

Till Schwalm's Value Investing Brief

März 2022

Sehr geehrte Anlegende,

der Monat war für unser Portfolio, wie man ihn erwarten würde, mit -7% schwach. So furchtbar die Ereignisse um die Ukraine sind, fühlt sich der Markt und seine Reaktion normal an. Sicher ist auch, dass uns noch einige unruhige Wochen und Monate bevorstehen. Trotzdem muss man sich vor Augen führen, dass wir uns, abgesehen vom russischen Markt und russischen Aktien, nicht in einem Crash befinden. Die Schwankungen, die wir zurzeit sehen, sind innerhalb normaler Marktschwankungen. Aus diesem Grund stelle ich mir die Frage, ob dies gerechtfertigt ist oder ob die Börsen hier einen Fehler machen.

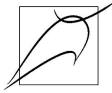
Vorweg aber erst einmal etwas Wichtiges: Ich bin Investor, kein politischer Experte und schreibe aus Investorensicht. Auch wenn ich Dinge positiv als Investor sehe, muss klar sein, dass ein Krieg immer katastrophal ist und in keiner Weise zu rechtfertigen ist und jeder der beteiligt ist, seinen Preis zahlen wird. Auch kann sich die Lage schnell ändern, sodass Ein-

schätzungen ständig überdacht werden müssen.

Die Situation

Es ist politisch sehr dunkel in Europa geworden und passt leider ins Bild des 21. Jahrhunderts. Seit der Finanzkrise bewegt sich die Welt von offenen zu geschlossenen Gesellschaften. Begonnen mit nationalistischer Zins- und Wirtschaftspolitik (Deutschland eingeschlossen), über den BREXIT, über nationalistische Strömungen mit Populisten an ihren Spitzen (wie Trump), über China, welches die Hongkonger-Gedanken und die Uiguren unterdrückt und die Wirtschaft unabhängig vom Rest der Welt aufstellen möchte, zu Putins Russland, welches jetzt den ersten großen Angriffskrieg mit Soldaten in Europa seit dem zweiten Weltkrieg führt.

Putin ist nicht irrational. Verständnis habe ich trotzdem nicht für ihn. Putin hat innenpolitische Probleme, verstärkt durch die Corona-Krise. Die Freiheitsbewegung in Belarus konnte nur unter Einfluss Russlands gestoppt werden, was Belarus



zum Satellitenstaat von Russland macht. Die Ukraine ist hingegen die Blaupause für ehemalige Kern-UdSSR-Staaten, wie eine liberale Demokratie aussehen könnte. Wäre sie ein Erfolgsmodell geworden, und danach sah es aus, hätte es liberalen demokratischen Kräften in Russland und Belarus als Vorbild gedient. Dies hat Putin nun mit Waffengewalt verhindert/verzögert.

Ob er sich damit einen Gefallen getan hat, ist offen. Tatsächlich finde ich den Konflikt politisch schwer einzuschätzen, da es wenig echte Informationen gibt und beide beteiligten Seiten momentan kein Interesse an freien, transparenten Informationen haben. Russland sowieso nicht – die offizielle Grundlage für den Einmarsch ist eine Lüge. Aber auch die Ukraine und der Westen ist an einem Bild interessiert, welches die Moral hochhält und die westlichen Länder vereint. Ich denke, das ist richtig und dass man hier nicht von Falschinformationen sprechen muss. Aber, dass man eine Zitrone aus dem Weltall fotografieren kann, zugleich nicht weiß, wie weit die russische Armee bereits vorgerückt ist, halte ich zumindest für eine sehr lückenhafte Informationsweitergabe.

Nichtsdestotrotz scheint die Informationspolitik des Westens aufzugehen und von Putin unterschätzt worden zu sein. Putin hat aus meiner Sicht mit deutlich weniger Widerstand in der Ukraine und vom Westen gerechnet. Dies ist positiv, da es das zukünftige Verhalten von Russland und insbesondere China beeinflusst.

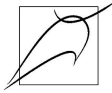
Die Börse

Russland und die Ukraine sind bis auf ihre Rohstoffe für die Weltwirtschaft unwichtig, insbesondere als Absatzmarkt. Das gesagt,

gibt es ein paar Arbeitsthesen, die ich als Investor im Kopf habe:

Als erste die offensichtliche Gasabhängigkeit Europas (Österreich, Finnland, Litauen nahe 100%). Man könnte auch sagen, Putin hat uns wirtschaftlich bei den Eiern. Man kann die Sache drehen und wenden, wie man will, Europa kann kurzfristig nicht ohne russisches Gas. Die Implikationen: Atomkraft und Erneuerbare werden noch mehr gefördert, die Energiewende wird beschleunigt, aber auch Kohlekraftwerke und alte Versorger ohne Anteile in Russland werden gebraucht und genutzt werden. Der Kohleausstieg in Deutschland ist auf unbestimmte Zeit verschoben. Im Namen der Versorgungssicherheit werden einige unwirtschaftliche Infrastrukturprojekte, wie neue Pipelines innerhalb Europas oder LNG-Terminals für Deutschland, gebaut werden. Die liberale Energiewirtschaft, wenn es sie denn je gab, ist zu Ende.

Zudem gibt es durch den Krieg auch einen größeren Einfluss auf Lebensmittelpreise, da Russland/Belarus eine besondere Rolle in der Düngemittelproduktion (insb. Kali) zukommt und zusammen mit der Ukraine z.B. 26% des weltweiten Weizenexportes ausmachen. Dies ist für Europa und die USA nur ein kleiner Inflationseffekt, da man tatsächlich auch Exporteur ist, aber könnte Einfluss auf die Welternährungssituation (größte Importeure russischer Produktion: Türkei, Iran, Ägypten), die durch Corona schon angeschlagen ist, haben. Ein besonderes Augenmerk habe ich hier auf die Türkei: Wie in meinen letzten Briefen schon angesprochen, ist die Türkei bereits in einer tiefen Wirtschaftskrise. Jetzt könnte eine Nahrungsmittelversorgungskrise dort das nächste Schwellenland zum Kippen bringen.



Drittens: Militarisierung kommt wieder in Mode! Ausgaben für die Armee, Sicherheit und Verteidigung werden erhöht. Neben der Unterstützung für die Ukraine, werden die Kriegsbudgets aller Länder erhöht – gut für Waffenhersteller. Die Globalisierung wird zurückgefahren, da mag es jetzt manch Freudenrufe aus dem politisch linken Spektrum geben. Es ist keine gute Nachricht. Die Welt wird ineffizienter werden. Es werden Doppelstrukturen geschaffen, z.B. in der Chipproduktion oder in den Zahlungssystemen (Stichwort: SWIFT), oder Lagerhaltung (Notfallreserven) betrieben. Im Großen schränkt das den Welthandel noch mal ein. Im Kleinen werden Reisen und der Austausch zwischen den Völkern und Kulturen, durch Corona schon komplizierter geworden, noch aufwendiger. Anfang des Monats haben wir in einer Welt gelebt, in der unsere Kreditkarten und EC-Karten überall auf der Welt funktioniert haben. In dem Dinge wie Bargeld, klassische Zahlungsanweisungen per FAX und Traveller-Checks, fast unnötig geworden wären. Heute leben wir in einer Welt, in der das nicht mehr stimmt. Fairerweise muss man sagen, wird hier ein negativer Trend, der schon während Corona zu sehen war, beschleunigt.

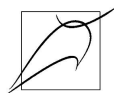
Die Zukunft

Der wohl beängstigendste Teil ist, dass Putin nicht mehr viel zu verlieren hat, solange er die Kontrolle in seinem Land behält. China ist die einzige Macht, die ihm noch wehtun könnte und China hat eigene geopolitische Interessen – namentlich Taiwan. Die Abstimmung im Weltsicherheitsrat spiegelt dies wider und war nicht positiv. Es ist davon auszugehen, dass China Russlands Ukrainefeldzug nicht gutheißt, aber genau beobachtet, wie der Westen reagiert, um eine Blaupause für

seinen Einmarsch in Taiwan zu haben. Bisher ist die Reaktion des Westens auf die Ukraine zumindest so ausgefallen, dass es positiv für den Konflikt um Taiwan sein könnte. Trotzdem könnte sich hier in den nächsten Monaten der nächste Konflikt auftun. Ich hinterfrage hier tatsächlich unsere China-Position „Alibaba“. Die Welt sieht doch deutlich anders aus als vor einem Monat und das Risiko eines technischen Totalausfalls, wie jetzt bei russischen Aktien ist auch hier gegeben.

Des Weiteren glaube ich nicht, dass Putin nach der Ukraine weitermarschiert, um die Republik Moldau, Lettland, Estland und Litauen einzunehmen und tatsächlich die russischen Grenzen von 1900 wieder aufleben zu lassen, was in einigen westlichen Medien spekuliert wird. Wie ich ursprünglich gesagt habe, macht es aus rationaler Sicht Putins Sinn die Ukraine zu unterwerfen, um an der Macht zu bleiben. Die Propaganda in Russland ist um die Ukraine aufgebaut. Das ist bei den anderen Ländern nicht der Fall.

Das Problem heute ist, dass Putin u.U. keinen Erfolg hat. Er schafft es nicht, sein politisches Bild von der Krise vollständig aufrecht zu erhalten. Der Westen und die Ukraine haben zudem den Social Media Krieg gewonnen – hätte ich vorher nicht erwartet. Dies beeinflusst das Bild, welches die Russen haben und ist langfristig vielleicht wichtiger als den Krieg mit Soldaten zu gewinnen, den mit hoher Wahrscheinlichkeit Russland gewinnt. Eine interessante Einschätzung von Carlo Masala, Politikwissenschaftler der Universität der Bundeswehr München, geht in folgende Richtung: Der militärische Konflikt wird nur einige Wochen dauern, dann wird man sich in einem Stellungskrieg, wie zuvor in Donbass und



Luhansk, befinden oder Russland hat gewonnen. Ich hoffe und fürchte ersteres zu gleich.

Sollte Russland im Informations- und echtem Krieg verlieren, wird es für Putin innenpolitisch schwieriger werden. Wie Putin dann reagiert, kann man nicht seriös beantworten und das besorgt mich. In dieser Situation wird es schwer werden, dass alle Seiten ihr Gesicht wahren können und es könnte noch sehr viel schlimmer werden. Die Chance ist nicht mehr null, dass Atomwaffen eingesetzt werden oder Öl- und Gas-Lieferung aus Russland in den Westen vollständig gestoppt werden.

Aus Investorensicht sollte man momentan Unternehmen meiden, die negativ auf Inflation reagieren: das sind normalerweise Unternehmen mit einer niedrigen Marge; Unternehmen, die eine hohe Auslastung brauchen, Unternehmen, bei denen die Bezahlung und die Leistungserbringung zeitversetzt sind bspw. Versicherungen.

Für unser Portfolio hat der Konflikt keine direkten Auswirkungen. Alle Unternehmen haben, wenn sie überhaupt Geschäfte in Russland machen, keinen relevanten Umsatzanteil dort oder in der Ukraine. Von den hohen Energiekosten sind betroffen:

AGFA und BIC, welches in beiden Fällen nicht die Investmentthese verändert. Einzige Position, die ich derzeit überdenke, ist Alibaba, aufgrund einer Neueinschätzung des politischen Risikos, aufgrund eines möglichen Konfliktes von China gegen Taiwan.

Etwas untergegangen ist die Berichtssaison, die im Februar an Fahrt aufgenommen hat. Mehr dazu im Teil Unternehmensentwicklungen.

Trotz der furchtbaren politischen Welt-situation, genießt den Frühlingsanfang!

Ihr

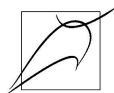
Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	6
Marktanalyse	9
Investmentidee des Monats: PayPal (PYPL).....	11
Muster-Portfolio	13
Allokation Muster-Portfolio	14
Abonnierenden Fragen	18



Unternehmensentwicklungen

Nintendo

Nintendo mit guten Zahlen. Innerhalb meiner Erwartungen. Es wird weniger Hardware und mehr Software verkauft. Hauptsächlich wegen Produktionsengpässen aufgrund der Chipkrise. Die Switch OLED mit 4 Mio. Modellen ist besser gestartet als die Switch und die Switch Lite über einen vergleichbaren Zeitraum. Was zeigt, dass die Nachfrage nach dem System ungebrochen ist. Die Prognose für das Gesamtjahr hat sich nach oben verschoben. Man kann jetzt schon sagen, dass 2021 das zweitbeste Jahr der Firmengeschichte hinter 2020 wird. Man hat zudem mehr als 100 Mio. aktive Nutzende und ca. 36 Mio. Abonnierende. Die Entwicklung bei Nintendo stimmt.

All for One

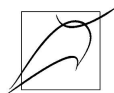
All for One mit sehr guten Zahlen. Umsatz +25%, davon +10% organisch. Alle anderen operativen Kennzahlen sind noch besser. Allerdings ist durch drei Übernahmen die Bilanz leicht belastet worden, aber noch im Rahmen und tragbar durch das operative Geschäft.

Wichtig dazu: All for One ist eines der Unternehmen, die nicht von Corona betroffen waren. Man ist auch im letzten Jahr gewachsen. Dabei interessant, weil erstmalig ausgewiesen die Umsätze von Conversion/4 dem Abo-Model von All for One, welches erst letztes Jahr gestartet ist und heute 2,1 Mio. EUR Umsatz macht. Dies ist nicht viel von den 119 Mio. EUR Umsatz, aber sehr spannend, weil es das Geschäft von All for One stark verändert.

Man rechnet nicht mehr Stunden ab, sondern bietet Migration und Service als ein Abo an. Im Anlauf ist dies nicht kostendeckend, aber über die gesamte Vertragsdauer sollten insbesondere hintenraus die Verträge profitabler sein. Das heißt, jeder Euro Umsatz dort drückt heute auf die Marge, sollte aber in weniger als 12 Monaten deutlich zum Gewinn beitragen. Die EBIT-Marge lag mit 6,4% leicht über dem Vorjahr mit 6,2% und sollte in den nächsten Jahren weiter leicht steigen. Der positive Ausblick ist bestätigt worden.

BioNtech/Pfizer

Pfizer mit Zahlen für Q4 und einem Ausblick für 2022, was man beides auf BioNtech übertragen kann. Danach hat Pfizer im vierten Quartal mit 12,5 Mrd. USD fast den gleichen Umsatz gemacht wie im dritten Quartal und erwartet für 2022 32 Mrd. USD Umsatz mit dem Impfstoff. Allerdings bei deutlich mehr produzierten Dosen. D.h. der Preis pro Dosen ist, wie es auch zu erwarten war, deutlich gefallen. Was aufgrund der Teilung auf Gross Profit Ebene negativ für BioNtech ist. Trotzdem kann man ableiten, dass BioNtech rund 5,5-5,8 Mrd. EUR Umsatz im vierten Quartal machen sollte. Das wäre ein Jahresumsatz von 19 Mrd. EUR und deutlich über der Guidance des Unternehmens von 16-17 Mrd. EUR und über der durchschnittlichen Erwartung der Analysten von 17,4 Mrd. EUR. Die Erwartung für das vierte Quartal auf Basis des Unternehmens oder der Analysten liegt zwischen 3,7 bis 4,2 Mrd. EUR. Das wäre ein Umsatzrückgang von 30% zu Q3, was ich für ausgeschlossen halte, wenn ich mir die Zahlen von Pfizer



anschaue. Zwar wird der Gross Profit deutlich niedriger liegen als in Q3, aber aus meiner Sicht auf Basis der ausgelieferten Dosen und des berichteten Umsatzes von Pfizer max. 10% unter Q3; der eigene Umsatz und der Umsatz mit Dritten sollte dagegen mindesten gleichbleiben, so dass ich auf ein deutliches besseres Q4 komme. Gleichzeitig gehe ich davon aus, dass die Guidance für 2022 nur bestätigt wird. Ich selbst rechne mit einem Umsatz von 15 000 Mrd. EUR auf Basis von 3 Mrd. Impfdosen. Diese Zahl könnte je nach Entwicklung der Pandemie noch etwas höher ausfallen, aufgrund der Bestellung aber nicht niedriger. An meinem Case ändert sich nichts. Bis Ende 2023 wird man ca. 28 Mrd. EUR verdient haben. Bei einer Marktkapitalisierung von aktuell 32 Mrd. EUR (130 EUR pro Aktie) bezahlt man für das Geschäft mit der jährliche Auffrischungsimpfung und die gesamte Pipeline nur 4 Mrd. EUR, was sehr günstig ist.

BIC

Mit Q4 Zahlen, die weitgehend innerhalb der Erwartungen waren. BIC ist eher stark von der Inflation getroffen worden. Umsatz +6,5%, davon mehr als 2% aufgrund von Währungseffekten. Man ist weiterhin deutlich (-13%) unter dem Umsatz von 2019. Die EBIT-Marge war mit 7,1% (sollten um 15% sein) besonders schlecht, verantwortlich war hier insbesondere ein Anstieg der Frachtkosten (2,7 BP) und der Rohstoffkosten (ebenfalls 2,7 BP). Die Preise wurden dagegen nur um 0,1 BP angehoben. Der Ausblick für 2022 liegt bei 7-9% Wachstum, was aber nur einem Umsatzniveau von 2018/2019 entspräche. Mit einem Free Cashflow von über 200 Mio. EUR (ca. 10% der Marktkapitalisierung) läge man ebenfalls nur auf

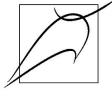
2018/2019 Niveau. In Summe ist BIC wenig vorzuwerfen, aber die Zahlen und der Ausblick inspirieren auch nicht von einer Rendite über der Dividendenrendite von 4-5% für die nahe Zukunft auszugehen – mittel- bis langfristig sollte die Rendite bei ca. 10% liegen, wenn das Management keine Fehlinvestitionen macht.

Grenke

Abschluss der BAFIN Sonderprüfung mit offensichtlich mildem Urteil. Grenke ist verpflichtet, etwas mehr Eigenkapital, nämlich 10,5% (zuvor 9%), vorzuhalten. Eine Vorgabe die Grenke mit 18,1% Eigenkapital schon erfüllt und das Unternehmen nicht in seinem Wachstum einschränkt. Des Weiteren müssen die bereits veröffentlichten Maßnahmen zur „ordnungsgemäßen Geschäftsordnung“ erfüllt werden. Dies klingt nach großem Fehlverhalten. Konkret geht es um einige Compliance-Themen, wie Mängel in der Geldwäscheprävention. Diese Vorgaben wurden ebenfalls bereits zu einem guten Teil abgearbeitet. Der Markt hat die Nachricht auch entsprechend positiv bzw. neutral aufgenommen.

Discovery

Umsatz (+11%) und Wachstum der 22 Mio. Abonnierenden (+2 Mio. im Vergleich zu Q3) in Q4 waren erfreulich. Gewinn eher nicht. Cashflow war in Ordnung. Dies ist auf Quartalsebene und in Vorbereitung auf den Merger, inkl. Anpassung des Abschreibeverhaltens, mit Warner Brother aber nicht wichtig für den Investment Case. Trotzdem ist es schön zu sehen, dass Discovery in ihrem ersten Jahr bereits 1,6 Mrd. USD mit Streaming verdient hat.



Immerhin 13% des Umsatzes. Interessant ist, dass David Zaslav, der neue CEO des verbundenen Unternehmens, nicht in einen Ausgaben-Wettkampf mit den Streaming Konkurrenten einsteigen wird. Im Gegenteil, er geht davon aus, dass man Ausgaben einsparen kann und sieht Warner Discovery als den am breitesten aufgestellten Streaming-Anbieter. Rein von den Stunden Content und den Kategorien, die man abdeckt, hat er damit recht. Die entscheidende Frage wird aber sein, wie man das in ein Produkt packt. Disney hat mit ESPN ebenfalls ein breites Live-Sportangebot. Momentan wird dieses aber getrennt von Disney+ über ESPN+ angeboten. Wenn Warner Discovery die Inhalte von HBO, CNN, Discovery und Eurosport in ein Angebot packen kann, wäre es tatsächlich wettbewerbsfähig mit Disney und Netflix. Amazon als weiterer Konkurrent hat für mich eine Sonderstellung, die sie nur über regulatorische Eingriffe verlieren würde und einen echten Wettbewerb ermöglicht.

Alibaba

Alibaba hat das dritte Quartal (viertes Kalenderquartal) berichtet. Während der Umsatz unter den Erwartungen war, war der Gewinn drüber. Insgesamt hat die Aktie weder stark positiv noch negativ reagiert. Meine Investmentthese habe ich im [letzten Brief](#) näher erläutert und sie beruht auf zwei Dingen: eine günstige Bewertung durch mehreren Value-Investoren, die ebenfalls investiert sind, verifiziert und einer Neubewertung chinesischer Aktien durch den Markt. Ich sehe kein Problem durch die Quartalszahlen in der Bewertungsfrage. Auch die Value-Investoren sind noch an Board. Allerdings bin ich mir hinsichtlich der Neubewertung des Markts sehr unsicher und sehe, wie im Eingangstext schon erwähnt, die Möglichkeit eines technischen Defaults, sollte China Taiwan angreifen. Diese Möglichkeit rechtfertigt einen deutlichen Bewertungsabschlag, wie wir ihn auch bei russischen Aktien gesehen haben, bis zum Zeitpunkt einer politischen Wende in China, die ich heute nicht einmal im Ansatz am Horizont sehe.



Marktanalyse

Die Märkte sind im Februar – wenig überraschend – stark gefallen. Der DAX hat -6,1% zum Vormonat verloren. Dies ist kein Crash. Zum Allzeithoch sind es nur -11%.

Auch der Tech-Sektor, der vermeintlich schlimmer getroffen wurde, liegt als NASDAQ 100 nur -15% unter seinem Allzeithoch. Von einem Crash spricht man ab -20%. D.h. nicht, dass nicht viele Aktien stärker gefallen sind. Aber der Markt als Ganzes ist noch nicht im Crashmodus.

Auffällig ist, die zweite Reihe ist stärker abgestraft, z.B. SDAX -17% oder NASDAQ Small Cap -18%. Was in Zeiten von höherer Volatilität/Risiken typisch ist.

Aber: Die Bewertungen liegen zum großen Teil im Tech-Sektor noch deutlich über 2019 und auch generell ist die Bewertung nicht günstig. Zum Vergleich zu meiner ersten Markteinschätzung im September 2019: Nach dem aktuellen Dip sieht der DAX im gleitenden Durchschnitt etwas günstiger aus, auch ist der Spread zwischen Dividendenrendite und Zins etwas geringer. Aber es gibt zugleich ein deutlich höheres Shiller KGV und es gab in den letzten 12 Monaten deutlich mehr IPOs als 2019. Auf Kredit wird gleich viel spekuliert.

Lange Rede kurzer Sinn: Ich denke, wir haben noch einige schwierige Wochen vor uns.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im Februar negativ entwickelt. Die Bewertung ist günstiger geworden. Sowohl die ewige Durchschnittsrendite als auch die Dividendenrendite sprechen für einen Kauf.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	14 461,0	17 019,9	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,64%	1,43%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	35,9	17,3	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	65%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	453,3	262,3	↘

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

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

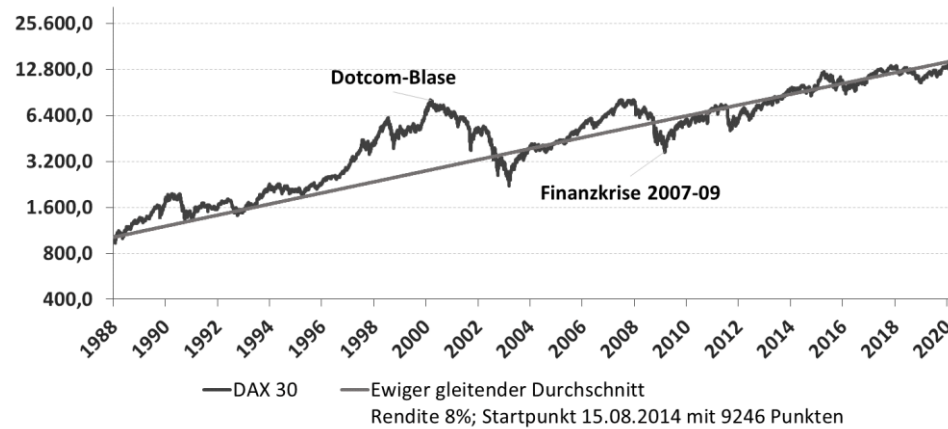
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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

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



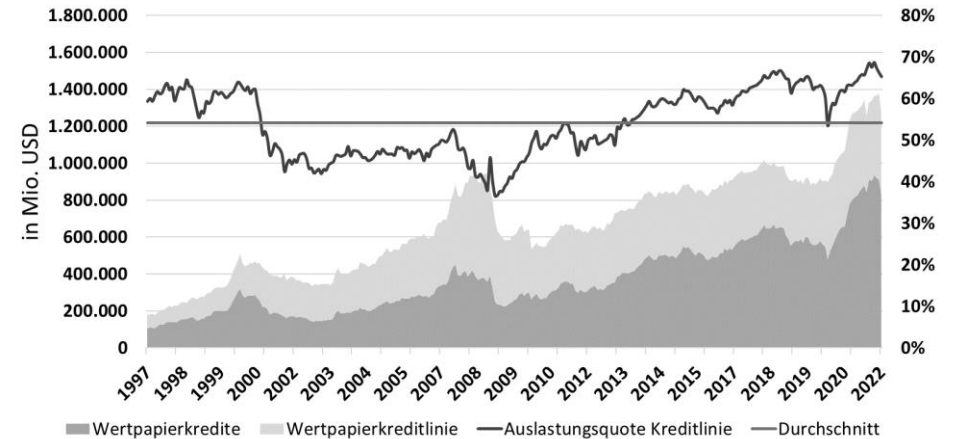
Ewige Durchschnittsrendite:



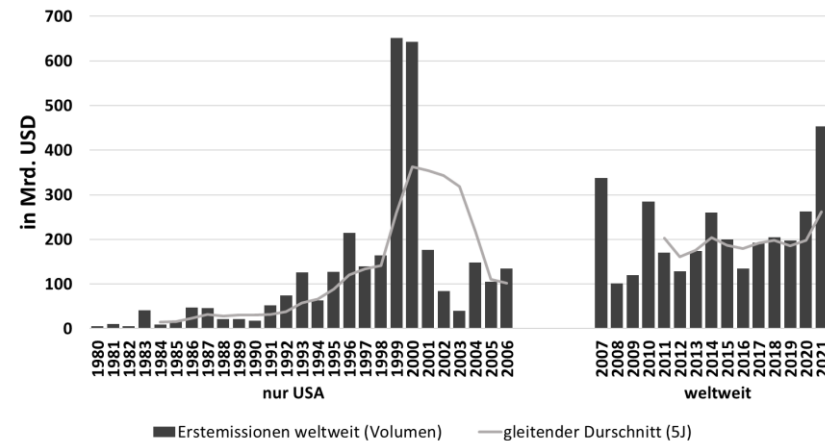
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: PayPal (PYPL)

Bewertung (in USD):

	Kurs	101,34	120 189,2 Mio.
	DJÜ-Basis	92,69	-8,5%
	DCF-Basis	92,54	-8,7%
	# Aktien	1 186,0 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	41 735,0 Mio.	12,1%
	Net IB debt	-3 151,1 Mio.	
	Firmenwert	117 038,1 Mio.	

PayPal ist ein Bezahl Dienstleister, der in erster Linie im Onlinehandel genutzt wird. PayPal profitiert überdurchschnittlich vom Trend zum E-Commerce und zum elektronischen Be-zahlen, dem sogenannten "War on Cash".

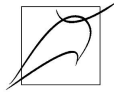
Dabei hat man mit 426 Mio. aktiven Nutzenden und einem Gesamtvolumen der Bezahlung von 1 250 Mrd. USD (ca. ½ Visa) eine Größe erreicht, bei der dem unbegrenzten Wachstum im Kerngeschäft natürliche Grenzen gesetzt werden. Das Management selbst spricht deshalb auch vom Wandel des Fokus Nutzerwachstum auf Engagement.

Dies ist ein Bruch mit der bisherigen PayPal-Story und den bisherigen Aktieninhabenden. Zugleich wurde PayPal in den gleichen Topf der FinTech-Start-Ups/Corona-Profiteure ge-schmissen, was zu einem starken Abverkauf und einem Kursverlust von >60% vom Allzeithoch geführt hat. Heute bekommt man PayPal zu der günstigsten Bewertung seit der Abspaltung von eBay 2015 mit einem KGV von 22; eine FCF-Verzinsung von 5-6% und einem EV/Umsatz von 4. Die Frage ist, ist das gerechtfertigt? Aus meiner Sicht nicht. Auch wenn das Nutzerwachstum deutlich nachlässt mit 2-4% p.a., wird mehr

online gekauft werden +7,5% p.a. und PayPal wird zusätzliche Dienstleistungen, wie „Kauf jetzt, bezahl später.“, Offline-Bezahlung, Kryptowährungen sowie echte Kreditvergabe einführen.

Hierbei profitiert PayPal von einer starken Marke beim Privatkunden/-kundinnen und einer Integration bei den meisten E-Commerce-Shops in Nordamerika und Europa. Allerdings werden die neuen Dienstleistungen nicht zu ähnlichen Gebühren, wie das Kerngeschäft, angeboten werden können. Diese Gebühren, sowie die Integration in einen neuen Shop, die recht kompliziert ist, sind die größten Kritikpunkte an PayPal und ermöglichen der Konkurrenz Marktanteile wegzunehmen. PayPal hat mit Block (Square), Klarna, Visa, MasterCard, Affirm, Amazon, Google, Apple, Meta (Facebook), Coinbase, diversen Kryptowährungen sowie diverse weitere Zahlungsanbieter nicht nur einen starken Gegner, sondern gleich das Who-Is-Who einiger Welt-firmen als Konkurrenten. Umso beeindruckender ist die Entwicklung der letzten Jahre.

Aus meiner Sicht wächst PayPal schnell genug, um eine weitere Multiple-Kontraktion auszu-gleichen. Zudem sieht

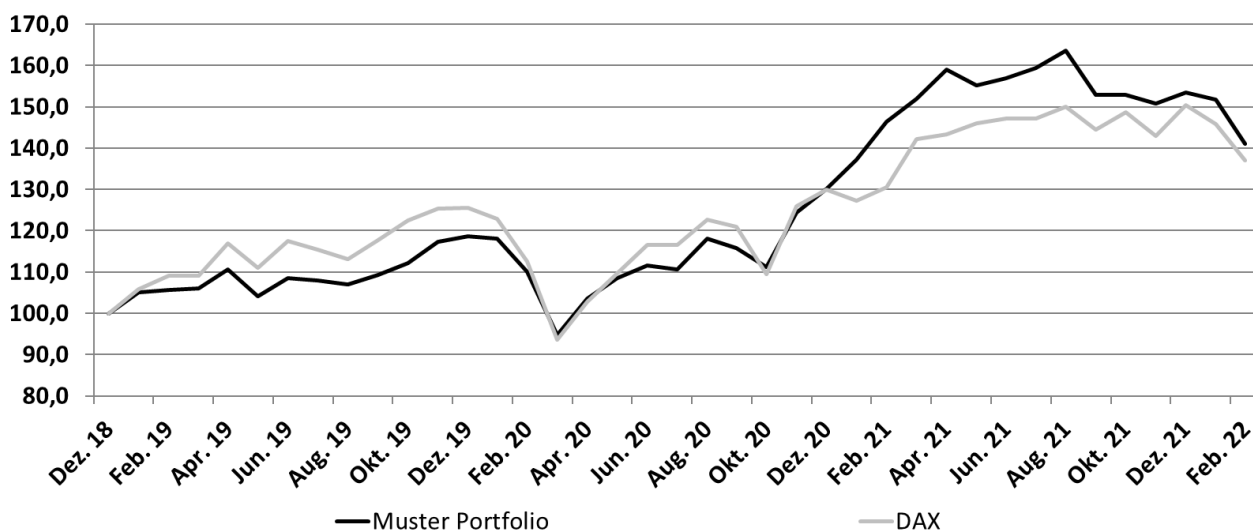


PayPal zum aktuellen Preis eher fair als zu teuer aus. Gleichzeitig spielt PayPal aus meiner Sicht in einer anderen Liga als die meisten Tech-Companies und gehört zu den Bluechips, die eine leicht höhere Bewertung rechtfertigen.

Aus diesen Gründen haben wir im Februar 5% des Portfolios in PayPal investiert.



Muster-Portfolio

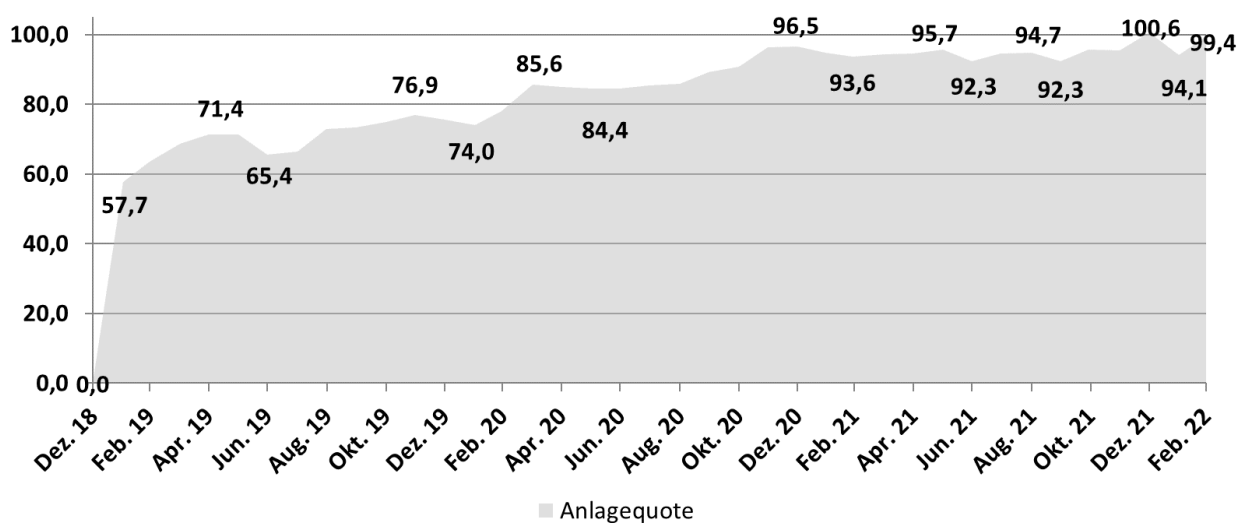


Der Wert des Muster-Portfolios hat sich mit -7% etwas schlechter entwickelt als der DAX mit -6.1%.

Insbesondere HelloFresh, NakedWines, BioNtech und MutuiOnline haben sich schlecht entwickelt.

Positiv waren dagegen Discovery und Nintendo.

Die Anlagequote hat sich durch den Kauf von Paypal auf 99,4% gesteigert.



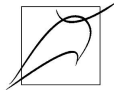


Allokation Muster-Portfolio

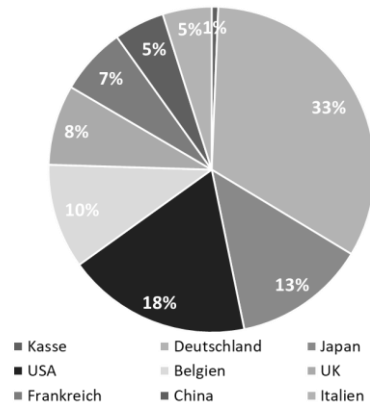
Im Februar haben wir 5% PayPal gekauft sowie 1% Nintendo gegen Naked Wine getauscht.

Übersicht:

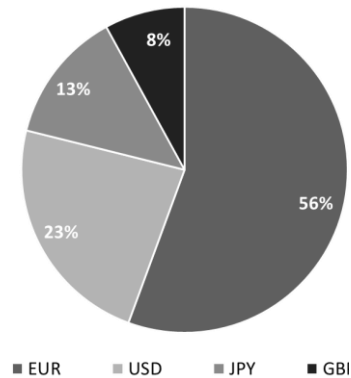
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	1,3%	
1	Discovery Communication	12,9%	+0,28%
2	Agfa	10,3%	-0,90%
3	Nintendo	8,3%	+0,01%
4	Naked Wine Plc	7,9%	-1,21%
5	Grenke	6,8%	-2,72%
6	HelloFresh	6,8%	-3,36%
7	BioNtech	6,8%	-1,63%
8	All For One	6,7%	+1,73%
9	BIC	6,6%	-1,83%
10	CeWe Color	5,7%	+1,25%
11	PayPal	5,3%	+0,38%
12	Alibaba	5,0%	-0,66%
13	MutuiOnline	4,8%	+2,73%
14	Takeuchi Mfg Co Ltd	4,8%	+1,40%



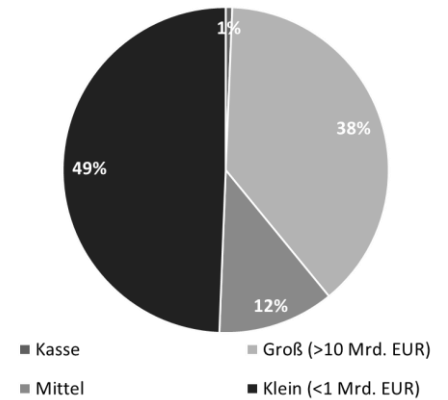
Länder:



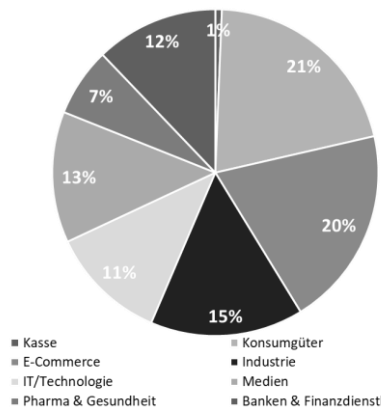
Währungen:



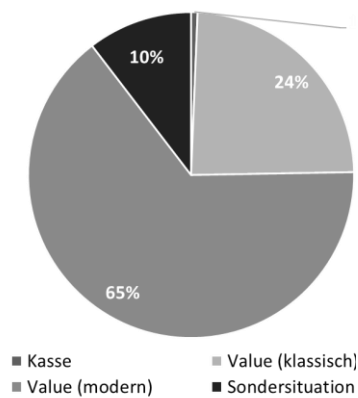
Marktkapitalisierung:



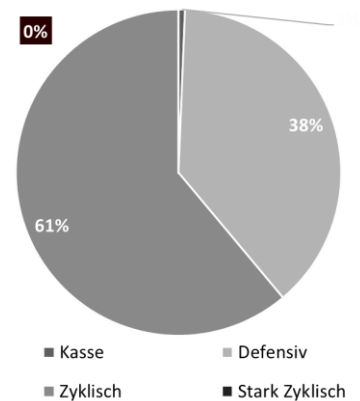
Branchen:

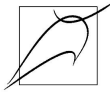


Investmentstil:



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						60%		50%	21%	13,9	2,3	60%	16%		46%		
AGFA	AGFB	3,49	Mio.	EUR	5,42	55%	5,37	54%	23%	13,7	0,8	0%	16%	553,5	28%	3,0	1,0
Alibaba	BABA	105,42	Mio.	USD	206,82	96%	211,21	100%	30%	2,8	0,3	73%	17%	14060,0	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	60,80	Mio.	EUR	77,27	27%	80,03	32%	10%	17,7	2,9	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
BIC	BB	46,60	Mio.	EUR	79,72	71%	71,72	54%	12%	6,0	1,2	14%	12%	53,2	67%	3,0	2,0
Biontech	BNTX	146,95	Mio.	USD	167,49	14%	151,49	3%	27%	3,8	1,8	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	100,60	Mio.	EUR	111,07	10%	109,05	8%	9%	18,4	2,6	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Discovery Inc	DISCA	29,24	Mio.	USD	39,72	36%	40,78	39%	43%	10,4	1,2	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJ	25,19	Mio.	EUR	74,27	195%	74,76	197%	18%	8,6	4,2	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	42,10	Mio.	EUR	65,70	56%	66,00	57%	16%	16,3	4,4	304%	26%	57,3	43%	3,0	1,0
Mutui Online	MOL	37,00	Mio.	EUR	35,56	-4%	32,19	-13%	27%	28,8	5,2	98%	39%	209,0	38%	1,0	1,0
Naked Wine	WINE	4,06	Mio.	Gbp	11,55	184%	8,25	103%	18%	14,7	2,1	-11%	-1%	-8,2	47%	3,0	1,0
PayPal Holding	PYPL	106,61	Mio.	USD	92,69	-13%	92,54	-13%	12%	32,1	4,1	67%	16%	41735,0	29%	1,0	1,0
Nintendo Ltd	7974	58120,00	Mio.	JPY	66108,58	14%	64982,31	12%	17%	17,1	3,3	146%	15%	-1283730,5	77%	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.

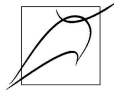
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 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.

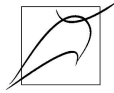


Abonnierenden Fragen

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.