

Till Schwalm's Value Investing Brief

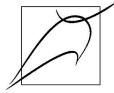
Februar 2023

Sehr geehrte Anlegende,

2023 ist für uns mit +12% hervorragend gestartet. Hierfür gibt es nicht nur technische Gründe, wie den Januareffekt (Gegenstück zum Dezembereffekt), der besagt, dass Aktienmärkte tendenziell im Januar überdurchschnittlich gut performen. Dies wird oft auf den Start von neuen Anlagestrategien und Steuervorteilen zurückgeführt. Sondern es gab auch fundamentale Gründe, die die Märkte hat steigen lassen. So ist eine Gasmangellage in Europa für diesen Winter ausgeschlossen und die Speicher (aktuell ca. zu 80% gefüllt) werden voraussichtlich so gut gefüllt sein, dass es im Sommer keine großen Schwierigkeiten geben sollte, diese wieder aufzufüllen. Dies lässt sich auch an den Großhandelspreisen für Gas ablesen: Sie sind in den letzten Wochen gesunken. Zudem oder aufgrund dessen wurde die Wirtschaftsprognose für 2023 in Deutschland angehoben und geht nicht einmal mehr von einer Rezession 2023 aus. Dies sehe ich momentan noch nicht so. Ich gehe davon aus, dass die höheren Energiekosten und Erzeugerpreise noch nicht vollständig beim Endkunden/-kundinnen angekommen sind

und wir insbesondere Anfang 2023 eher noch eine Konsumzurückhaltung sehen werden. Eine weitere positive Nachricht ist, dass man in China über die Bergspitze zu sein scheint, was Corona betrifft. Zwar wird Corona China die nächsten Monate noch betreffen, aber für das zweite Halbjahr könnte es zu einer Normalisierung kommen. In Summe ist dies eigentlich eine gute Gemengelage. Allerdings könnte dies auch dazu führen, dass sich der Kurs der Notenbanken nicht ändern wird. Hier liegt aus meiner Sicht jetzt das größte negative Überraschungspotenzial. Die FED prognostiziert einen Leitzins von über 5% für 2023 mit einem anschließenden Plateau auf dem Niveau. Derzeit liegt dieser bei 4,75%. Der aktuelle Ausblick, den die FED gegeben hat, deutet auch auf einen langsameren Anstieg hin. Dies ist erstmal positiv, kann sich aber schnell drehen.

Mit unserem Portfolio konnten wir fast 1/3 der Verluste aus dem letzten Jahr ausgleichen. Auch haben wir den erneuten Kursanstieg bei Netflix dazu genutzt, uns vollständig von der Position zu trennen.



Verkauf Netflix

Bei Netflix ist unsere These aufgegangen – tatsächlich schneller als von mir erwartet. Wir haben das Unternehmen im April 2022 für durchschnittlich 193 EUR gekauft und die Aktien jetzt im Januar für 311 EUR (+61%) verkauft. Im April 2022 war die Aktie nach schwachen Quartalszahlen stark abgestraft worden. Sie hatte vom Allzeithoch -70% und allein im April -37% ihres Marktwertes verloren. Damals wurde die Aktie ohne Wachstumsaussichten fair bewertet. Heute wird sie mit Wachstumsaussichten fair bewertet, d.h. das Überraschungspotenzial nach unten ist deutlich größer als das nach oben. Aufgrund der momentan attraktiven Alternativen haben wir deshalb verkauft.

Bleiben sie warm!

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber

Inhalt

Unternehmensentwicklungen	4
Marktanalyse	6
Muster-Portfolio	8
Allokation Muster-Portfolio	9



Unternehmensentwicklungen

Überblick über die bisherige Berichtssaison Q4/2022

Name	Q4 Bericht	Ausblick 2023	Einschätzung
Alibaba			
All for One			
BioNtech			
CEWE			
Grenke			
HelloFresh			
Hypoport	Negativ	Neutral	Positiv
Meta Platforms			
MutuiOnline			
Naked Wines	Neutral	Neutral	Neutral
Netflix	Positiv	Positiv	Verkauft
Nintendo			
PayPal			
Takeuchi	Neutral	Neutral	Neutral
Warner Bros. Disc.			

Alibaba

Alibaba hat einige positive Entscheidungen für seine Finanztochter Ant Group von der chinesischen Regierung bekommen.

BioNtech

BioNtech übernimmt ein Medizinunternehmen aus dem Bereich künstliche Intelligenz „InstaDeep“. Pfizers Zahlen sind für das Q4 sehr positiv ausgefallen, allerdings ist der Ausblick für 2023 verhalten.

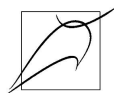
Takeuchi

Takeuchi mit Q3/22 Zahlen (versetztes Geschäftsjahr): keine Veränderung des Ausblicks ausgehend vom Unternehmen. Während der Umsatz mit +43% gestiegen ist (9M +24%), ist der Gewinn nur um +10% (9M +2,6%) gestiegen. Hintergrund sind die stark gestiegenen Kosten und der

schwache Yen, welcher abgesichert wurde. Daneben sind die CAPEX deutlich gestiegen, weil man ein Werk in den USA gekauft hat, welches im letzten Quartal angelaufen ist. Die Bilanzsituation ist aber trotzdem sehr komfortabel und man hat das Jahr bisher weniger CAPEX ausgegeben als man operativen Cashflow hatte. Auftragseingang hielt sich ungefähr auf dem Rekordvorjahresniveau, was hinsichtlich des eingetrübten Ausblicks in der Baubranche ebenfalls gut ist. In Summe keine Veränderung meiner Einschätzung.

Hypoport

Hypoport mit vorläufigen Q4/22 Zahlen: Positiv ist, dass sich die Immobilientransaktionen in Deutschland auf -30% im vierten Quartal stabilisiert haben und nicht weiter eingebrochen sind. Insgesamt wurden im vierten Quartal 12 Mrd. EUR bzw. 4 Mrd. EUR pro Monat vermittelt. Eine weitere



positive Nachricht ist, dass die geplante Kostenreduktion für 2023 nach aktuellem Stand 35-40 Mio. EUR beträgt. Bei Kosten ohne Abschreibungen von rund 200 Mio. EUR im letzten Jahr ist dies ein signifikanter Anteil. Auch wenn das nächste Jahr aufgrund des Umsatzrückgangs schlechter aussehen wird, dürfte Hypoport langfristig damit besser aussehen und im nächsten Jahr trotzdem leicht profitabel bleiben. Neben einem wahrscheinlichen Marktanteilsgeinn sind das die guten Nachrichten von Hypoport. Gleichzeitig hat man einige Tage später noch eine Kapitalerhöhung von 50 Mio. EUR angekündigt (ca. 5% der Aktien). Die neuen Aktien wurden zu einem Platzierungspreis von EUR 132,00 je neuer Aktie zugeteilt. Dies ist etwas überraschend und macht es sehr wahrscheinlich, dass das Unternehmen die aktuelle Krise ohne weitere Maßnahmen übersteht.

Naked Wines

Naked Wines mit vorläufigen Q3/23 Zahlen (versetztes Geschäftsjahr): Keine großen Überraschungen. Umsatz im wichtigen Weihnachtsquartal ist gleich zum Vorjahr, allerdings hauptsächlich wegen dem starken USD. Auf Basis gleicher Währungskurse wäre der Umsatz um -6% gesunken. Dem entgegen wurde der EBIT-Ausblick angehoben auf 13-17 Mio. GBP (zuvor 9-13 Mio. GBP). Hier stehen aber weiterhin 12 Mio. GBP Restrukturisierungskosten entgegen. Trotzdem könnte das aktuelle Geschäftsjahr positiv abgeschlossen werden, was entgegen dem Kursverlauf des letzten Jahres steht. Allerdings steht auch der

Ausblick 2024 unter einer Neueinschätzung, da Naked Wines deutlich weniger Möglichkeiten sieht Neukunden/-kundinnen zu akquirieren. Entscheidend wird sein, dass Naked Wines entsprechend des schlechten Neukundengeschäftes gute Profitabilität zeigt – wie es im letzten Managementupdate kommuniziert wurde.

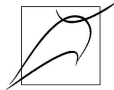
Netflix

Netflix mit einem sehr guten Quartal und gutem Nutzerwachstum mit 7,7 Mio. neuen Nutzenden deutlich über den Erwartungen von 4,5 Mio. Gleichzeitig ist der Umsatz leicht besser als erwartet, obwohl er sehr negativ vom starken USD beeinflusst ist. Der Gewinn war leicht unter den Erwartungen. Wir haben die Gelegenheit genutzt, Netflix zu verkaufen.

PayPal

Ein Verfahren vom Bundeskartellamt wurde wegen Ausnutzung seiner marktbeherrschenden Stellung gegen PayPal eingeleitet. Hier in der [Pressemitteilung](#) nachzulesen. Ich denke, dass das Kartellamt hier einen Punkt hat. In welcher Form der Rechtsstreit beigelegt wird und ob eine Strafe gezahlt werden muss, wird man frühestens im nächsten Jahr sehen. Und auch wenn es keine positive Nachricht für PayPal ist, ändert diese nichts meine Investmentthese.

Zudem will PayPal 7% der Belegschaft entlassen. Dies dürfte sich direkt positiv auf das Ergebnis auswirken.



Marktanalyse

Die Märkte haben sich im Januar positiv entwickelt. Insbesondere die Segmente, die im letzten Jahr stark abgestraft wurden, wie zum Beispiel China oder Technologieunternehmen.

Diese Gegenbewegung im Januar kommt statistisch häufig vor und die Börse spricht

vom Januar-Effekt. Dieser besagt, dass Aktienmärkte tendenziell im Januar überdurchschnittlich gut performen. Dies wird oft auf den Start von neuen Anlagestrategien und Steuervorteilen zurückgeführt.

Nichtsdestotrotz sprechen auch einige fundamentale Gründe für den Anstieg.

Werkzeuge zur Markteinschätzung

Die Börsen haben sich im Januar positiv entwickelt. An den Bewertungen hat sich dadurch nicht viel verändert. Gegen Aktien sprechen momentan vor allem die Zinsen. Dagegen ist auch der Indikator für Kredite jetzt auf Gelb gesprungen.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	15 128,3	18 366,5	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,66%	3,09%	↘
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29,6	17,4	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	62%	54%	→
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	179,5	259,8	↗

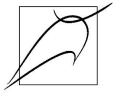
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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

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

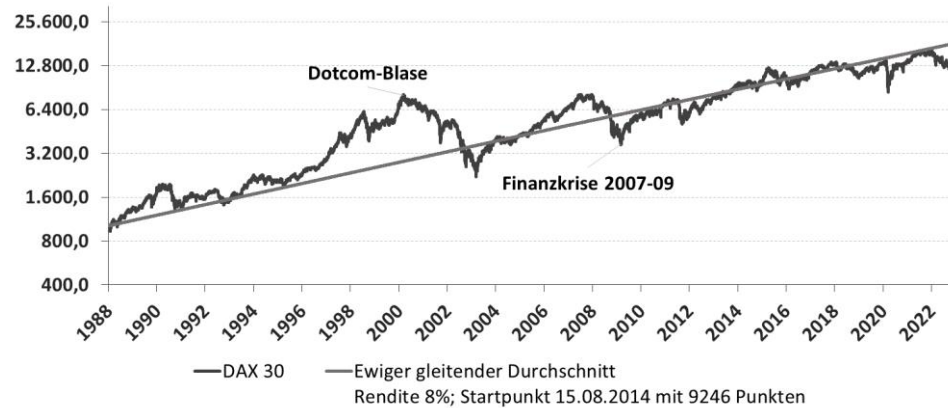
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunktur-bereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

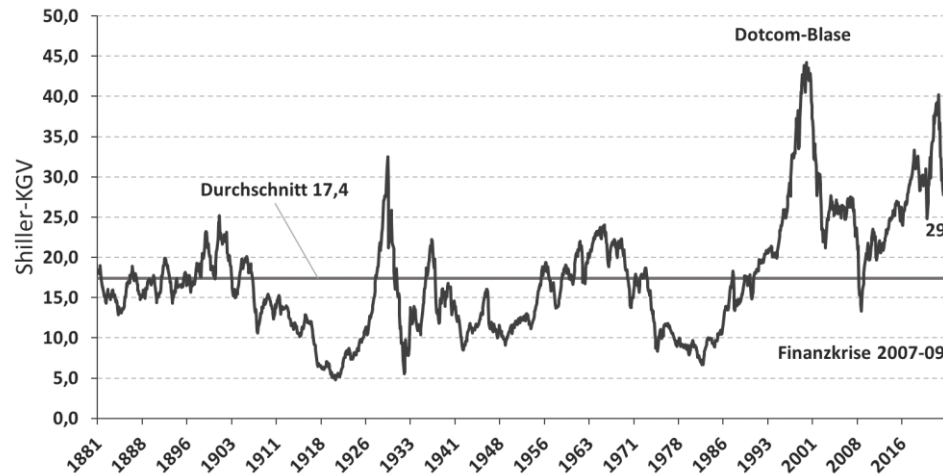
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr, bzw. hochgerechnet für das Gesamtjahr, verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



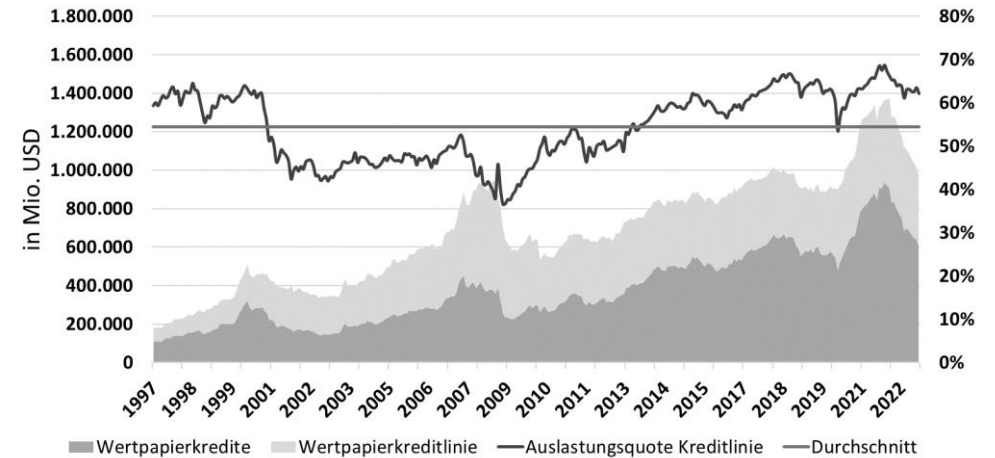
Ewige Durchschnittsrendite:



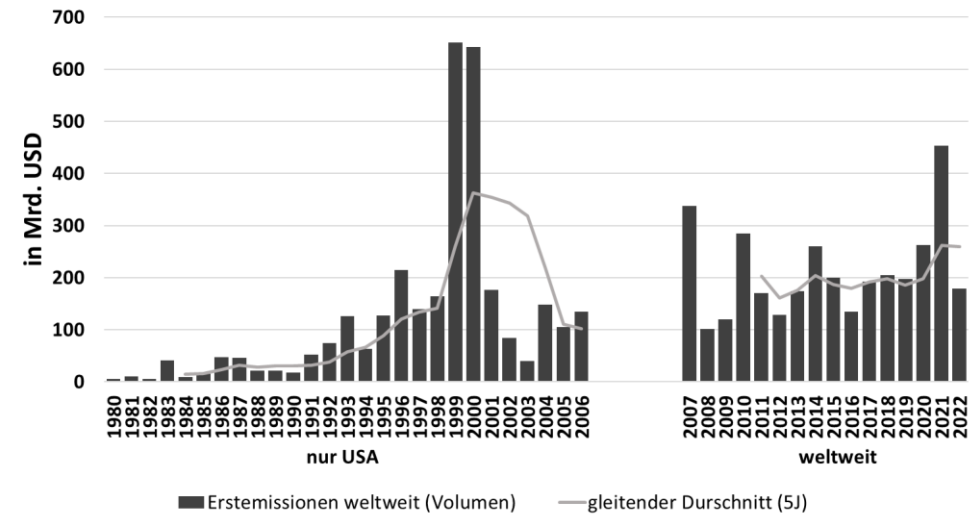
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:

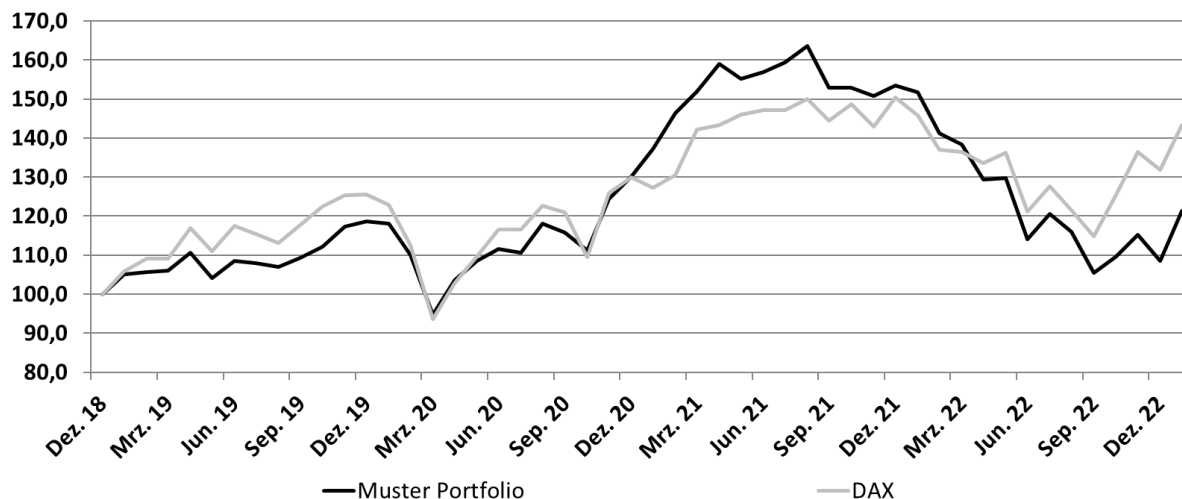


Erstmissionen:





Muster-Portfolio

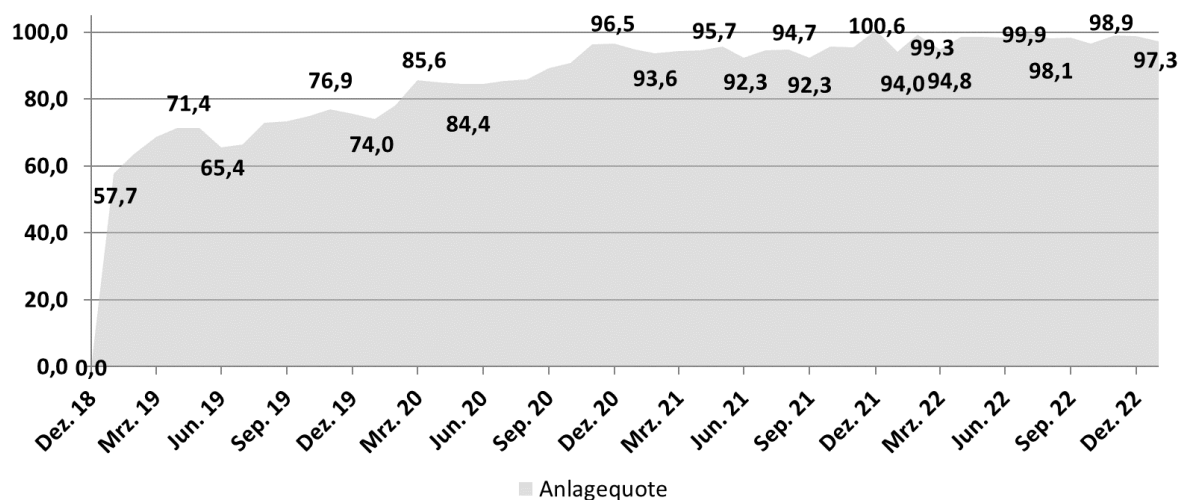


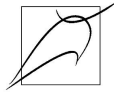
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich im Januar mit +11,9% sehr positiv entwickelt. Dabei war das Portfolio besser als die Vergleichsmärkte, die sich auch positiv entwickelt haben.

Hauptfaktoren für die positive Performance waren: Warner Bros. Discovery mit +60%, Grenke mit +35%, Hypoport mit +30%, Alibaba mit +28%, Meta Platforms mit

+27% und Netflix mit +20% (verkauft). Bei all diesen Aktien hatten wir aber im Dezember stark verloren, sodass dies die erwartbare Umkehr war. Nur Netflix hat auch fundamental Daten geliefert.

Wir haben im Januar Netflix vollständig verkauft sowie BioNtech und Nintendo nachgekauft. Die Anlagequote ist damit mit 97,3% leicht gesunken.



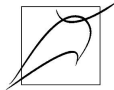


Allokation Muster-Portfolio

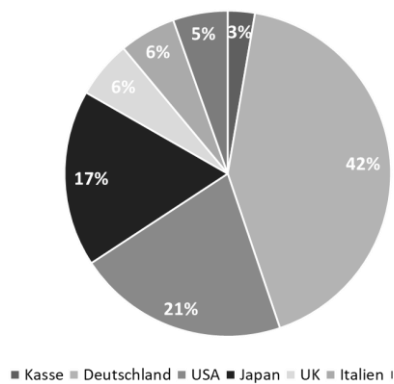
Im Januar haben wir Netflix vollständig verkauft sowie BioNtech und Nintendo nachgekauft.

Übersicht:

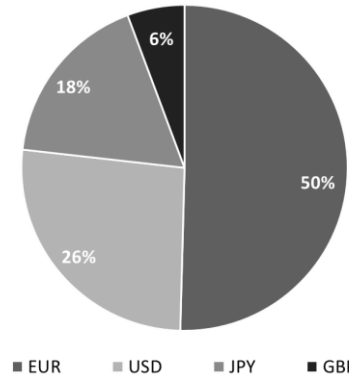
	Portfolio	in %	Performance
	Kasse	2,8%	
1	BioNtech	9,9%	-1,53%
2	Warner Bros. Discovery	9,9%	-6,70%
3	Grenke	9,5%	-2,30%
4	Nintendo	9,0%	-1,00%
5	Takeuchi Mfg Co Ltd	8,5%	+2,17%
6	HelloFresh	7,5%	-8,19%
7	CeWe Color	5,9%	+0,81%
8	PayPal	5,7%	-0,97%
9	Naked Wine Plc	5,7%	-7,95%
10	MutuiOnline	5,6%	+2,04%
11	Alibaba	5,4%	-0,18%
12	Meta Platforms	5,3%	+1,11%
13	All For One	5,0%	-0,16%
14	Hypoport AG	3,9%	+1,32%
15	3U Holding	0,3%	+0,02%



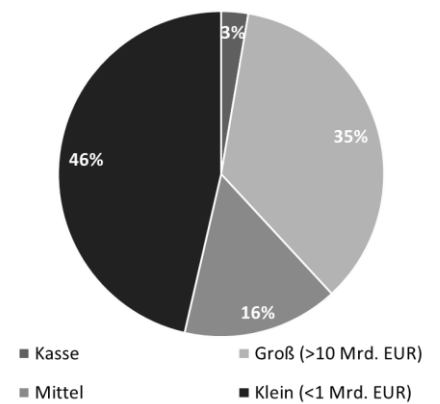
Länder:



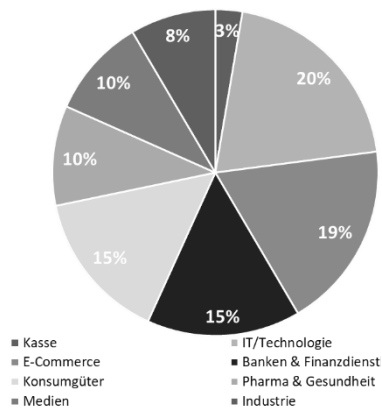
Währungen:



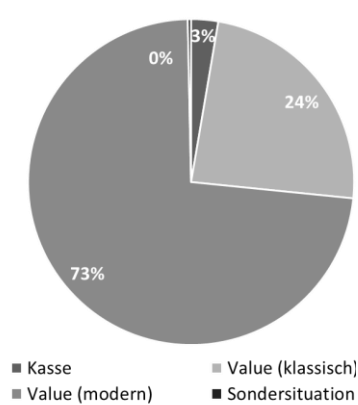
Marktkapitalisierung:



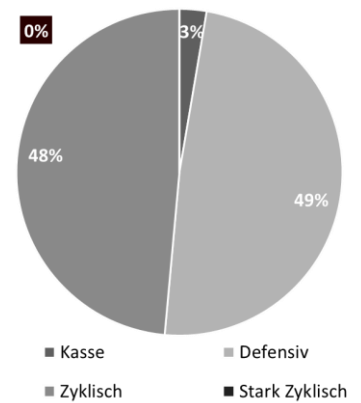
Branchen:

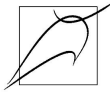


Investmentstil:



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						89%		80%	25%	14,0	2,3	54%	16%		49%		
3U Holding	UUUG	3,98	Mio.	EUR	5,75	45%	6,47	63%	1%	43,1	1,8	2%	5%	-134,7	52%	3,0	2,0
Alibaba	BABA	110,20	Mio.	USD	121,50	10%	126,26	15%	35%	3,3	0,3	73%	17%	12559,2	64%	3,0	2,0
All For One	A1OS	44,00	Mio.	EUR	76,45	74%	79,22	80%	10%	16,7	2,2	30%	16%	72,5	35%	3,0	1,0
Biontech	BNTX	143,41	Mio.	USD	167,49	17%	151,49	6%	27%	3,7	1,7	-55%	30%	-515,9	59%	3,0	3,0
Cewe	CWCG	91,50	Mio.	EUR	111,07	21%	109,05	19%	9%	16,7	2,3	25%	15%	148,8	48%	3,0	1,0
Warner Bros. Dis.	WBD	14,82	Mio.	USD	39,72	168%	40,78	175%	43%	5,3	0,6	106%	10%	18048,5	36%	3,0	0,0
Grenke Leasing	GLJn	26,82	Mio.	EUR	74,27	177%	74,76	179%	18%	9,2	4,4	2%	12%	2246,3	16%	3,0	1,0
HelloFresh	HFGG	22,42	Mio.	EUR	51,24	129%	50,80	127%	22%	18,3	3,3	163%	3%	348,3	41%	3,0	0,0
Hypoport	HYQGn	131,60	Mio.	USD	191,23	45%	188,55	43%	11%	53,2	3,1	39%	15%	252,5	43%	3,0	1,0
Facebook	META	148,97	Mio.	USD	245,88	65%	172,74	16%	68%	10,7	2,7	46%	24%	-13909,5	75%	3,0	3,0
Mutui Online	MOL	29,62	Mio.	EUR	35,56	20%	32,19	9%	27%	23,1	4,1	98%	39%	209,0	38%	3,0	1,0
Naked Wine	WINE	1,32	Mio.	Gbp	5,77	337%	5,72	334%	30%	5,2	0,6	-8%	-1%	22,0	44%	3,0	0,0
PayPal Holding	PYPL	81,49	Mio.	USD	92,69	14%	92,54	14%	14%	24,5	3,2	67%	16%	41735,0	29%	3,0	1,0
Nintendo	7974	5580,00	Mrd	JPY	6864,39	23%	6733,50	21%	17%	17,1	3,2	146%	15%	-1283,7	77%	3,0	3,0
Takeuchi Mfg Co	6432	2840,00	Mio.	JPY	5871,94	107%	4294,95	51%	14%	13,8	0,8	21%	13%	-47144,5	76%	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.

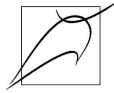
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen, addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.