte April ein Update zur Transformation und Übernahme eines Herstellers von Flachbett-Inkjet-Digitaldruck-Systemen für den großformatigen Werbe- und Verpackungsdruck, Inca Digital Printers, gegeben.

Über die genauen finanziellen Eckpunkte der Transaktion wurde Stillschweigen vereinbart (die Zahlen sollten aber den Quartalszahlen am 10. Mai von AGFA entnommen sein). AGFA fokussiert sich im Digitaldruck jetzt auf die drei Kernmärkte „Sign & Display“, „Décor/Laminate“ und „Packaging“. In diesen Kernmärkten will das Unternehmen bis ins Jahr 2026 mindestens marktkonform wachsen. Das

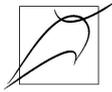
bedeutet: „Sign & Display“ +5% p.a., „Décor/Laminate“ +11% p.a. und „Verpackungen“ +22% p.a.. Dies ist der gute Geschäftsbereich „Digital Print and Chemicals“, der ca. 20% des Umsatzes ausmacht und durch die Übernahme allein um 10% wachsen wird.

Gleichzeitig gab AGFA bekannt, seinen internen Finanzplanungs- und Finanzservicebereich auf Basis eines globalen Dienstleistungsansatzes zu restrukturieren, standardisieren und effizienter machen zu wollen. Dies soll über alle Prozesse aller Geschäftsbereiche hinweg zu Kosteneinsparungen von bis zu 25% führen. 65 Mitarbeitende (52 davon in Europa) werden von den Maßnahmen betroffen sein und ihre Jobs verlieren. Dies soll laut AGFA möglichst „sozialverträglich“ geregelt werden. Dies kommt zu der bereits verkündeten Ausgliederung der internen IT an Atos hinzu.

Nichts bekannt gegeben wurde über das Problemkind „Offset Solutions“. Stand heute sieht es nicht mehr so aus, als ob man diesen Bereich verkaufen könnte. Von Unternehmensseite bekommt man keine Aussage mehr dazu, was mich zu der Annahme bringt, dass ca. 18 Monate nach unserem Einstieg der Investment Case beendet ist. Damals habe ich folgendes geschrieben:

*„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 Aktie und den Aktienkurs.*
- 2. Man kann eine hohe Sonderdividende ausschütten und reduziert damit den Einstiegskurs der bestehenden Aktionäre/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.*

*Alle drei Szenarien sollten zu einer positiven Aktionärsrendite führen und in den nächsten 6-24 Monaten eintreten.“*

AGFA war für mich ein Case mit guter Absicherung nach unten und einer positiven Seite, die unabhängig von der Marktentwicklung ist. Zwar wurde ein Aktienrückkaufprogramm beschlossen, welches auch positiv aufgenommen wurde, aber den Best-Case einer Lösung für Offset und die Pensionen hat man nicht geschafft. Stattdessen restrukturiert und entwickelt man jetzt innerhalb aller bestehenden Geschäftsbereiche. Aus diesem Grund werde ich mich je nach Marktlage von der Position trennen. In Summe haben wir an der Position ca. 5% verdient. Im gleichen Zeitraum ist das Portfolio aber um 8% gestiegen und der DAX um 7%. Die Position war also ein relativer Verlustbringer für uns.

AOC hält weiterhin seine Position. Aus diesem Grund glaube ich auch, dass die oben beschriebenen Maßnahmen nicht nur kosmetischer Natur sind, sondern zu einem Erfolg führen können. Der Investmenthorizont hat sich aber deutlich verlängert. Daher sehe ich momentan attraktiver Möglichkeiten am Markt.

### **Naked Wines**

Naked Wines hat ein Trading Update zum Geschäftsjahr 2021/22 zum 28. März gegeben. Die Zahlen waren innerhalb der Guidance. Der Umsatz ist um +3% gestiegen und man hat einen kleinen Gewinn

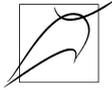
geschrieben (dieser wäre in einem normalen Jahr noch nicht vorgesehen gewesen). Die Anzahl Kunden/Kundinnen (Angels) ist um 9% auf 964 000 gestiegen (allerdings in H2 nur noch um 2%). Schlussfolgernd ist der Warenkorb pro Angel gesunken, was nach dem Coronajahr erwartet wurde. Positiv anzumerken ist, dass man das Inventar in einem Umfeld, welches durch Lieferkettenproblemen geprägt ist, wieder aufbauen konnte – mit 143 Mio. GBP (+66 Mio. GBP) hat man ein deutlich besseres Level als Ende 2020/21. Insgesamt erfreuliche Nachrichten. Die Aktie konnte sich in dem negativen Marktumfeld auch entsprechend behaupten.

### **Warner Bros. Discovery Inc.**

Warner Brothers von AT&T und Discovery sind seit Mitte April miteinander verbunden. Die neue Aktie handelt unter dem Ticker WBD und ist ein Schwergewicht im Film, TV, Streaming und Unterhaltungsmarkt mit einer Marktkapitalisierung von 50-60 Mrd. USD und einem Unternehmenswert von 110-120 Mrd. USD.

Ende April wurden dann die ersten Zahlen berichtet. Interessant vom strategischen Standpunkt aus: WBD möchte einen Streaming-Dienst (wahrscheinlich HBO) sowohl als werbefreies, als auch werbefinanziertes Format etablieren. Im Kontext dieser Strategie ist es nicht überraschend, dass man CNN+ nach nur einem Monat, trotz hoher Anlaufkosten, eingestampft hat.

Warner Bros. hat noch unter AT&T Q1 Zahlen berichtet. Der Umsatz ist demnach um 2,5% auf 8,7 Mrd. USD gestiegen, davon waren 4 Mrd. USD Abonniereumsätze (+4,4%). Der operative Gewinn war mit 1,3 Mrd. USD (-31%) enttäuschend, hier haben insbesondere hohe



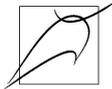
Ausgaben für Marketing eine Rolle gespielt. Im Unterschied zu Netflix, die einen Verlust von Abonnierenden im ersten Quartal hatten, hat man im ersten Quartal aber 3 Mio. Abonnierende auf 76,8 Mio. Streamer gewonnen.

Discovery hat ebenfalls Q1 Zahlen berichtet. Diese waren positiv beeinflusst von den Olympischen Winterspielen. Umsatz ist auf 3,16 Mrd. USD um 13% gestiegen, davon waren 450 Mio. USD Abbonierendeumsätze (+55%). Der operative Gewinn, wie auch der Cashflow lag bei ca. 350 Mio. USD. Auch hier hat man im Unterschied zu Netflix im ersten Quartal 2 Mio. Abonnierende auf 24 Mio. Streamer gewonnen.

Warner Bros. Discovery hat damit ein Umsatz von 11,9 Mrd. USD (Netfliix: 7,9

Mrd. USD) und einen operativen Gewinn von 1,7 Mrd. USD (Netflix: 2 Mrd. USD) im ersten Quartal gemacht. Insgesamt gute, aber keine herausragenden Zahlen. Ein klarer Ausblick für das erste Jahr als vereinigtes Unternehmen wurde auch noch nicht gegeben. Dies hat zusammen mit dem schwachen Zahlen von Netflix zu einem starken Kursrückgang von einem vornherein schon günstigen Unternehmen geführt. Wir haben unser Engagement weiter ausgebaut und mit einem Einstieg in Netflix setzen wir einen großen Teil des Portfolios auf eine erfolgreiche Transformation des Fernsehmarktes von Linear zu Streaming.

Anstelle der Investmentidee des Monats finden Sie in diesem Value Investing Brief meine Einschätzung zu Netflix und einen sogenannten [Deep Dive](#) in den Streamingmarkt.



## Marktanalyse

Die Märkte haben im April nachgegeben. Der DAX hat -2,2% zum Vormonat verloren. Dies ist kein Crash. Der NASDAQ hat sich mit -15,5% und der S&P 500 mit -5,3% dagegen deutlich schlechter entwickelt.

Besonders hervorzuheben ist noch die Entwicklung des USD, der sich mit +4,9% gegenüber dem EUR besonders gut entwickelt hat. Mit 0,95 EUR pro USD nähert man sich der Parität. Vor einem Jahr

hat man für einen USD dagegen nur 0,83 EUR bekommen.

Diese Entwicklung spiegelt die zugenommene Unsicherheit in Europa wider. Zudem bekommt man in den USA inzwischen deutlich höhere Zinsen, was den USD attraktiver gegenüber dem EUR als Anlage macht. Aber nicht gut für die amerikanische Wirtschaft ist, da es Produkte, die in den USA produziert wurden, verteuert.

### Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im April abwärts entwickelt. Die Bewertung ist aber genauso günstig, wie zuvor. Sowohl die ewige Durchschnittsrendite als auch die Dividendenrendite sprechen für einen Kauf.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) <sup>1</sup>	<b>14 097,9</b>	<b>17 250,1</b>	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>3,02%</b>	<b>1,41%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>32,5</b>	<b>17,3</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>64%</b>	<b>54%</b>	↘
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>453,3</b>	<b>262,3</b>	↘

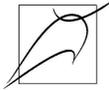
<sup>1</sup> Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet ist und am 13.02.2020 mit 13 788 Punkten und der anschließenden Corona-Krise beendet wurde. Der gewichtete Durchschnittskurs aller Tage dazwischen liegt bei 9 246 Punkten und der Mittelpunkt des Zyklus war der 15.08.2014.

<sup>2</sup> Die Dividendenrendite ist die gleichgewichtete Dividendenrendite aller DAX-Unternehmen. Die Zinsrendite laut EZB ist der monatliche durchschnittliche Zins den Banken Unternehmen in der Eurozone geben.

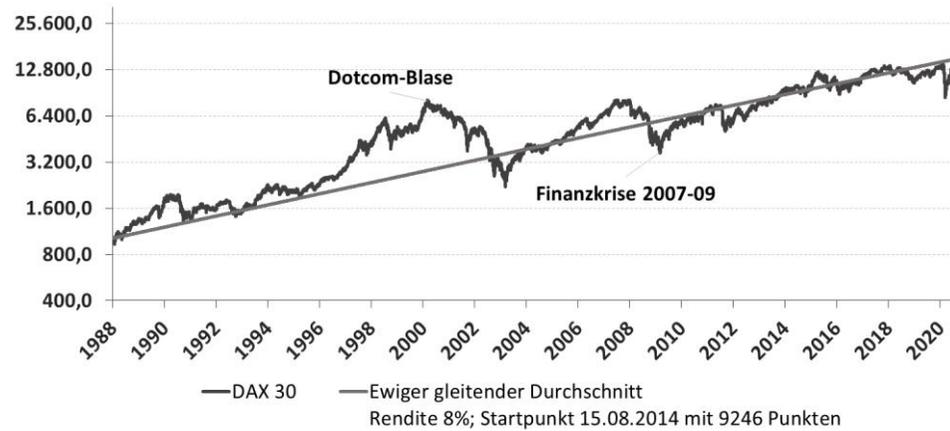
<sup>3</sup> Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

<sup>4</sup> Die Spekulation auf Kredit sind alle an die NYSE und FINRA gemeldeten und ausstehenden Wertpapierkredite im Verhältnis zu der gemeldeten und gewährten Kreditlinie auf Basis der Wertpapierdepots und Verrechnungskonten der Mitglieder der NYSE und FINRA.

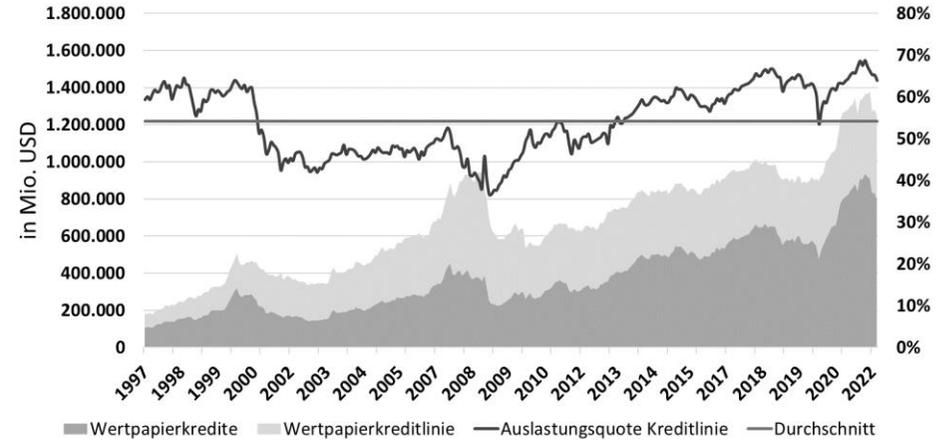
<sup>5</sup> Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



### Ewige Durchschnittsrendite:



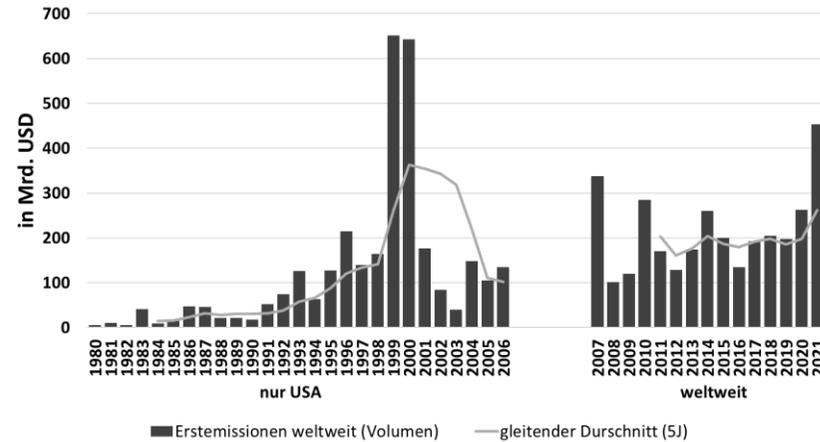
### Kredit-Spekulation:

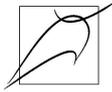


### Shiller KGV:



### Erstmissionen:





## Deep Dive: Netflix

Im April 2022 wurde die Netflix-Aktie nach schwachen Zahlen an einem Tag um -37% abverkauft. Vom Allzeithoch hat die Aktie inzwischen über -70% an Wert verloren. Die entscheidende Frage ist, ob wir uns inzwischen auf einem Niveau befinden, der Netflix als Investment attraktiv macht.

Im folgenden Teil möchte ich einen Kommentar über den Streamingmarkt abgeben ohne in eine quantitative Bewertung einzusteigen.

In meiner Analyse kann Netflix heute, wenn sie nur ihre Position halten wollen, ca. 5 Mrd. USD nachhaltigen Gewinn/Cashflow generieren. Dies entspricht einem KGV von 17,5 oder einer Rendite von ca. 6%. Dies ist für ein Investment zu teuer. Die Frage ist, ob wir bei Netflix denn schon am Ende der Fahnenstange angekommen sind oder ob Wachstum trotz des schlechten Quartals noch möglich ist?

Ich bin überzeugt, dass Netflix ein gutes Geschäftsmodell hat und der Streamingmarkt für 3-4 große globale Player attraktiv ist. Ich habe eine kleine Position im April mit der restlichen Kasse aufgebaut, welche ich vergrößern werde, sollte die Zeit zeigen, dass meine These stimmt.

Aber kommen wir zu meinem Kommentar:

### **Was ist das Geschäft von Netflix, Disney, Warner Bros. Discovery und Co.?**

Netflix, wie die anderen oben genannten Streaminganbieter, ist ein Medienunternehmen, welches seine Inhalte über ein Monatsabo an seine Konsumenten/Konsumentinnen verkauft. Es unterscheidet sich nicht im Wesentlichen von dem TV-Angeboten der Neunziger und kann damit

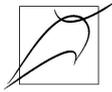
genauso profitabel sein. Wobei man zwischen den großen werbefinanzierten Basisangebot von ABC, CBS, NBC, Fox und dem Premium-Pay-TV, wie HBO oder ESPN, unterscheiden muss. Beides hat funktioniert und beides funktioniert auch heute noch, auch wenn die Konkurrenz durch diverse Angebote größer geworden ist.

Netflix ist kein Technologie-Unternehmen. Es nutzt Technologie, um sein Produkt zu und an den Kunden/Kundin zu bringen, aber die Kernkompetenz liegt nicht in der Technologie. Dies gilt auch für alle anderen Streaminganbieter.

### **Wie groß ist der Markt für Streamer?**

In den USA war die Spitze im TV-Markt bei 100 Mio. Abonnierenden (davon 68,5 Mio. Kabel-TV-Kunden/Kundinnen, der Rest über Antenne oder Satellit). Das ist mehr als Netflix heute mit seinen ca. 75 Mio. Abonnierenden in den USA hat. Allerdings ist ein Kabel- oder Satellitenanschluss nicht gleichzusetzen mit einem Streaming-Abo, da man den Anschluss brauchte, um überhaupt an Inhalte zu kommen. Man konnte bei vielen Inhalten nicht wählen, ob man diese haben möchte oder nicht. Am besten lässt sich Netflix deshalb mit einem Premium-Sender (Pay-TV), wie HBO oder in Deutschland Sky, vergleichen.

Grundsätzlich galt früher und gilt auch heute noch: man braucht Inhalte, die die Nutzer\*innen sehen möchten. Im Endeffekt ist ausreichend guter Inhalt das Produkt, dies gilt auch für nutzerbasierte Videoplattformen wie YouTube. Wobei hier der Netzwerkeffekt die entscheidende Rolle spielt, genug gute Inhalte zu haben,



während bei den klassischen Streamern jemand eine Entscheidung über den Kauf von Inhalten treffen muss.

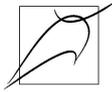
Interessant ist, dass Streaming nur ca. 1/4 des Umsatzes pro Haushalt im Vergleich zum klassischen Fernsehen bringt. In den USA 2-3 Dienste im Wert von ca. 30 USD im Monat zu Kabel-TV 100 USD im Premiumbereich oder 60 USD + Werbeeinnahmen im Basic-Bereich. Während die Anzahl Haushalte/Abonnierende ca. gleich erscheint, sieht der TAM (Total Addressable Market – Größe des Gesamtmarktes) im Streamingmarkt deutlich kleiner aus.

### **Wo liegen also die Unterschiede im TAM Linear vs. Streaming?**

- Zusätzliche Kosten für einen Internetanschluss bei Streaming: diesen Umsatz kann man gut herausrechnen und macht 20-30 USD im Monat aus. Früher musste man für TV-Inhalte die Infrastruktur mitbezahlen, das ist beim Streaming anders. Man bezahlt zusätzlich für einen Internetanschluss im Haus.
- Keine Werbeeinnahmen: Zumindest Netflix finanziert sich (noch) nicht über Werbung. Hier sehe ich aber kein Problem für Streaminganbieter. Discovery hat sein Angebot von vornherein als günstiges werbefinanziertes Format oder teures nicht-werbefinanziertes Format aufgebaut und der Umsatz im werbefinanzierten Format pro Kunde/Kundin ist höher. Amazon hat sein gebührenfreies und damit rein werbefinanziertes Angebot „freevee“, wie die klassischen Privatsender, und YouTube macht im Endeffekt auch nichts anderes. Man erreicht mit Werbung ein größeres Publikum und

damit mehr Kunden/ Kundinnen. Traditionell haben TV-Sender 40/60 über Werbung/Gebühren verdient. Ich sehe dies also als gute Möglichkeit den TAM im Streaming-Bereich um 15-20 USD zu vergrößern und sehe auch nichts, was dagegenspricht, solange man die Aufmerksamkeit der Zuschauer\*innen bekommt.

- Unbundling von Inhalten: Dieser Punkt stimmt momentan noch, auch wenn der Trend langsam in die andere Richtung wechselt. Netflix hat zum Unbundling von Inhalten beigetragen. Im klassischen Fernsehen habe ich nur fünf Sender geguckt, aber für 30 bezahlt. Heute kann ich freier wählen, ob ich für fiktive Unterhaltung (Netflix, Disney+, HBOMax) bezahle, ob ich Scripted Reality (Discovery+) möchte, Nachrichten (CNN+) oder Sport (DAZN, ESPN+). Allerdings fährt Amazon als großer Player im Streaminggeschäft von Beginn an eine andere Strategie (alles aus einer Hand). Netflix hat sein Programm seit drei Jahren auch um Scripted Reality erweitert und Warner Bros. Discovery hat CNN+ bereits eingestampft und wird wahrscheinlich auch Discovery+ und Eurosport in HBOMax integrieren, sodass man zurück zu Bundling geht. Wenn der Kunde/Kundin dann eine Serie oder ein Sportereignis sehen möchte, wird er für die restlichen Inhalte ebenfalls mitzahlen müssen, was den TAM der Steamer vergrößert. Insbesondere im Sportbereich hatte ich gehofft, dass es ein weiteres Unbundling gibt: zum Beispiel dass ich ein wichtiges Fußballspiel von meiner Mannschaft für 5 EUR einzeln kaufen kann, anstatt für 25 EUR ein DAZN-Abo abzuschließen. Aber aus der Logik und Erfahrung des



klassischen Fernsehens, macht es für die Medienhäuser Sinn, Inhalte zu bündeln und damit teurer als die einzelnen Komponenten getrennt zu machen.

- Kurzfristige Verträge: Netflix ist monatlich kündbar. Dies war früher im linearen TV nicht so und muss auch bei Netflix nicht so bleiben. Grundsätzlich wäre ein monatlich kündbares Abo bei einer niedrigeren Churn kein Problem. Aber die Churn wird tendenziell bei mehr Alternativen wachsen und macht es dann attraktiver Kunden/Kundinnen langfristig zu binden und mit z.B. Jahresabos zu locken, wie es viele Konkurrenten von Netflix bereits machen. Insbesondere wenn man das Angebot teurer macht, z.B. durch Werbung oder Bundling, wird sich die Churn erhöhen und man kann dies über längere Vertragslaufzeiten ausgleichen.
- Relativ niedriger Preis: Verglichen zu Pay-TV Angeboten wie Sky oder klassischem HBO sind die Preise für Streaming immer noch sehr günstig. Mittelfristig sehe ich im werbefreien Streamingmarkt eher Preiserhöhungen in Kombination mit werbefinanzierten Niedrigpreisstrategien. Netflix hat einen Umsatz von ca. 32 Mrd. USD bei 330 Mio. Nutzenden (220 Mio. Abonnierende + 100 Mio. Mitgucker\*innen), das sind ca. 8,50 USD pro Monat pro Nutzenden und weniger als ein Kinobesuch. Ich sehe hier für das Angebot deutliches Potenzial für Preiserhöhungen.

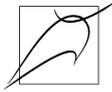
In Summe glaube ich nicht, dass der Markt für Streaming identisch vom TAM her ist. In erster Linie, weil man die physische Infrastruktur von den Inhalten getrennt hat. Gleichzeitig glaube ich nicht, dass der TAM im Streamingmarkt auch nur ansatzweise

ausgereizt ist, wie im klassischen Fernsehen. Ich denke nicht, dass niedrigere Umsätze und in dem Zusammenhang niedrige Margen eine Konkurrenzfrage sind, und/oder dass der Markt von audiovisuellen Medien kaputt ist. Das Gegenteil ist der Fall: In den USA gibt es zurzeit mehr als 1 700 TV-Stationen/-Kanäle von denen die meisten zwar Walt Disney, Comcast, ViacomCBS, Fox Corp. und Warner Bros. Discovery gehören, aber es zudem noch weitere 67 unabhängige Kanäle gibt. Dazu gehören öffentlich-rechtliche Anbieter, aber auch international Unternehmen, wie die RTL Group. Dies war auch vor 20 Jahren schon so.

Man kann also weder von einem monopolistischen noch einem oligopolistischen Markt sprechen, der hohe Margen verspricht. Es ist von den Margen her ein sehr attraktiver Markt, weil man für herausragende Inhalte hohe CAPEX braucht, damit verbunden hohe Eintrittsbarrieren hat. Hat man aber einmal gute Inhalte geschaffen oder wird als Inhalte-Filter wahrgenommen, sind die Skaleneffekte enorm. Netflix ist nur ein weiterer großer Anbieter von Inhalten. Und während Fernsehkanäle, die wenig selbst produziert haben, Schwierigkeiten haben und zu Recht relativ günstig sind, glaube ich nicht, dass der Markt für gute Inhalte kaputt ist. Ich denke, dass das Gute an dem Medienmarkt ist, dass kein Produkt vergleichbar ist und man diese enorme Skaleneffekte hat. Dabei gibt es, ohne in die Nische zu gehen, zwei große Möglichkeiten in dem Markt zu bestehen: über hochwertige IP und/oder Groschenromane/Masse.

### **Wie verdient man im Medienmarkt Geld?**

Hat man IP (Harry Potter, Herr der Ringe, Star Wars, Mickey Mouse, Batman, etc.) ist



diese von der Konkurrenz nicht kopierbar. Dies gilt auch für Serien (Game of Thrones, How I Met Your Mother, Squid Games, etc.), Shows (American Idol, tageschau, The Kardashians, etc.) oder Sport-Events (Weltmeisterschaften, olympische Spiele, nationale Ligen). Letztere sind meistens nicht so gut für die Medienhäuser, weil die IP selten in der Hand des Broadcasters liegt. Hat man aber eine IP geschaffen, kann man sie gut melken und hohe Margen einfahren. Für verhältnismäßig wenig Aufwand pro Nutzenden bekommt man hohe Einschaltquoten/viele Abonnierendenabschlüsse.

Die zweite Variante sind Groschenromane. Bestes Beispiel ist Discovery. Bei Groschenromanen läuft ein bestimmtes Skript immer wieder ab, zwar ändern sich die Schauspieler, die Szenen und das Setting, aber im Endeffekt geht es darum, so viel Inhalt wie möglich auf akzeptables Niveau rauszuhauen, welches jeweils ein ganz bestimmtes Publikum anspricht. Die Shows, Orte und Namen sind ersetzbar. Der Wert für das Publikum liegt in der Erwartbarkeit ihrer jeweiligen Sendung (Kochen, Häuser, Reisen, Tieren, Promis, etc.). Bei Reality-TV-Serien wird man selten im Positiven wie Negativem überrascht, und muss nicht unbedingt einschalten, aber es ist ganz interessant. Es geht auch hier darum, die Kosten pro Nutzenden niedrig zu halten, nur erwartet man hier eine deutlich niedrigere Nutzerzahl pro produzierter Stunde. Im Grunde geht es hier darum, 10 Stunden Inhalt zum Preis von 1 Stunde hochwertigem Inhalt zu produzieren von dem sich 6 von 10 Leuten jeweils 1 Stunden angucken. Bei der Bestseller IP geht es darum 1 Stunden zu produzieren, die sich 6 von 10 Zuschauer\*innen angucken. Auch das Geschäftsmodell ist sehr profitable, wenn

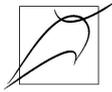
gut gemacht, aber schwieriger zu verteidigen.

Netflix, als auch Warner Bros. Discovery und Walt Disney, sind aus meiner Sicht eine Mischung aus beidem. Netflix hat einige international ikonische Serien herausgebracht. Serien, die man gesehen haben muss, um am nächsten Tag im Büro oder Schule mitreden zu können. Der Großteil der Originalproduktion ist aber 0815 Unterhaltung. Man bekommt gute Qualität, die an sich aber ersetzbar ist. Allerdings ist Netflix, doch so gut, dass die meisten immer etwas finden, was sie interessant finden.

### **Was macht Netflix Inhalte also besonders und ist dies zu verteidigen?**

Netflix hat aus meiner Sicht noch keine Evergreen IP und wird dies auch nicht ohne Zufall oder durch Einkauf kreieren können. Es gibt keine Bestsellerformel, wie Harry Potter oder Game of Thrones, voraussagen könnte. Netflix kann los gehen und solche IP einkaufen, wie Amazon mit James Bond und der MGM-Übernahme, und ich bin mir auch sicher, dass sie dies tun werden. Aber auf dem Reisbrett kreieren werden sie keine IP, bei der man alle paar Jahre einen Blockbuster rausbringt, welcher die Mehrheit der Leute einschalten lässt. Am nächsten ist Netflix mit „The Witcher“ an solch einer Evergreen IP, die man von CD Projekt lizenziert hat. Allerdings liegt der Großteil der Rechte insbesondere auch für Merch bei CD Project und nicht bei Netflix.

Was sie besser machen als die meisten anderen Studios, aus meiner Sicht, ist, internationale Produktionen fördern. In Hollywood sind die größten, besten und teuersten Studios der Welt, aber gute Geschichten findet man überall. Netflix fördert diese Geschichten und hat damit einige Überraschungshits (z.B. Haus des



Geldes, Squid Game oder How to sell drugs online fast) geschaffen – keine dauerhafte IP, aber Serien, über die am Schulhof gesprochen wird. Netflix spielt in einer Produktionsliga, in der solche Erfolge aufgrund der schieren Masse immer wieder kommen werden. Vom Budget für Unterhaltung gibt es nur Disney, Warner Bros. Discovery, Netflix, Amazon und Apple, die in einer Liga deutlich über 15 Mrd. EUR pro Jahr mitspielen können.

Bei 15 Mrd. EUR pro Jahr, kann man, wenn man 4 Stunden (ungefähr die durchschnittliche Fernsehzeit in Deutschland) neue Inhalte pro Tag ausstrahlen möchte, 10 Mio. EUR pro Stunde ausgeben. Das ist im Durchschnitt viel. Zum Vergleich ein Tatort kostet im Schnitt 1,6 Mio. EUR. Natürlich sind Blockbuster Filme mit 100+ Mio. EUR pro Stunde deutlich teurer, aber Scripted Reality mit 0,5-1 Mio. EUR pro Stunde ist deutlich günstiger. Aufgrund der Größe wird Netflix Erfolge haben, die die Leute sehen wollen. Deshalb glaube ich, wird Netflix seine Position auch im sogenannten „Streaming War“ halten und ausbauen können. Verlierer sind kleinere Studios oder lokale Anbieter, wie Pro Sieben, die nicht mit dem Budget von Netflix, WBD und Disney mithalten können.

Netflix hat ein sehr gutes Produkt zu einem guten Preis und ist in der Medienindustrie richtig positioniert. Streaming nimmt klassischem linearen TV weiter Marktanteil ab. Bei Netflix ist der operative Leverage da. Ich glaube, das aktuelle Budget muss nicht mehr gravieren gesteigert werden, um konkurrenzfähig zu sein. Der Chef von WBD hat ebenfalls angekündigt, man braucht das Budget nicht mehr zu steigern. Man kann genug Inhalte liefern. „*More is not better; Better is better.*“ Ein Netzwerkeffekt ist dahingehend da, dass Netflix als

DIE Streaming-App auf Smart-TVs meistens vorinstalliert ist. Grundsätzlich denke ich, ist noch einiges Potenzial für Netflix da: internationales Abonnierendenwachstum; werbefinanziertes Abonnierendenwachstum; Preiserhöhung (weniger Mehrfachnutzung); IP-Vermarktung; Live-Selling.

**Fragen, die ich mir zu Netflix aber auch WBD stelle und laufend beobachte, sind folgende:**

- Wie viel Fernsehen gucken die Menschen?

Im Gegensatz zu Printmedien ist sowohl die Anzahl Menschen, die audiovisuellen Medien nutzen, als auch die Dauer, die sie am Tag damit verbringen, in den letzten Jahren (positive Ausnahme 2020) konstant. Online und Internet heißt nicht, dass die Menschen weniger Videos gucken.

- Wie viel wird über Netflix Produktionen in den Sozialen Medien im Vergleich zur Konkurrenz gesprochen?

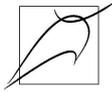
Bisher keine gute Quelle gefunden. Aber subjektiv betrachtet, macht Netflix hier den besten Job.

- Wie treu sind die Abonnierenden?

Die durchschnittliche Churn im Streamingmarkt ist mit ca. 5% pro Monat hoch. D.h. man verliert im Jahr 60% seiner Kunden/Kundinnen und muss sie neugewinnen. Die Churn von Netflix soll relativ niedrig sein. Die von HBO Max laut CEO verhältnismäßig hoch. Hier habe ich bisher keine gute Quelle. Aber langfristig eine wichtige Frage.

- Welche Rolle wird Sport und Nachrichten bei Streaming einnehmen?

Sowohl Amazon als auch Discovery/HBO wollen auf Sport im Streamingpaket setzen. Historischen hat Sport einen wichtigen Teil



für das Abschließen von Abonnements im Pay-TV Bereich ausgemacht. Ich denke, das wird mittelfristig ähnlich im Streamingmarkt sein.

- Wie passt Roku ins Bild?

Roku ist ein Betriebssystem für Smart-TVs. Die Idee, alles zu vereinen und über Werbung bzw. Vermittlung von Streamingdiensten Geld zu verdienen, ist gut, allerdings denke ich, dass das Geschäft deutlich unattraktiver ist, als die Inhalte oder die Internetanschlüsse zu besitzen. Wenn es um Vermarktung geht, denke ich, dass man Streamingdienste eher mit einem Internetanschluss bündelt als über das Betriebssystem des Fernsehers.

- Sind Daten wichtig oder überbewertet, wenn man nicht werbefinanziert arbeitet?

Ich denke schon. Zwar weiß Netflix genau, wann jemand was guckt und wann er abschaltet oder nicht weiterguckt, aber dies ist auch allen anderen großen Medienunternehmen im Grundsatz bekannt. Ich glaube, dass es Basiswissen ist, was jedes Medienhaus besitzt.

- Kann man das 100 Mio. Mitguckende-Problem lösen?

Wahrscheinlich. Ich denke, Netflix hat sein Angebot deutlich unterpreist. Ob man jetzt sagt, man verbietet Passwort-Sharing oder man erhöht die Preise für 4 Screens deutlich, läuft im Endeffekt aufs selbe hinaus. Netflix beginnt hier in einigen Ländern auch sein Modell zu ändern. Richtig finde ich, dass sie es hier soft angehen, da sie das Passwortteilen implizit gefördert haben, um sich ihre Marktposition zu erarbeiten.

- Was passiert, wenn Amazon und Apple die Margen egal sind?

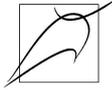
Schwierige Frage. Hier könnte das größte Problem für Netflix, Disney und WBD liegen. Wenn Amazon Prime weiterhin nur 69 EUR im Jahr oder 7,99 EUR im Monat kostet, wird es schwer, die Preise deutlich zu erhöhen. Wie gesagt: Netflix liegt pro Nutzenden auch ungefähr bei 8,5 USD, d.h. gleich auf. Apple dagegen verschenkt sein Streamingangebot mit dem Kauf neuer Geräte. Apples Strategie leuchtet mir bisher noch nicht ein und scheint auch keine Konkurrenz zu sein. Aber die könnte sich mit besserem Angebot von Apple natürlich noch ändern. Auch hier denke ich, dass die Inhalte ausschlaggebender als der sehr günstige Preis aller Streamingangebote ist.

- Gibt es ein Unbundeling von Amazon Prime und/oder Apples Gerätverkäufen?

Dies wäre zu einem gewissen Grad die Chance gegenüber dem Risiko der vorherigen Frage. Ich glaube nicht, dass Amazon oder Apple eine Chance hätten, würde sie ihre Streamingangebote nicht mit ihrem Service/Geräten bündeln. Müssten sie die Bündelung, wie Microsoft mit dem Internetexplorer aufheben, hätte Apple aus meiner Sicht momentan keine Chance und Amazon wäre in diesem Geschäft nicht sehr profitabel und müsste sein Angebot deutlich höher preisen. Das Problem eines kartellrechtlichen Unbundlings liegt darin, dass weder Amazon noch Apple eine marktbeherrschende Stellung im Streamingmarkt oder im audiovisuellen Markt haben. Ich halte die Wahrscheinlichkeit also für eher gering.

- Was sind die Gefahren aus dem Gaming-Sektor hinsichtlich Aufmerksamkeit?

Ich denke, dass Gaming eine größere Gefahr für das Nutzerverhalten von audiovisuellen Medien darstellt als der generelle Internetkonsum. Hier gilt es die einzelnen demografischen Kohorten im Nutzer-



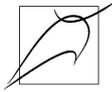
verhalten (Zeit pro Tag; Anteil an der Bevölkerung) zu beobachten. Bisher ist keine große Veränderung zu sehen, aber diese schließe ich nicht aus.

- Was sind die Gefahren, die aus dem Metaverse kommen? Was wollen die Leute im Metaverse machen?

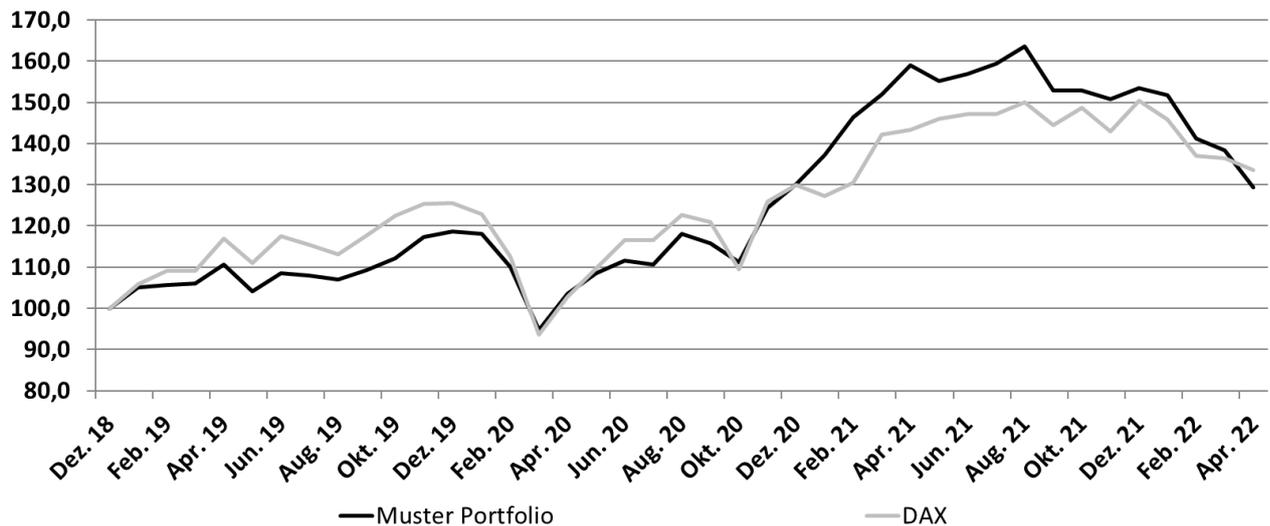
Dies geht in die gleiche Richtung, wie die vorherige Frage. Allerdings sehe ich Gaming in den nächsten 5-10 Jahren

wesentlich relevanter als das Metaverse. Sollte es denn kommen, kann es sein, dass die Inhalte im Metaverse wichtiger sind als die Infrastruktur. Grundsätzlich sehe ich hier momentan keine akute Gefahr für die Streaminganbieter.

**Warner Bros. Discovery ist mit 10% unsere größte Position im Portfolio. Netflix haben wir mit 4% im letzten Monat neu ins Portfolio aufgenommen.**



## Muster-Portfolio



Der Wert des Muster-Portfolios hat sich mit -6,5% deutlich schlechter entwickelt als der DAX mit -2,2%.

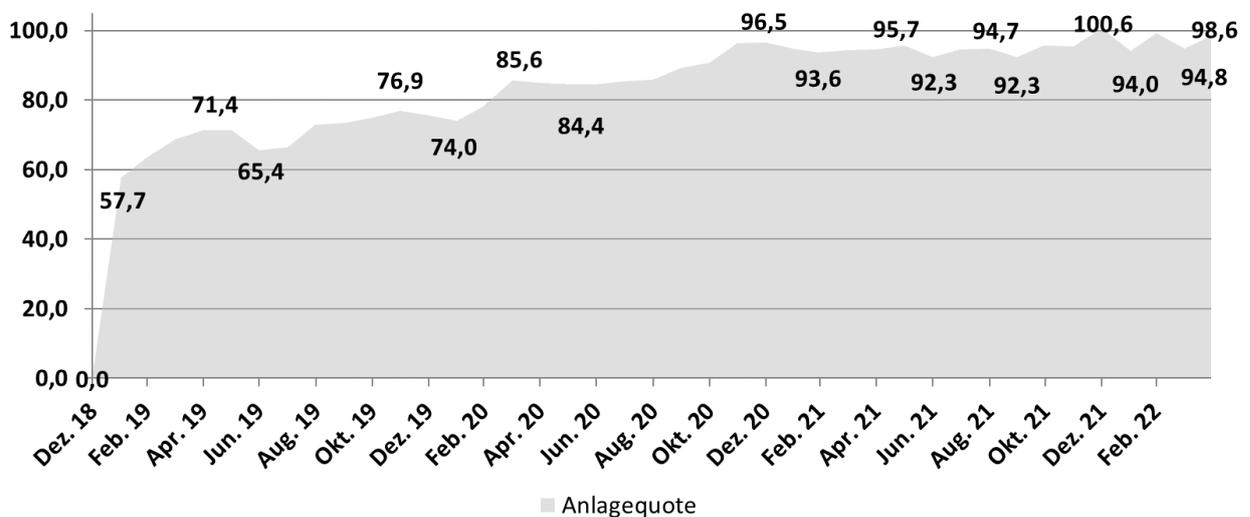
Warner Bros. Discovery hat allein für einen negativen Performancebeitrag von -2,7% gesorgt und ist damit der größte Verlustbringer in einem Monat von einem Einzeltitel seit Start der Gesellschaft.

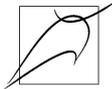
Daneben haben sich PayPal, Alibaba und BioNtech besonders schlecht entwickelt mit

Verlusten deutlich über -15%. Auf der positiven Seite haben wir nur BIC, AGFA und Naked Wines. Insbesondere BIC hat aber auch mit einem positiven ersten Quartal überrascht.

Ansonsten muss man ehrlich sagen, war dies ein Monat zum Vergessen.

Die Anlagequote ist, wie angekündigt wieder auf knapp 99% gestiegen.



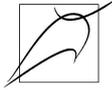


## Allokation Muster-Portfolio

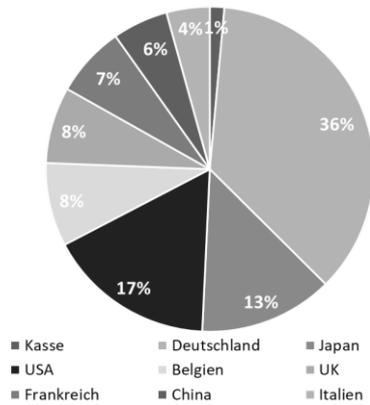
Im April haben die temporär verkauft Anteile in BIC zurückgekauft. Zudem haben wir Takeuchi nach den Geschäftszahlen nachgekauft sowie unser Engagement im Streamingmarkt ausgebaut. Wir haben 0,5% Discovery nachgekauft und eine Position in Netflix von 4% aufgebaut. Dem Gegenüber haben wir ca. 4% an AGFA verkauft.

### Übersicht:

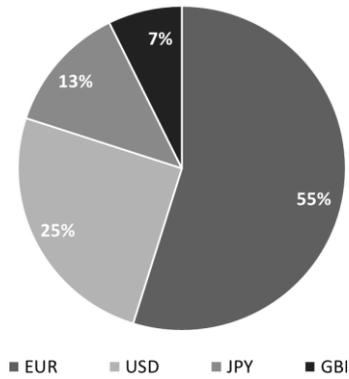
	Portfolio	in %	Performance
	<b>Kasse</b>	<b>1,6%</b>	
1	Discovery Communication	10,2%	-4,06%
2	Agfa	7,9%	+0,11%
3	BioNtech	7,6%	-1,86%
4	HelloFresh	7,5%	-3,82%
5	Grenke	7,3%	-2,92%
6	Nintendo	7,3%	-0,21%
7	Naked Wine Plc	7,3%	-2,51%
8	All For One	6,8%	+1,92%
9	BIC	6,7%	-0,31%
10	PayPal	5,7%	-0,59%
11	Takeuchi Mfg Co Ltd	5,3%	+0,94%
12	CeWe Color	5,3%	+0,51%
13	Alibaba	5,2%	-0,80%
14	MutuiOnline	4,1%	+1,84%
15	Netflix	4,0%	-0,29%



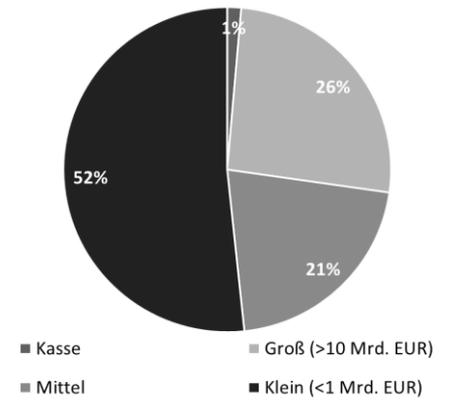
### Länder:



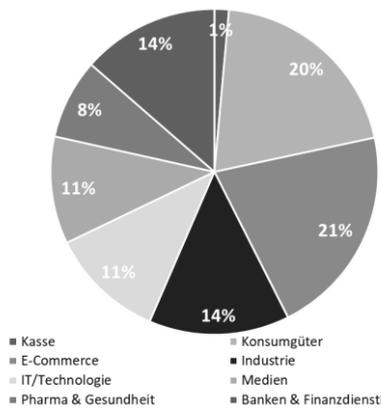
### Währungen:



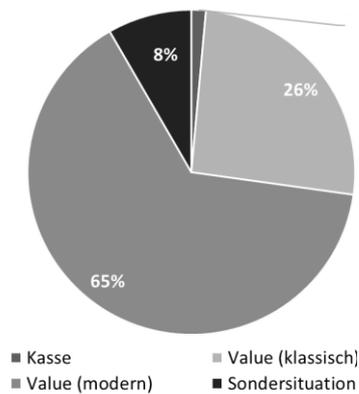
### Marktkapitalisierung:



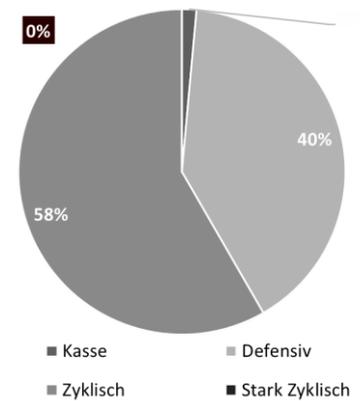
### Branchen:

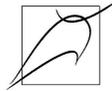


### Investmentstil:



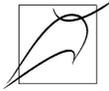
### Konjunkturanfälligkeit:





**Bewertung des Musterportfolios:**

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ <sup>1</sup>	%	DCF <sup>2</sup>	%	Easy Buffett <sup>3</sup>	KGV t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC <sup>4</sup>	5 yr. Ø ROE <sup>5</sup>	Net Debt <sup>6</sup>	EK-Quote	Bewertung <sup>7</sup>	Sicherheit <sup>8</sup>
<b>gewichteter Ø</b>						<b>75%</b>		<b>63%</b>	<b>20%</b>	<b>12,9</b>	<b>2,3</b>	<b>66%</b>	<b>16%</b>		<b>46%</b>		
AGFA	AGFB	3,86	Mio.	EUR	5,42	41%	5,37	39%	23%	15,1	0,9	0%	16%	553,5	28%	3,0	1,0
Alibaba	BABA	97,09	Mio.	USD	206,82	113%	211,21	118%	30%	2,6	0,2	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	63,00	Mio.	EUR	77,27	23%	80,03	27%	10%	18,3	3,0	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
BIC	BICP	57,00	Mio.	EUR	79,72	40%	71,72	26%	12%	7,3	1,4	14%	12%	53,2	67%	3,0	2,0
Biontech	BNTX	138,78	Mio.	USD	167,49	21%	151,49	9%	27%	3,6	1,7	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	86,20	Mio.	EUR	111,07	29%	109,05	27%	9%	15,7	2,2	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Brot. Dis.	DISCA	18,15	Mio.	USD	39,72	119%	40,78	125%	43%	6,5	0,7	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	25,42	Mio.	EUR	74,27	192%	74,76	194%	18%	8,7	4,2	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	41,79	Mio.	EUR	65,70	57%	66,00	58%	16%	16,2	4,3	304%	26%	57,3	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	29,78	Mio.	EUR	35,56	19%	32,19	8%	27%	23,2	4,2	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	3,63	Mio.	Gbp	11,55	218%	8,25	127%	18%	13,1	1,9	-11%	-1%	-8,2	47%	3,0	1,0
Netflix	NFLX	190,36	Mio.	USD	230,55	21%	227,01	19%	19%	17,7	3,8	196%	24%	22305,5	36%	3,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	87,93	Mio.	USD	92,69	5%	92,54	5%	12%	26,5	3,4	67%	16%	41735,0	29%	2,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	60040,00	Mio.	JPY	66108,58	10%	64982,31	8%	17%	17,7	3,4	146%	15%	-1283730,5	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2376,00	Mio.	JPY	5871,94	147%	4294,95	81%	14%	11,6	0,7	21%	13%	-47144,5	76%	3,0	3,0



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

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

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

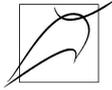
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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

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

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

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

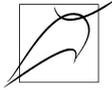


## **Abonnierenden Fragen**

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.