

Till Schwalm's Value Investing Brief

Juli 2024

Sehr geehrte Anlegende,

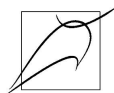
Nvidia war im letzten Monat zeitweise das größte gelistete Unternehmen der USA. Zusammen mit Apple und Microsoft gehört es zu den „Großen Drei“, die eine Marktkapitalisierung von über 3 000 Milliarden USD haben und damit jeweils größer sind als alle Russel 2000 Unternehmen, also die 2000 kleineren Unternehmen der USA. Während ich bei Apple und Microsoft zumindest theoretisch die Bewertung rechtfertigen könnte, scheint Nvidia seinen Fundamentaldaten enteilt zu sein.

Die Geschichte um AI und Nvidia erinnert mich dabei an Dotcom-Unternehmen Ende der 90er Jahre. AI wird eine große Rolle in der Welt spielen, aber wer die gewinnenden Unternehmen in zehn bzw. 15 Jahren sind, dass scheint mir heute noch nicht ausgemacht. Nvidia wird aber so bewertet, als ob es sicher wäre, dass sie die nächste Dekade den Markt für AI-Chips allein beherrschen würden. Das halte ich für unwahrscheinlich. Insbesondere, weil sie zurzeit auch

Gewinnmargen von über 50% haben. Die Kunden/Kundinnen werden sich nach Alternativen umsehen und diese wird es geben. Ganz nach Jeff Bezos: „Your margin is my opportunity.“.

Gleichzeitig haben die „Großen Drei“ einen Anteil am S&P 500 von über 20% - das gab es in der Geschichte des S&P in den letzten 50 Jahren nicht. Dies gilt auch dafür, wenn man auf die „Magnificent 7“ schaut: Amazon.com (AMZN), Apple (AAPL), Alphabet (GOOGL), Meta Platforms (META), Microsoft (MSFT), Nvidia (NVDA) und Tesla (TSLA). Die drei Spitzenunternehmen stechen allerdings heraus.

Vergleicht man die Performance des S&P 500, getrieben durch die großen Unternehmen, mit dem Russel 2000; also die 500 größten gelisteten Unternehmen mit den 2 000 kleinsten im Index gelisteten Unternehmen der USA; haben diese den Markt so



stark outperformed wie seit 1999 nicht mehr.

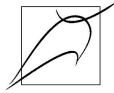
Jetzt kann man nach Gründen suchen, warum das so sein muss. Einer ist, dass die großen Unternehmen mit Software immer dominanter werden und an allem mitverdienen. Aber rechtfertigt dies einen deutlich höheren Bewertungsaufschlag als in der Vergangenheit? Große Unternehmen dürfen teurer sein als kleine, da sie historisch sicherere Gewinne erwirtschaftet haben als kleine. Aber dieser Aufschlag sollte sich langfristig, wenn sich unser wirtschaftliches Zusammenleben nicht strukturell verändert, nicht ändern. Die letzten zehn Jahre hat er sich aber deutlich zu Gunsten der großen Unternehmen verschoben. Mit nochmal einer Beschleunigung der Verschiebung in den letzten zwei Jahren. Was ist das Narrativ dafür, welches man sich an der Börse erzählt? Dass die Zinsverschiebung viel schlimmer für kleine Unternehmen ist als für Große? Aber was ist dann mit den acht Jahren zuvor, wo die Zinsen im Schnitt gefallen sind? Und was ist mit den vielen kleinen Unternehmen, in die wir auch investiert sind, die eine netto Kasse haben? Müssten die nicht ausgenommen sein von der Entwicklung? Aus meiner Sicht hakt dieses Narrativ, auch wenn es natürlich bestätigende Beispiele gibt.

Ich habe eine andere Erklärung. Die liegt in der positiven Entwicklung von Indexfonds. Versteht mich nicht falsch. Ich halte die Entwicklung von Indexfonds für überwiegend positiv. Sowohl für die Gesellschaft als Ganzes, da es vielen Menschen ermöglicht, sich günstig am produktiven Kapital der Wirtschaft zu beteiligen, als auch für Privatanlegende im Einzelnen, die von der Entwicklung natürlich direkt profitieren. Und auch wenn die Aussage ist, dass Indexfonds marktneutral sein sollen, sehe ich dies

im Aggregat über den gesamten Markt anders. Wenn die „Großen Drei“ in allen beliebten Indizes, wie dem NASDAQ, dem S&P500 und dem MSCI World mit Abstand die größten Positionen sind, dann hat das Bessparen und der vermehrte Kauf dieser Indizes einen Einfluss auf die Bewertung. Einmal direkt im Vergleich zu Indizes, die weniger populär sind, wie der Russel 2000 oder europäische Indizes, aber auch innerhalb der Indizes. Wenn der NASDAQ bespart wird, hat das erstmal keinen Einfluss auf die Bewertung der einzelnen Unternehmen innerhalb des NASDAQ zueinander. Es hat aber einen Einfluss auf die Bewertung der Unternehmen, die sich auch im S&P 500 und im MSCI World befinden zu der Bewertung der restlichen Komponenten dieser Indizes, die sich nicht im NASDAQ befinden. Wenn dann diese aber auch noch bespart werden, hat das wiederum einen Einfluss auf die Bewertung genau dieser Unternehmen im NASDAQ, sodass sich die Titel, die in allen Indizes vertreten sind, gegenseitig größer machen also sie ohne ETFs wären.

Innerhalb eines effizienten Marktes sollten die aktiven Manager*innen sich nun dagegenstellen und die Bewertung wird angepasst. Dass Märkte praktisch aber nicht immer rational sind und dass es insbesondere auch in unsicheren Zeiten schwer ist, sich gegen Unternehmen zu stellen, die konstant bespart werden und als sicher gelten, hat die Vergangenheit aber hinlänglich gezeigt.

Ich gehe davon aus, dass es ein Zurück zum Mittelwert (reversion to the mean) geben wird, also dass kleinere Unternehmen auch wieder eine bessere Entwicklung als große zeigen werden. Ich denke aber, dass es dafür eine sicherere Umwelt braucht. Keinen Krieg in Europa, keine zunehmenden Umweltkatastrophen, keine anstehenden



Präsidentenwahlen in den USA. Sollten die Umweltbeeinflüsse wieder sicherer werden, werden Privatanleger*innen eher in vermeintlich riskantere Unternehmen investieren und aktive Vermögensverwalter*innen können Bewertungsdiskrepanzen besser nutzen.

Bis dahin heißt es abwarten und Teetrinken, bzw. in solide Unternehmen investiert sein, die die kommenden Stürme und Warmzeiten nutzen können.

Bleiben Sie stabil,

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	5
Marktanalyse	6
Muster-Portfolio	8
Allokation Muster-Portfolio	9



Unternehmensentwicklungen

Die Berichtssaison zum ersten Quartal ist abgeschlossen. Es gab aus meiner Sicht keine großen Überraschungen.

Überblick über die bisherige Berichtssaison kal. Q1/2024

Name	Δ kal. Q1 Bericht	Δ Ausblick 2024	Δ Einschätzung
3M Company	Positiv	Neutral	Neutral
Alibaba	Neutral	Neutral	Neutral
All for One	Negativ	Neutral	Neutral
BioNTech	Neutral	Neutral	Neutral
CEWE	Neutral	Neutral	Neutral
DEFAMA	Neutral	Neutral	Neutral
Grenke	Neutral	Neutral	Neutral
HelloFresh	Negativ	Neutral	Neutral
Hypoport	Neutral	Neutral	Neutral
Mayr Melnhof	Neutral	Neutral	Neutral
Multiply	Positiv	Neutral	Neutral
Nintendo	Neutral	Neutral	Positiv
PayPal	Positiv	Neutral	Neutral
Takeuchi	Neutral	Neutral	Neutral
Warner Bros. Disc.	Neutral	Neutral	Neutral

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

BioNTech

BioNTech hat auf Anweisung der FDA eine klinische Studie (Phase 1) nach mehreren Todesfällen gestoppt. Es ging um ein Antikörper-Wirkstoff-Konjugat (BNT326/YL202) zur Behandlung von nicht-kleinzelligem Lungenkrebs und Brustkrebs, welches man zusammen mit MediLink erforscht. Für mich ist dies nicht überraschend. Insbesondere bei Phase 1 Studien liegt die Ausfallquote deutlich über 50%. Die Wahrscheinlichkeit, dass es in den nächsten Jahren noch mehr negative Nachrichten gibt, ist deutlich größer als positive.

Allerdings reicht es, wenn zwei bis vier der über 40 Wirkstoffe erfolgreich sind und dass dies passiert, halte ich aufgrund der Wahrscheinlichkeiten für sehr wahrscheinlich. Was allerdings nicht so schön ist, ist, dass man sich vor wenigen Wochen noch relativ optimistisch über das Präparat geäußert hat.

Weiter Informationen finden Sie bei Interesse hier:

<https://transkript.de/artikel/2024/todesfaelle-biontech-muss-klinische-studie-stoppen/>



Marktanalyse

Die großen Märkte haben sich im Juni in Europa und den USA unterschiedlich entwickelt. Dies passiert nicht oft. Insbesondere die Europawahl und die politische Unsicherheit in Frankreich hat die Märkte auf dem alten Kontinent kurzfristig verunsichert. Allerdings war die Entwicklung zuvor auch sehr gut, sodass ich diese kleine Korrektur keine weitere Beachtung schenke. Auf der anderen Seite des

Atlantiks haussieren die großen Indizes dagegen von einem Allzeithoch zum nächsten. Allerdings, wie ich das im einleitenden Text schon beschrieben habe, getrieben von nur wenigen Titeln. So ist der Russel 2000 dieses Jahr negativ, während der S&P 500 +15% gemacht hat. Eine Entwicklung die es in der Intensität bisher noch nicht gab und nur vergleichbar mit dem Zeitraum der Dot-com Blase ist.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im Juni in Europa und den USA unterschiedlich entwickelt. Insgesamt sind die Börsen gemessen an meinen Indikatoren eher teuer.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	18 235,5	20 602,1	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,87%	5,18%	↘
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	35,6	17,5	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	73%	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 vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet ist und am 13.02.2020 mit 13 788 Punkten und der anschließenden Corona-Krise beendet wurde. Der gewichtete Durchschnittskurs aller Tage dazwischen liegt bei 9 246 Punkten und der Mittelpunkt des Zyklus war der 15.08.2014.

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

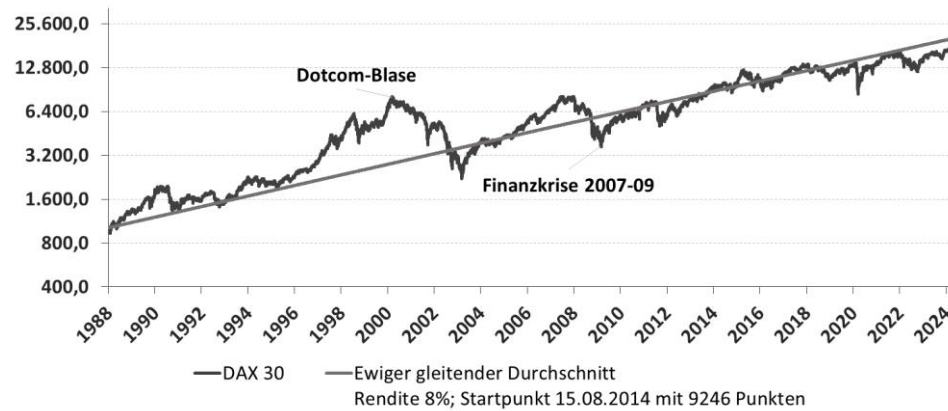
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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

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



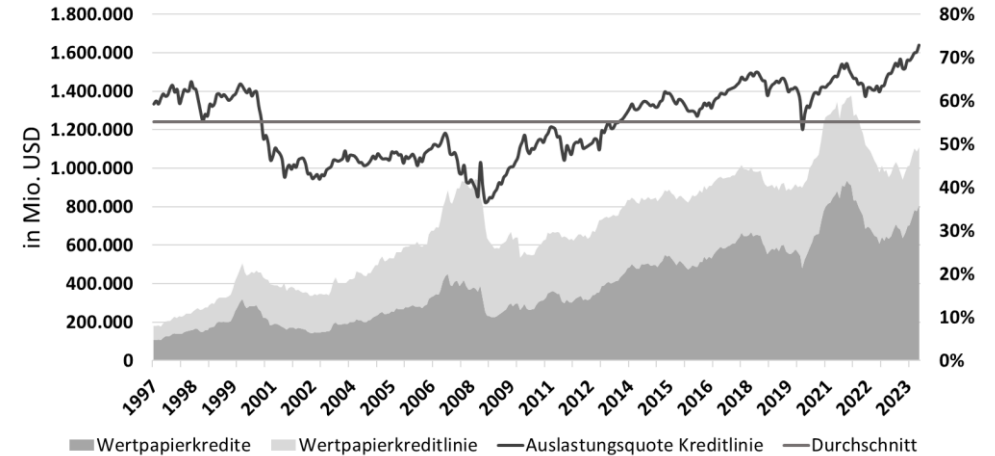
Ewige Durchschnittsrendite:



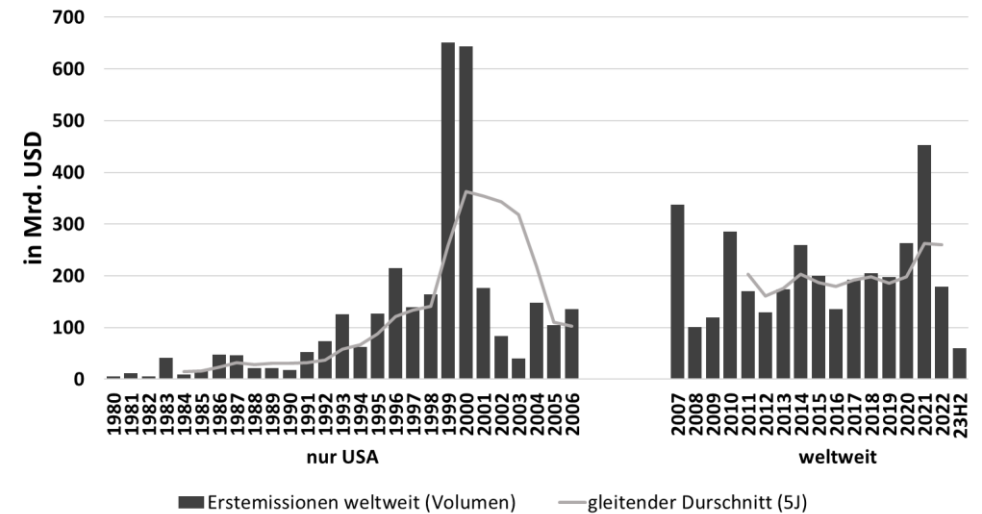
Shiller KGV:

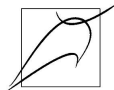


Kredit-Spekulation:

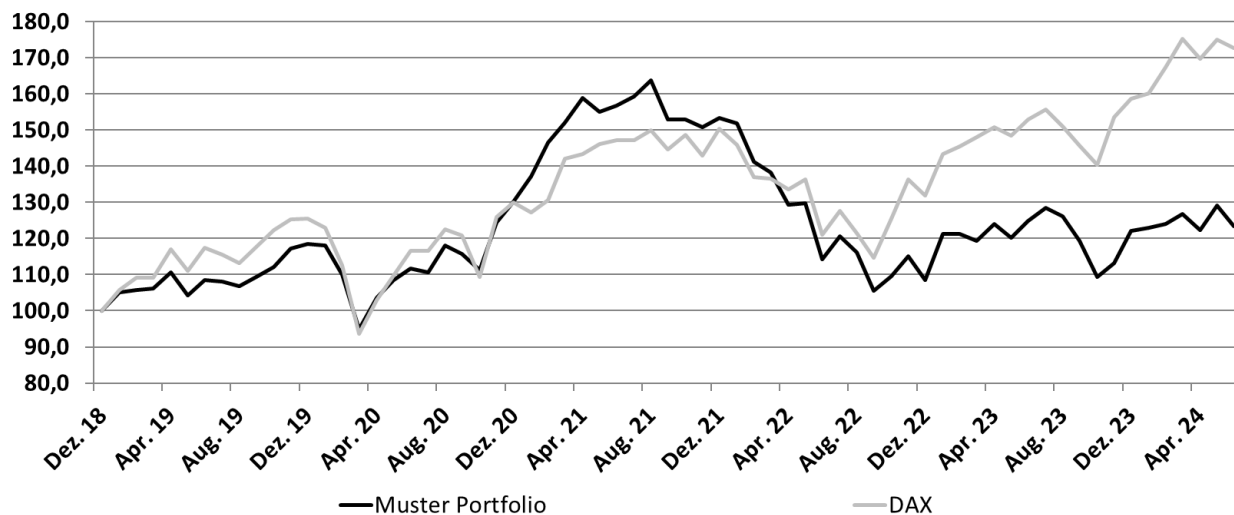


Erstmissionen:





Muster-Portfolio

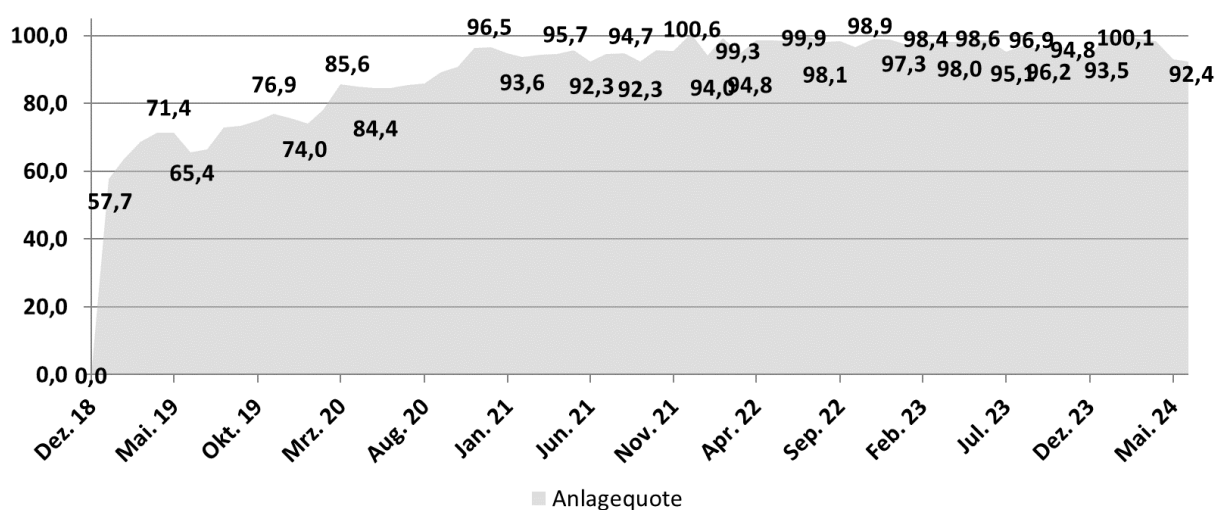


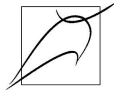
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Juni mit -3,1% negativ entwickelt.

Es gab mit All for One und DEFAMA zwei Nebenwerte, die sich weiter sehr positiv entwickelt haben.

Auf der Negativseite standen dagegen deutlich mehr Titel: BioNTech, Multiply (MutuiOnline), Hypoport, Alibaba und HelloFresh.

Die Anlagequote hat sich aufgrund von Dividenden weiter reduziert.



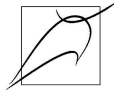


Allokation Muster-Portfolio

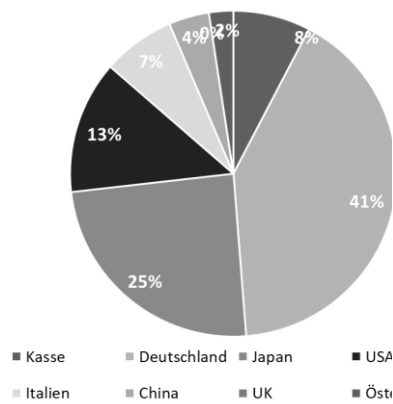
Es gab keine aktive Veränderung des Portfolios. Die Kasse ist aufgrund von Dividenden weiter leicht gestiegen.

Übersicht:

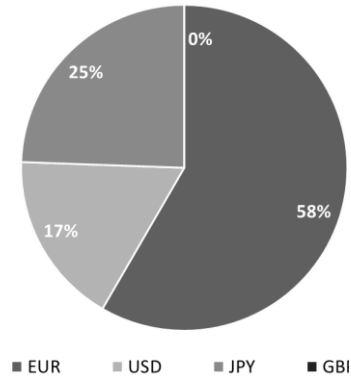
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	7,7%	
1	Takeuchi Mfg Co Ltd	13,2%	+7,80%
2	Nintendo	11,2%	+1,70%
3	All For One	8,6%	+2,52%
4	CeWe Color	7,5%	+2,06%
5	Grenke	7,4%	-4,32%
6	Molting	7,2%	+3,27%
7	BioNtech	6,0%	-5,66%
8	PayPal	5,2%	-2,74%
9	Warner Bros. Discovery	5,1%	-11,56%
10	Hypoport AG	4,7%	+3,37%
11	Alibaba	4,0%	-2,16%
12	DEFAMA	3,5%	+0,69%
13	HelloFresh	3,4%	-15,84%
14	3M Company	2,9%	+0,46%
15	Mayr-Melnhof Karton	2,4%	-0,45%



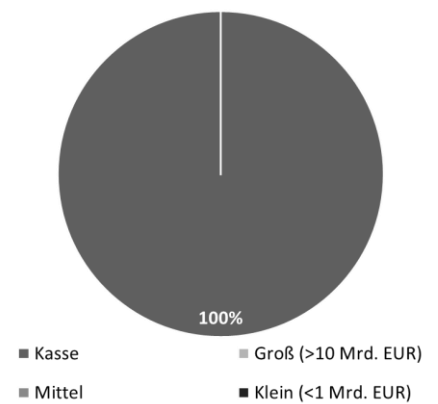
Länder:



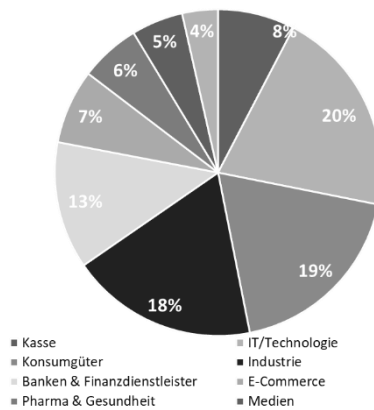
Währungen:



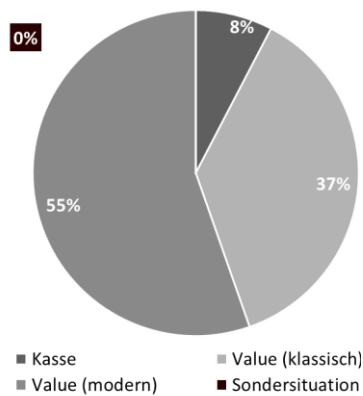
Marktkapitalisierung:



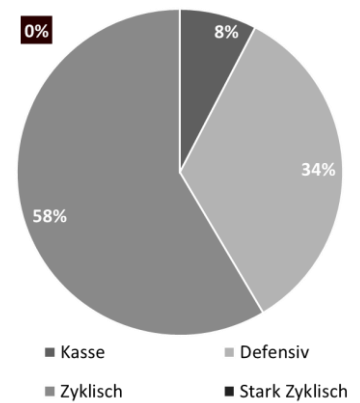
Branchen:

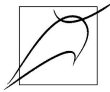


Investmentstil:



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						78%		75%	15%	15,0	2,6	57%	14%		50%		
3M Comp	MMM	100,69	Mio.	USD	105,09	4%	113,05	12%	16%	15,1	18,0	38%	4%	34883,0	10%	2,0	0,0
Alibaba	BABA	72,15	Mio.	USD	115,14	60%	122,24	69%	14%	16,2	1,2	-62%	12%	9036,2	63%	3,0	2,0
All for One	A1OS.DE	59,60	Mio.	EUR	76,67	29%	92,36	55%	7%	12,9	2,2	19%	13%	136,5	29%	3,0	1,0
BioNTech	BNTX	78,90	Mio.	EUR	256,96	226%	225,96	186%	43%	-158,2	1,0	68%	21%	-15137,3	88%	3,0	3,0
Cewe	CWC.DE	104,80	Mio.	EUR	147,02	40%	148,74	42%	12%	12,1	1,7	27%	14%	78,8	58%	3,0	2,0
DEFAMA	DEF	26,80	Mio.	EUR	24,44	-9%	25,85	-4%	1%	47,9	4,2	3%	12%	162,4	14%	1,0	1,0
Warner Bros.	WBD	7,23	Mio.	USD	16,10	123%	17,12	137%	16%	27,7	0,4	145%	3%	69457,5	38%	3,0	0,0
Grenke	GLJ	20,95	Mio.	EUR	65,01	210%	65,73	214%	14%	10,4	0,2	1%	8%	2076,7	19%	3,0	0,0
HelloFresh	HFG	4,81	Mio.	EUR	19,19	299%	19,75	311%	33%	4,6	0,7	87%	19%	1101,6	39%	3,0	1,0
Hypoport	HYQ.DE	302,80	Mio.	EUR	210,56	-30%	207,01	-32%	3%	188,7	5,3	3%	10%	153,0	54%	1,0	2,0
Mayr-Melnhof	MMK	110,80	Mio.	EUR	167,86	51%	160,72	45%	11%	22,0	1,3	12%	11%	2057,6	40%	3,0	1,0
Molting	MOL.MI	35,00	Mio.	EUR	69,97	100%	62,75	79%	18%	18,8	3,6	43%	25%	395,8	35%	3,0	1,0
PayPal	PYPL	57,40	Mio.	USD	97,98	71%	96,69	68%	23%	12,7	2,2	63%	17%	43753,5	26%	3,0	1,0
Nintendo	7974	8556,00	Mio.	JPY	10249,49	20%	10211,14	19%	10%	31,3	3,9	232%	21%	-1520587,0	81%	3,0	3,0
Takeuchi	6432	5630,00	Mio.	JPY	8039,08	43%	6708,16	19%	10%	9,7	1,5	24%	13%	-55467,0	75%	3,0	3,0



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

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

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

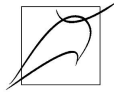
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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

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

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

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



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.