

Till Schwalm's Value Investing Brief

September 2024

Sehr geehrte Anlegende,

der August stellte uns vor erhebliche Herausforderungen. In meinem letzten Value Investing Brief habe ich bereits die starke Volatilität in Japan erwähnt, die mit dem größten Tagesverlust seit über 30 Jahren im Nikkei einherging. Doch direkt nach dem 5. August erholten sich die Kurse schnell, so dass die Turbulenzen aus heutiger Sicht als vorübergehend betrachtet werden können.

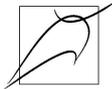
Aber ist das wirklich so?

Nach wie vor bin ich der Meinung, dass der Markt bis zu den US-Wahlen von großer Unsicherheit geprägt ist und bleibt. Rückblickend ärgere ich mich ein wenig, dass ich den starken Kursrückgang im Nikkei nicht genutzt habe. Allerdings liegt das daran, dass ich bewusst keine Markttimings vornehme. Für die mittelfristige Entwicklung unseres Portfolios sind die aktuellen Quartalszahlen und Ausblicke von entscheidender Bedeutung – und hier gibt es einiges Positives zu berichten.

Dennoch gibt es auch weniger erfreuliche Entwicklungen bei zwei unserer größeren Positionen: Takeuchi und All for One. Während die Schwäche bei Takeuchi nicht überraschend und Teil des normalen Geschäftsverlaufs und der Branche ist, hat mich insbesondere die Performance von All for One enttäuscht.

Meine Erwartungen für das aktuelle Jahr waren deutlich höher, und die schwachen Q2-Zahlen sehe ich als besonders negativ. Diese Position wird derzeit intensiv überdacht. Auf der anderen Seite bleibt Takeuchi trotz der Kursverdopplung seit unserem Einstieg weiterhin sehr attraktiv bewertet. Mit der aktuellen Positionsgröße bin ich hier zufrieden.

Ein zentrales Thema, das mich diesen Monat beschäftigt hat, ist die Frage nach der **optimalen Positionsgröße**. Ursprünglich verfolgte ich den Ansatz eines Portfolios mit 10-15 Titeln, die ich sehr eng begleite,



was eine Positionsgröße von 5-10% bedeutet. Diese „Kernpositionen“ werden je nach Chancen-Risiko-Verhältnis stärker oder schwächer gewichtet. Ich habe aber im letzten Jahr begonnen, kleinere Positionen (unter 3%) aufzubauen. Diese sollen langfristig in etwa die gleiche Anzahl von Titeln wie das Kernportfolio umfassen, jedoch maximal $\frac{1}{4}$ des Gesamtportfolios ausmachen. Diese kleineren Positionen bilden den „Talentpool“, aus dem potenzielle Kernpositionen hervorgehen können, sobald sie alle Kriterien erfüllen.

Der neue Ansatz zielt darauf ab, neue Investmentthesen zu testen, ohne übermäßige Risiken einzugehen, wie es bei Naked Wines und HelloFresh der Fall war. Mittelfristig erwarte ich durch diese Struktur insbesondere eine Verbesserung des Risikoprofils.

Zum Thema Naked Wines und HelloFresh habe ich eine interessante Grafik gefunden:

Eine Fehleinschätzung während der Corona-Zeit war, dass mehrere Jahre E-Commerce-Wachstum in wenigen Monaten erreicht wurden. Diese Grafik zeigt jedoch, dass diese Annahme nicht eingetreten ist und der E-Commerce-Anteil im Verhältnis zum gesamten Handel heute wieder auf die vorherige Trendlinie zurückgefallen ist. Das erklärt auch die aktuellen Umsatz- und Wachstumswahlen vieler E-Commerce-Unternehmen.

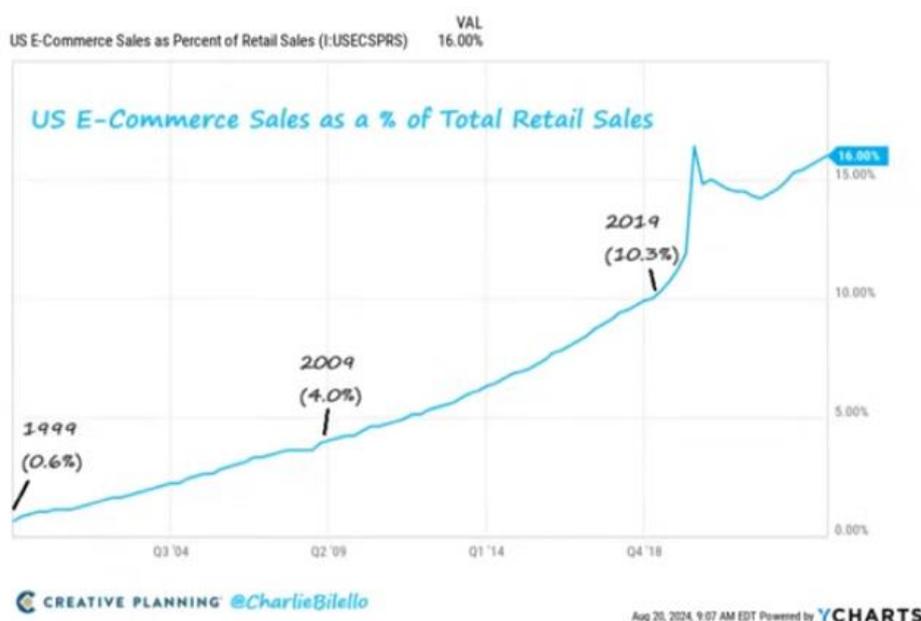
Bleiben Sie stabil,

Ihr

Till Schwalm

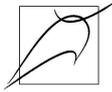


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Unternehmensentwicklungen	4
Hamburger Investoren Tag – Sommer 2024	9
Marktanalyse	13
Muster-Portfolio	15
Allokation Muster-Portfolio	16



Unternehmensentwicklungen

Die Berichtssaison zum zweiten Quartal ist fast beendet. Bisher gab es wenig große Überraschungen.

Überblick über die bisherige Berichtssaison kal. Q2/2024

Name	Δ kal. Q2 Bericht	Δ Ausblick 2024	Δ Einschätzung
2G Energy	negativ	neutral	positiv
3M Company	neutral	neutral	neutral
Alibaba	neutral	neutral	neutral
All for One	negativ	neutral	neutral
BioNTech	neutral	neutral	neutral
Cewe	neutral	neutral	neutral
Celsius Holding	neutral	neutral	positiv
DEFAMA	neutral	neutral	neutral
Grenke	positiv	neutral	neutral
HelloFresh	neutral	neutral	positiv
Hermle	neutral	neutral	neutral
Hypoport	neutral	neutral	neutral
Mayr-Melnhof	neutral	neutral	neutral
Moltiply	05.09		
Nintendo	neutral	neutral	neutral
PayPal	positiv	negativ	neutral
Takeuchi	neutral	neutral	neutral
Warner Bros. Disc.	negativ	neutral	negativ

Δ = Veränderung zu Erwartung TISCOL

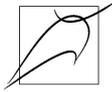
All for One

All for One mit versetzten 9-Monats-Zahlen. Umsatz wächst nur 2%, was ich als eher schwach sehe. Positiv ist, dass der Anteil wiederkehrende Umsätze, insb. Cloud, schneller wächst und jetzt einen Anteil von 56% am Umsatz ausmacht, sowie dass die operative Marge gesteigert werden konnte. Interessant ist, das Conversion/4, das Abo-Modell von All for One, einen rückläufigen Umsatz hat. Dies wurde im Vorjahr noch prominent erwähnt, scheint aber nicht zu funktionieren. Ansonsten scheint das Auftragsbuch gut gefüllt. Insgesamt haben mich die Zahlen aber eher enttäuscht.

BioNTech

BioNTech mit Q2-Zahlen zu denen es wenig zu sagen gibt. Anders als Moderna hat man seinen Ausblick nicht angepasst. Dies war aus der Warnung von Moderna allerdings auch schon ersichtlich (sinngemäß): man wird die Umsätze in Europa nicht wie geplant erreichen, wegen dem Exklusivdeal zwischen der EU und BioNTech/Pfizer.

Zudem gaben BioNTech und Pfizer ein Update zu ihrem Kombinationsimpfstoffprogramm gegen Grippe und COVID-19. Das Ergebnis der Studie 3 ist durchwachsen. Gegen Corona funktioniert der Impfstoff, gegen Grippe allerdings nur gegen Influenza A, nicht jedoch gegen Influenza B.



Damit erreicht man nicht die gleiche Qualität, wie die aktuelle Standardbehandlung, welche zu erreichen war. Die Schlussfolgerung ist, dass der Impfstoff angepasst werden muss. Ein weiterer Grippe-Kandidat in Phase 2 ist hierfür geeignet. Ein weiteres Vorgehen wird jetzt mit den Gesundheitsbehörden besprochen. Ich gehe davon aus, dass der Kombiimpfstoff nicht im Herbst 2025 zugelassen wird, lasse mich aber gerne positiv überraschen.

Warner Bros. Discovery (WBD)

WBD mit Zahlen, die operativ in Ordnung waren. Allerdings hat man eine Sonderabschreibung von 10 Mrd. USD auf Goodwill, welcher durch den Zusammenschluss von Warner Bros. und Discovery entstanden ist, gemacht. Als Begründung wurde der schlechte Werbemarkt im linearen TV und der Verlust der NBA-Rechte genannt. Die Abschreibung ist nachvollziehbar. Sie ist aber auch ein Eingeständnis des Managements bei der Übernahme das lineare Fernsehen falsch eingeschätzt zu haben. Inzwischen wird der CEO von WBD in Frage gestellt.

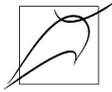
Der Umsatz im zweiten Quartal ist mit -5% rückläufig, was eine Verlangsamung zu den letzten zwei Quartalen mit je -7% darstellt. Allerdings ist der Free Cashflow mit -39% nicht mehr wachsend. Hier muss man sagen, dass das Vorjahr außergewöhnlich gut war, da die Studios bestreikt wurden. Trotzdem hat man einen Free Cashflow von ca. 1 Mrd. USD für das Quartal und konnte damit und mit der Verkürzung der Laufzeit Schulden in Höhe von 2,7 Mrd. USD zurückzahlen. Die Netto-Verschuldung sinkt damit auf 37 Mrd. USD (VJ: 44 Mrd. USD).

Wenn man die Segmentberichterstattung betrachtet, sieht man, dass sich die *Studios*

mit -4% schwach entwickelt haben. Hier waren insbesondere die TV-Lizenzen und die *Videospielsparte* schwach. Kino lief dagegen mit *Dune* und *Godzilla vs. Kong* relativ gut. Das Kabelfernsehen war mit -8% rückläufig. Hier liegt der große Schwachpunkt. Der Umsatz dürfte ohne die NBA 2025 noch einmal um -10% (ohne den sowieso schon negativen Trend) fallen. Das wichtige Zukunftssegment *Streaming* war vom Umsatz her überraschenderweise ebenfalls mit -6% rückläufig und dies obwohl man die Abonnierenden sowohl zum Vorjahr als auch zum Vorquartal deutlich steigern konnte: um 7 Mio. bzw. 3,6 Mio. auf 103,3 Mio. Auch liegt der Umsatz pro Abonnierenden im Monat mit 8 USD höher als im Vorjahr. Hintergrund des Rückgangs sind die stark rückläufigen Lizenzeinnahmen von -70% auf nur noch 123 Mio. EUR. Hier verbergen sich die Einnahmen von Exklusivhalten für das Streaming, die in Regionen, in denen WBD keinen eigenen Streamingdienst hatte, lizenziert wurden. Grundsätzlich ist der Rückgang ein gutes Zeichen, da WBD immer mehr Regionen selbst bespielt. Wichtig wird sein, hier das Momentum für Nutzerwachstum aufrecht zu erhalten. Das dritte Quartal soll laut Investierenden Call einen größeren Zuwachs als diese Quartal haben. Aber auch mit voraussichtlich 110 Mio. Abonnierenden ist WBD momentan noch zu klein, um den Rückgang im linearen Fernsehen auszugleichen.

HelloFresh

HelloFresh mit Q2-Zahlen. Umsatz leicht im Plus und man ist leicht profitabel. Nach den tatsächlichen (nicht den adjustierten) Zahlen hat man einen Gewinn von 9 Mio. EUR gemacht, und der Free Cashflow ist im ersten Halbjahr +/- 0, was insgesamt



meinen Erwartungen entspricht. Der Marketingaufwand liegt bei 17,2%, was zwar immer noch zu hoch ist, aber immerhin besser als im ersten Quartal – eine normale Entwicklung. Ich hatte auf unter 17% gehofft, aber die Zahlen sind grundsätzlich in Ordnung. Factor 75 läuft weiterhin sehr gut mit einem Zuwachs von +43%, was in etwa der Entwicklung des ersten Quartals entspricht. Gleichzeitig ist das Kochboxengeschäft weiterhin mit -10% rückläufig, was sich nominal dann ausgleicht und zu keinem Umsatzwachstum führt.

Es gab also mal keine negativen Überraschungen dieses Quartal, was man schon fast als Überraschung bezeichnen könnte. Die Aktie reagiert am Tag der Veröffentlichung auch positiv. Trotz alledem ist der Aktienkurs immer noch klar negativ im Jahresvergleich, mit einem Rückgang von über -50%, was diese Aktie zur schlechtesten in unserem Portfolio macht.

Die Bewertung hat sich in diesem Quartal nicht geändert und liegt weiterhin deutlich über dem aktuellen Aktienkurs, selbst wenn das Geschäft in Zukunft nicht mehr wachsen würde, wofür es derzeit jedoch keine Anhaltspunkte gibt.

Ein positiver Aspekt des Berichtes ist, dass die Wandelschuldverschreibung aufgrund des aktuellen Aktienkurses wahrscheinlich nicht gewandelt wird; sie läuft bis Mai 2025; und stattdessen durch einen klassischen Bankkredit abgelöst wird, den man sich bereits gesichert hat. Insgesamt wurden durch die katastrophale Aktienkursentwicklung zumindest Zinsen gespart und man wird nicht verwässert.

Im Call merkt man, dass das Management sehr zurückhaltend ist, was den Ausblick betrifft, was vermutlich auch auf die Entwicklung des Aktienkurses zurückzuführen

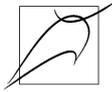
ist. Man lenkt die Investierenden eher auf das untere Ende der offiziellen Guidance.

Des Weiteren ist Active Ownership Capital (AOC) bei HelloFresh mit einer 7% Position eingestiegen. Mit AOC haben wir bereits Agfa zusammen besessen und ich halte den Einstieg für überwiegend positiv. AOC ist ein aktivistischer Fonds, der versucht, zusammen mit dem Management Maßnahmen zu finden, um Unternehmenswerte zu heben.

Cewe

Das zweite Quartal von Cewe ist das unwichtigste und hat die niedrigste Aussagekraft für das Gesamtjahr. Trotzdem ist das Umsatzwachstum mit +8,2% gut und auch eine leichte Steigerung zum ersten Quartal. Auch die operative Marge verbessert sich leicht, ist aber saisonbedingt negativ. Erfreulich ist, dass das wichtige Segment *Fotofinishing* um +11% wächst, innerhalb des Segments legen die Fotobücher allerdings nur um +5% zu. Schwach dagegen ist der *kommerzielle Online-Druck* mit einem leichten Umsatzrückgang von -1,1%. Positiv ist, dass man hier die Kosten im Griff hat und das positive EBIT steigern konnte. Trotzdem bin ich gespannt, was die strategischen Optionen für dieses Segment sein werden. Insgesamt ein weiteres unaufgeregtes Quartal für Cewe.

Außerdem hat man ein Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 20 Mio. EUR bzw. 3,3% des Aktienkapitals zum aktuellen Kurs beschlossen. Hierbei muss man jedoch anmerken, dass Cewe ein umfangreiches Aktienprogramm für die Mitarbeitenden hat, und man im letzten Jahr ca. 28k Aktien bzw. 0,4% des Aktienkapitals ausgegeben hat. Das Aktienrückkaufprogramm ist also nicht 1zu1 als Rückzahlung



an die Aktionäre und Aktionärinnen zu sehen.

Alibaba

Alibaba wächst im *Außenumsatz* high-single-digit, der Umsatz ist dagegen im wichtigen *chinesischen Onlinegeschäft* mit -1% leicht rückläufig, was die Strategie von Alibaba widerspiegelt. Man nimmt eine niedrigere Take-Rate, um seine Marktposition zu halten. Die Aktienkursreaktion ist auch entsprechend unauffällig. Die restlichen Segmente waren ebenfalls in Ordnung. Alibaba kauft weiter massiv Aktien zurück. In den letzten 12 Monaten 170 Mio. Stück bzw. 6,7% der Firma und in den letzten drei Monaten allein 56 Mio. Stück bzw. 2,3% der Firma. Insgesamt schüttet die Firma aber nicht mehr aus als sie verdient. Das heißt, sollte der Aktienkurs nicht steigen, kann die Firma noch sehr viel mehr Aktien zurückkaufen. Zudem hat Alibaba jetzt eine Doppellistung: neben New York auch in Hong Kong. Was aus meiner Sicht eine Absicherung gegen eine weitere Zuspitzung im Handelskonflikt zwischen China und den USA darstellt.

DEFAMA

DEFAMA hat ein neues Objekt in einer Großstadt in Niedersachsen gekauft und Zahlen für das zweite Quartal gebracht. Diese waren nicht überraschend. Als Immobilienbestandhalter in Deutschland ist man sehr berechenbar.

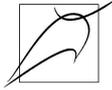
Mayr-Melnhof Karton (MMK)

Bei Mayr-Melnhof gibt es keine Veränderung des Trends. Momentan läuft die

europäische Wirtschaft aus Sicht von MMK immer noch nicht rund, aber man hat die Modernisierung immerhin so weit abgeschlossen. Das heißt, von meinen belastenden Faktoren (1. zu hohe Lagerbestände; 2. Rezession; 3. geplante Wartungsstillständen), sollte es Ende des zweiten Halbjahres nur noch die Rezessionsorgen geben. Zahlen lagen innerhalb meiner Erwartungen. Umsatz ist im zweiten Quartal nur noch um -3,8% zurückgegangen, hpts. preisbedingt. Gewinn hat sich leicht erhöht aufgrund sehr guter Margenentwicklung im Bereich *Board & Paper*. Der Markt ist aber weiterhin schwach, auch wenn man eine Verbesserung beim Volumen sieht. Nach meiner Einschätzung wird der Umsatz im nächsten Quartal erstmals wieder leicht wachsen, obwohl man noch weitere planmäßig Wartungsstillstände haben wird. Diese gab es aber für den aktuellen Modernisierungszyklus auch schon im dritten Quartal 2023. Das Wachstum kommt aus der niedrigen Basis, d.h. man wird im nächsten Quartal sehen, ob man einen Boden erreicht hat, von einem Trendwechsel würde ich aber noch nicht ausgehen. Hierfür müsste sich das konjunkturelle Klima in Europa verbessern.

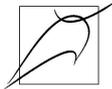
Hermle

Hermle mit Zahlen innerhalb der Erwartungen. Laut Unternehmen sogar leicht über den eigenen internen Erwartungen. Umsatz konjunkturbedingt mit -7% rückläufig und Auftragseingang mit -6% rückläufig. Die EBIT-Marge war mit 17% weiterhin sehr gut, wenn auch deutlich schwächer als im Vorjahr. Der Ausblick hat sich nicht verändert und bleibt für 2024 negativ mit einem deutlichen Umsatzrückgang von -10% bis -20%, d.h. die negative Geschäftsentwicklung wird sich weiter beschleunigen. Hermle ist aber ein herausragendes



Unternehmen mit solchen Sätzen im Geschäftsbericht: *«Dank der zum Halbjahr zwar leicht rückläufigen, aber nach wie vor*

überwiegend gut gefüllten Gleitzeitkonten unserer Beschäftigten wären wir auch auf das ungünstige Szenario gut vorbereitet.»

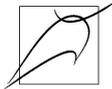


Hamburger Investoren Tag – Sommer 2024

Nachfolgend gebe ich Ihnen eine Kurzeinschätzung von meinen Treffen an den Hamburger Investoren Tagen im Sommer 2024. Bei der Einschätzung spielt insbesondere der Gesprächspartner*in und das, was diese*r erzählt hat, eine Rolle. Im Kommentar gehe ich auch auf die Bewertung ein.

- ++ *super Unternehmen mit grandioser Investierendengeschichte/Ausblick/Auftritt*
- + *super Unternehmen mit guter Geschichte oder gutes Unternehmen mit super Geschichte*
- 0 *gutes Unternehmen mit guter Geschichte*
- *gutes Unternehmen mit schlechter Geschichte oder schlechtes Unternehmen mit guter Geschichte*
- *schlechtes Unternehmen mit schlechter Geschichte*

Name	Einschätzung	Kommentar
	+	Gibt nicht viel neues zu Cewe zu sagen. Ich habe versucht, ein bisschen herauszuhören, was die mittelfristige Strategie ist. Hier will man sich aber bewusst nicht in die Karten schauen lassen und auch keinen konkreten Ausblick geben. Was man festhalten kann: <ol style="list-style-type: none">1. Man wird die Mehrmarkenstrategie in Zukunft klarer sehen. Keine Abkehr von der bisherigen Strategie, aber jede Marke soll deutlicher für sich selbst sichtbar sein.2. Man wird über WhiteWall verstärkt in den US Markt eintreten, aber nur über WhiteWall im High-Premium Segment.3. Man prüft, ob man eine dritte Produkt-Kategorie (neben Fotofinishing und Online-Druck) etabliert/dazukauf.4. Es wird keine große Veränderung der Strategie/Entwicklung der letzten Jahre geben.
	-	Binect hat mich im Gespräch enttäuscht, auch wenn es operativ nicht schlecht läuft und ein Großteil der Entwicklungskosten für die eigenen Lösung ausgegeben wurden, d.h. man kann einen Anstieg des Free Cashflows erwarten, gab es einige Punkte, die mich stören: <ol style="list-style-type: none">1. Der Markt des Kerngeschäft <i>Verkauf von Briefversand-Dienstleistungen</i> geht strukturell zurück. Zwar kann Binect in dem Markt wachsen, weil ein Großteil der potenziellen Kunden und Kundinnen keinen Briefversand-Service nutzen, aber das Volumen der einzelnen Kunden und Kundinnen geht im Durchschnitt trotzdem zurück.2. Das potenzielle Ersatzgeschäft, z.B. <i>e-Rechnung</i>, gehört Binect nicht selbst. Man kauft die Lösung nur ein.



-
3. Ein weiteres Geschäftsfeld *Post-Eingangsservice*, welches ich als Binect-Geschäft in der Präsentation wahrgenommen hat, wird ebenfalls nur dazugekauft. Sollte dies gut laufen, wäre das Unternehmen, welches die Lösungen entwickelt hat, ein potenzieller Übernahmekandidat. Hierfür bräuchte man dann wahrscheinlich eine Kapitalerhöhung.
 4. Positiv: Man hat 15 Mio. EUR Verlustvorräte; das Geschäft wächst mit 15-25% über Neukundengewinnung. Neukunden und -kundinnen sind leider nicht so profitabel, wie Altkunden/-kundinnen. Momentan wichtig: Marketing und Vertrieb.



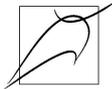
+

Friedrich Vorwerk hat mit gut gefallen. Vorwerk wird ein Profiteur der deutschen Wasserstoffstrategie. Vorwerk ist eines der großen Pipeline- und Stromnetz-Bauunternehmen innerhalb Deutschlands. Das Geschäft wird momentan eigentlich nur begrenzt von der Kapazität an Mitarbeitenden, die man einstellen kann. Das Unternehmen sagt, dass die Organisation max. 10% neue Leute verkraftet, mit denen man dann den Umsatz um 20% steigern kann. Warum läuft das Geschäft so gut? Insgesamt hat die Netzagentur Projekte für 20 Mrd. EUR in Wasserstoff-Pipelines genehmigt/beschrieben, die bis 2032 insgesamt 10 000k Fernnetz in Deutschland ausmachen sollen. Dazu braucht es voraussichtlich Investitionen von 320 Mrd. EUR in das Stromnetz und 40 Mrd. EUR in das Fernwärmenetz und auch das normale Gasnetz muss weiter instandgehalten werden. Das ist alles das Geschäft von Vorwerk. Daneben ist der Markt sowohl bei den Kunden als auch bei den Firmen, die Pipelines bauen, oligopolistisch und hochreguliert, was es zu einem Markt ohne allzu große Konkurrenz macht. Die Risiken liegen in falsch kalkulierten Projekten, wie man 2022 beim Projekt A-Nord gesehen hat. Dies lassen einem die Kunden und Kundinnen nicht durchgehen, bzw. es wird sehr schnell sehr teuer, wenn man den Zeitplan nicht einhalten kann. Dem Risiko gegenüber stehen 60 Jahre Erfahrung im Pipelinegeschäft insbesondere mit einer umfangreichen Datenbank, was bestimmte Sonderbauten kosten. Nichtsdestotrotz muss man hier immer auf das Einzelprojekt-Risiko gucken, dass dieses nicht die ganze Firma gefährdet, und das Unternehmen sollte wegen diesem Risiko auch mit einem Abschlag gehandelt werden.



-

FACC ist in einer schwierigen Branche mit einige Hauseigenen Problemen, hat dazu aber eine *gute* Geschichte. Das Unternehmen stellt Flugzeugbauteile her und ist dabei nicht sehr profitabel. Das Geschäft ist stark reguliert und man hat mit Boeing und Airbus faktisch nur zwei Kunden. Baut sich mit COMAC in China aber gerade einen dritten auf. Die Investmentthese wäre, dass das neue Management



Mitarbeitende entlässt bzw. nicht mehr entsprechend einstellt und die Produktion von Österreich in andere günstigere Regionen verlagert. Dadurch sollte die Marge zumindest kurzfristig steigen und dann sähe das Unternehmen sehr günstig aus.



+

thyssenkrupp nucera hat mir gut gefallen, da das etablierte Geschäft mit Chloralkali-Elektrolyse (Marktanteil 30% bis 50%) die aktuelle Bewertung schon größtenteils rechtfertigen würde. Bei einem Umsatz von 200-400 Mio. EUR in diesem Segment verdient das Unternehmen hier bereits nachhaltig 20-27 Mio. EUR mit ca. 50% wiederkehrendem Service-Anteil und Wachstum von ca. 3-5% pro Jahr. Der aktuelle Unternehmenswert liegt bei 350 Mio. bis 540 Mio. EUR.

Gleichzeitig hat man ca. 370 Mio. EUR Umsatz in den letzten 12 Monaten mit Wasserstoff-Anlagen umgesetzt und erwartet für das Gesamtjahr über 500 Mio. EUR. Der Auftragseingang hier war ebenfalls bisher sehr gut. Dieses Geschäft ist zwar noch defizitär, aber stark wachsend. Allerdings nicht so schnell, wie man das erwartet hat. So hat man auch den Ausblick für nächstes Jahr gestrichen. Der Markt wurde hier auf dem falschen Fuß erwischt, weil man erwartet hat, dass das Geschäft noch schneller wächst. Dies erklärt auch zum Teil die günstige Bewertung.

Die für mich interessante Frage ist, wie groß kann das Geschäft werden? Und kann man durch Industrialisierung und in Kombination mit sehr günstig erneuerbarem Strom Wasserstoff wettbewerbsfähig zu fossilen Energieträgern machen? Der Wasserstoff-Markt, wenn auch schwer zu greifen, wie groß er sein wird, wird groß.

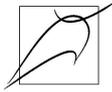
Mit nucera, kann man auf risikoarmeweise von diesem Wachstum profitieren. Gleichzeitig hat nucera durch den IPO eine blitzsaubere Bilanz, sodass man aktiv am Markt agieren kann und es unwahrscheinlich ist, dass man in eine defensive Situation getrieben wird, bei der man etwas nicht machen kann, weil das Geld fehlt.

Auf der negativen Seite steht für mich noch die KGaA-Struktur und das man damit defacto nur über die thyssenkrupp Kontrolle auf nucera ausüben kann. Dies bietet dem Management zwar eine gewisse Sicherheit, allerdings kann nucera nicht so frei wie eine Plug Power oder Nel agieren. Die Probleme der Mutter erklären für mich zum weiteren Teil die relativ günstige Bewertung.



+

ProCredit ist eine in deutsche BaFin-regulierte Bank, die hauptsächlich in Südosteuropa (Albanien, Bosnien, Bulgarien, Griechenland, Kosovo, Nordmazedonien, Rumänien, Serbien, Georgien, Moldau, Ukraine sowie Ekuador, Deutschland) KMU-Kredite vergibt.



Gestartet als Mikrokredit-Bank hat sie bis heute einen Anspruch „gut“ zu sein bzw. bezeichnet sich selbst als impact-orientiert. Der Gründer und Mehrheitsaktionär ist entsprechend politisch links orientiert, was ich in der Kombination mit Bankwesen interessant finde.

Die Bank ist sehr einfach aufgebaut und konzentriert sich auf sehr wenige Dienstleistungen. Grob kann man sagen: Einlagen für Privatkunden/-kundinnen und Kredite für kleine bis mittlere Unternehmen.

Neben einer klassischen Fristentransformation verdient das Unternehmen vor allem Geld über die professionelleren, strukturierteren und digitalen Risikoeinschätzungen der KMUs verglichen mit lokalen Banken und eines besseren Images aufgrund des Labels „deutsche Bank“.

Potenzial besteht im Ende des Ukraine Krieges, welches die Bank 2022 hart getroffen hat, und einer neuen digitalen Struktur, in die einige Jahre investiert wurde, und die jetzt ihre entsprechenden Skaleneffekte ausspielen soll.

vossloh

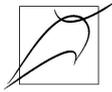
0

Vossloh ist ein Hersteller von Komponenten rund um die Schiene. Das Hauptsegmente sind Befestigungen von Schienen, Betonschwellen und Weichen sowie Instandhaltungsdienstleistungen rund um die Schiene. Man ist in allen Hardware-Bereichen Weltmarktführer oder führend und übernimmt gerade einen relativ großen Konkurrenten von Betonschwellen. Man profitiert vom Trend in die Schiene. Die große Frage ist, ob am Ende tatsächlich wesentlich mehr in Schiene investiert wird, oder ob es doch nur Ersatzinvestitionen sind, die vorgezogen werden. Grundsätzlich sollte es hier aber einiges an Rückenwind für das nächste Jahrzehnt geben und Vossloh ist sehr gut im Markt positioniert. Kernregion ist Europa, welches aber auch das teuerste Schienennetz unterhält. Kundenseitig gibt es in jeder Region weniger große Netzbetreiber, die Margen sind aber trotzdem in einige Geschäftsbereichen zweistellig und gut. Ziel ist über den Gesamtkonzern eine zweistellige Marge zu erreichen, was aus meiner Sicht machbar sein sollte.

GRENKE

+

Bei Grenke läuft es wie erwartet. Am interessantesten war die Ausführung über das Factoring-Geschäft, welches verkauft werden soll. Sollte bis Ende des Jahres kein Käufer gefunden werden, wird das Geschäft abgewickelt. Dies sollte ca. 60 Mio. EUR der Bilanzsumme und den entsprechenden Anteil Eigenkapital (Rund 18 Mio. EUR) freisetzen. Insgesamt dürfte das keinen großen Einfluss auf die Aktien haben. Ich habe tatsächlich erwartet, dass das Geschäft etwas größer ist. Es klang so, als ob man mit einem Kaufpreis in Höhe des Buchwertes zufrieden wäre. Ich mag mich hier aber irren.



Marktanalyse

Die großen Märkte haben sich im August turbulent aufwärts entwickelt. So gab es ein Rücksetzer um ca. -10% bis zum 5. August, der dann vollständig wieder aufgeholt wurde. Argumentiert wird mit den Zinsen. Ich halte die momentane Entwicklung aber

nicht für sehr nachhaltig. Im Verhältnis zu den Zinsen sind die Bewertungen doch eher hoch, wie meine Indikatoren zeigen. Zudem gab es neben der JPY-Währungsverschiebung, auch eine klare Abwertung des US-Dollars mit -2,1%.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

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

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	18 906,9	20 900,8	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,84%	5,06%	↘
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	36,4	17,5	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	73%	55%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	123,0	243,4	↗

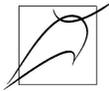
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet 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 konjunktur-bereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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

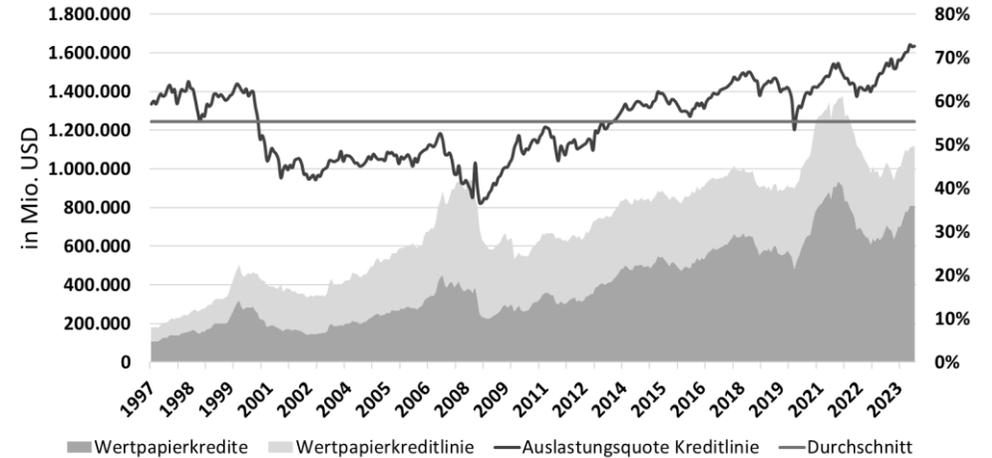
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



Ewige Durchschnittsrendite:



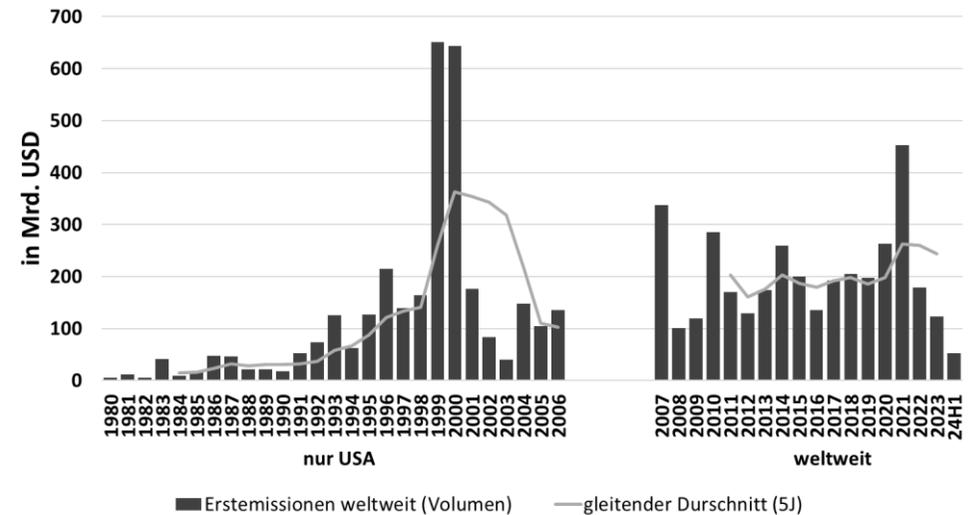
Kredit-Spekulation:

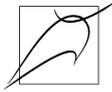


Shiller KGV:

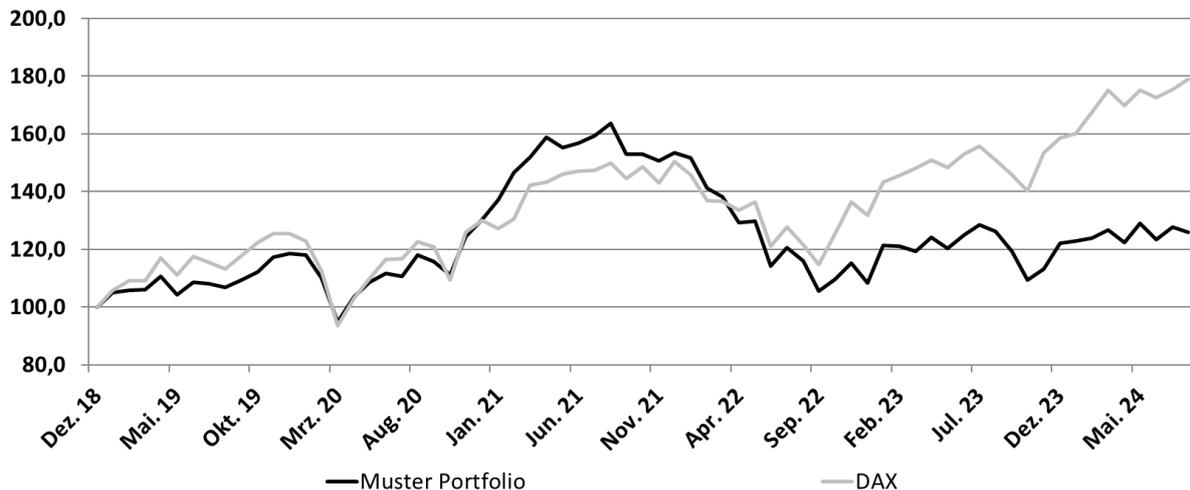


Erstemissionen:





Muster-Portfolio

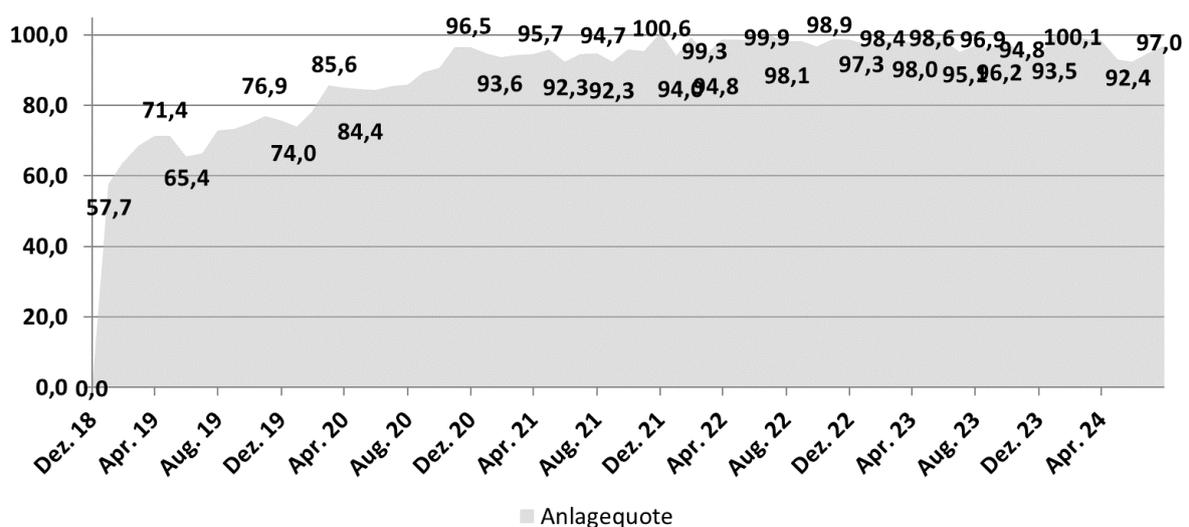


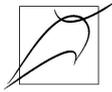
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im August mit -1,3% leicht negativ entwickelt.

Schwach entwickelt haben sich Takeuchi, Warner Bros. Discovery, Mayr-Melnhof und All for One. Positiv auf der anderen Seite HelloFresh, Alibaba und PayPal. Bis auf Takeuchi haben auch alle Firmen mit

großen Veränderungen während des Monats berichtet.

Die Anlagequote hat sich aufgrund zweier Käufe (Celsius Holding und 2G Energy) leicht erhöht. Auf diese werde ich im nächsten Value Investing Brief näher eingehen.



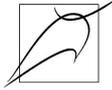


Allokation Muster-Portfolio

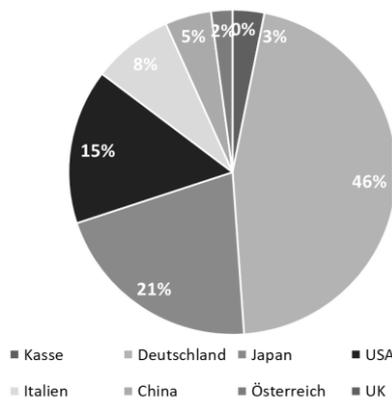
Im August wurden Celsius Holding und 2G Energie als neue Positionen erworben. Es gab keine Verkäufe.

Übersicht:

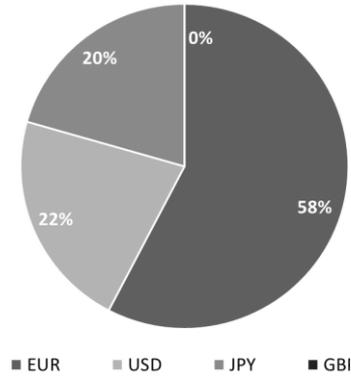
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	3,1%	
1	Takeuchi	10,7%	+5,42%
2	Nintendo	9,6%	+1,40%
3	Grenke	8,9%	-2,59%
4	MultiPLY	7,7%	+3,88%
5	Cewe	7,1%	+1,75%
6	All For One	6,8%	+0,76%
7	BioNtech	6,2%	-5,14%
8	PayPal	6,2%	-1,58%
9	HelloFresh	5,4%	-13,39%
10	Warner Bros. Discovery	5,1%	-11,18%
11	Alibaba	4,4%	-1,62%
12	Hypoport AG	4,1%	+2,80%
13	3M Company	3,6%	+1,24%
14	DEFAMA	3,4%	+0,63%
15	Hermle AG Vz	2,4%	-0,10%
16	Celsius Holding	2,2%	-0,17%
17	Mayr-Melnhof Karton	2,0%	-0,76%
18	2G energy	1,0%	+0,06%



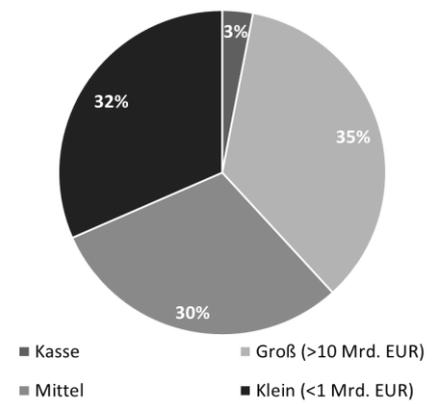
Länder:



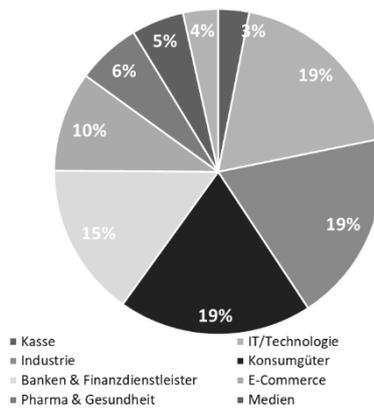
Währungen:



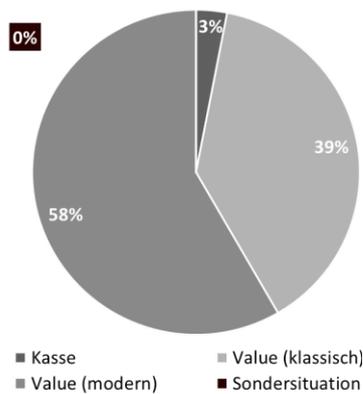
Marktkapitalisierung:



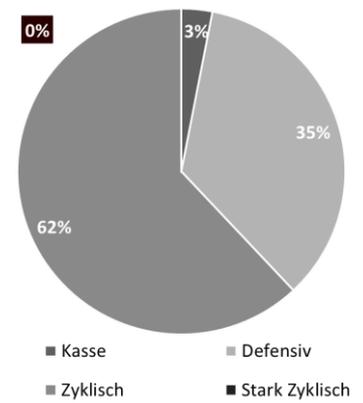
Branchen:

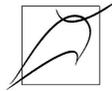


Investmentstil:



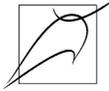
Konjunkturanfälligkeit:





Bewertung des Musterportfolios:

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ ¹	%	DCF ²	%	Easy Buffett ³	KGV t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC ⁴	5 yr. Ø ROE ⁵	Net Debt ⁶	EK-Quote	Bewertung ⁷	Sicherheit ⁸
gewichteter Ø						76%		72%	15%	11,0	2,8	76%	13%		49%		
2G energy AG	2GB	21,05	Mio.	EUR	27,33	30%	25,88	23%	8%	16,4	2,3	29%	15%	61,2	55%	3,0	2,0
3M Comp	MMM	134,69	Mio.	USD	105,09	-22%	113,05	-16%	16%	20,2	24,1	38%	4%	34883,0	10%	1,0	0,0
Alibaba	BABA	83,34	Mio.	USD	115,14	38%	122,24	47%	14%	18,7	1,4	-62%	12%	9036,2	63%	3,0	2,0
All for One	A1OS.DE	49,30	Mio.	EUR	76,67	56%	92,36	87%	7%	10,6	1,8	19%	13%	136,5	29%	3,0	1,0
BioNTech	BNTX	88,22	Mio.	EUR	256,96	191%	225,96	156%	43%	-176,9	1,1	68%	21%	-15137,3	88%	3,0	3,0
Celsius Holdings	CELH	38,03	Mio.	USD	68,23	79%	71,28	87%	12%	25,3	3,3	1016%	-80%	-401,1	71%	3,0	2,0
CEWE	CWC.DE	101,20	Mio.	EUR	147,02	45%	148,74	47%	12%	11,7	1,6	27%	14%	78,8	58%	3,0	2,0
Defama AG	DEF	26,40	Mio.	EUR	24,44	-7%	25,85	-2%	1%	47,2	4,1	3%	12%	162,4	14%	1,0	1,0
Warner Bros.	WBD	7,84	Mio.	USD	16,10	105%	17,12	118%	16%	30,0	0,5	145%	3%	69457,5	38%	3,0	0,0
GRENKE AG	GLJ	25,00	Mio.	EUR	65,01	160%	65,73	163%	14%	12,5	0,3	1%	8%	2076,7	19%	3,0	0,0
HelloFresh SE	HFG	7,32	Mio.	EUR	19,19	162%	19,75	170%	33%	7,1	1,1	87%	19%	1101,6	39%	3,0	1,0
Hermle AG	MBH3.F	200,00	Mio.	USD	323,97	62%	296,36	48%	15%	12,0	1,9	21%	24%	-132,0	72%	3,0	3,0
Hypoport	HYQ.DE	256,40	Mio.	EUR	210,56	-18%	207,01	-19%	3%	159,8	4,5	3%	10%	153,0	54%	1,0	2,0
Mayr-Melnhof	MMK	96,50	Mio.	EUR	167,86	74%	160,72	67%	11%	19,2	1,1	12%	11%	2057,6	40%	3,0	1,0
Multiply	MOL.MI	36,50	Mio.	EUR	69,97	92%	62,75	72%	18%	19,6	3,7	43%	25%	395,8	35%	3,0	1,0
Nintendo	7974	7931,00	Mio.	JPY	10249,49	29%	10211,14	29%	10%	29,0	3,6	232%	21%	-1520,6	81%	3,0	3,0
Takeuchi	6432	4360,00	Mio.	JPY	8039,08	84%	6708,16	54%	10%	7,5	1,1	24%	13%	-55,5	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.

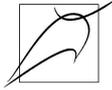
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 bedeutet eine Nettokasse.

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

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



Sollten Begrifflichkeiten nicht klar sein, finden Sie hier ein umfassendes Glossar:

Glossar

Disclaimer

Die Informationen in diesem Dokument sind das Ergebnis einer Eigenrecherche und stammen aus Quellen, die der Autor für zuverlässig hält. Darüber hinaus hat der Autor darauf geachtet, dass die dargelegten Fakten und Meinungen angemessen und zutreffend sind. Dennoch kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit keine Haftung übernommen werden. Insbesondere stellt dieses Dokument keine Handlungsempfehlung dar und ist auch nicht als solche auszulegen. Die Ausführungen sind keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und stellen auch keine Aufforderung dar, einen Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu unterlassen. Wertpapiergeschäfte sind mit grundsätzlichen Risiken behaftet. Dies ist im Extremfall der Verlust des gesamten investierten Betrags. Der Kauf der beschriebenen Wertpapiere kann für die individuelle Anlagestrategie des Anlegenden ungeeignet sein. Eine Entscheidung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere sollte nicht auf Basis dieses Dokuments allein geschehen. Der Autor rät zur Beurteilung der genannten Wertpapiere zur Einholung von darüberhinausgehenden Informationen. Durch die Nutzung dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss des Autors sowie alle vorgenannten Beschränkungen. Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Der Autor handelt selbst in dem hier vorgestellten Wertpapier.