



alpha

Strategie

Ausgabe 24/23 vom 15.06.2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser!

Viele Anleger kennen sicherlich das geflügelte Börsen-Sprichwort „The trend is your friend“. Allerdings ist es auch immer wieder eine Frage der Interpretation, was denn tatsächlich ein Trend ist und wie man daraus seinen Vorteil ziehen kann. Ein praktisches Beispiel dafür ist der Umgang mit den sogenannten Fallen Angels.

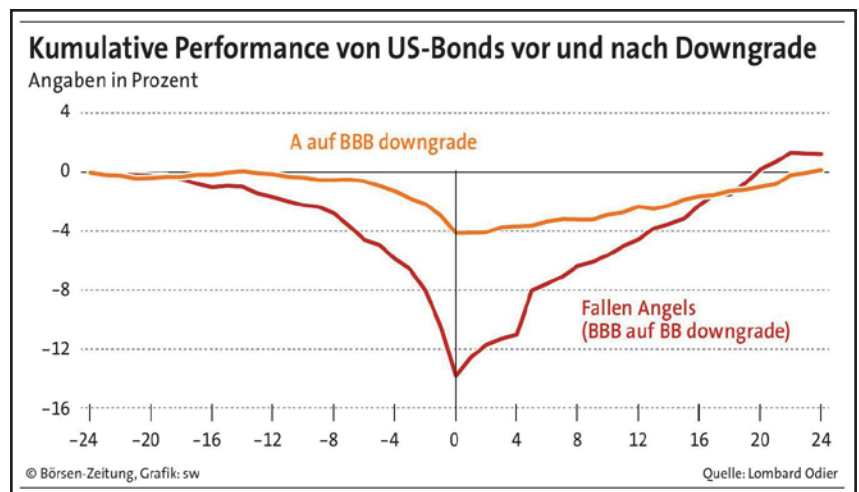
Unter Fallen Angels versteht man landläufig Anleihen bzw. Emittenten, die, aus welchen Gründen auch immer, aus dem Bereich des Investmentgrade herabgestuft werden und in den Non-Investmentgrade-Bereich kommen. Dieser fängt bei BB-Ratings und darunter an. Wobei die Bezeichnung Fallen Angels schon impliziert, dass es sich hierbei nicht um generelle Absteiger in Richtung einer Insolvenz handelt, sondern wir es nur mit temporären Problemen zu tun haben könnten mit der Aussicht darauf, dass diese Emittenten auf absehbare Zeit auch wieder in den Investmentgrade-Bereich zurückkehren.

Die Fragestellung hierbei ist vorrangig, wie sich Investoren in solch einem Fall, also der Abstieg aus den Investmentgrade-Bereich, verhalten sollten. Eine neue Studie von Lombard Odier zeigt dabei durchaus Ermutigendes. Wobei unabhängigen und proaktiven Investoren regelrecht eine Chance in den Schoß fällt. Denn insbesondere viele institutionelle Investoren haben in ihren Anlagen-Statuten vorgeschrieben, nicht in Non-Investmentgrade-Bonds investieren zu können. D. h., dass im Fall einer entsprechenden Herabstufung ein erzwungener Verkauf erfolgt, der im konkreten Augenblick natürlich zu einem deutlichen Rückfall bei den entsprechenden Anleihen führt.

Die Dimensionen sind dabei sicherlich relativ unterschiedlich ausgeprägt. Deutlich (siehe Grafik) wird aber sicherlich, dass der Verkaufsdruck beim Überschreiten der Investmentgrade-Schwelle nach unten besonders hoch ist. Was wiederum die Frage aufwirft, ob Anleger diesen Verkäufen dann folgen sollten oder die ganze Sache aussitzen.

Die Statistik dazu spricht sicherlich eine eindeutige Sprache. Wobei parallel dazu auch die statistische Erkenntnis getroffen werden kann, dass selbst die von den entsprechenden Investoren vollzogene Notverkäufe am Ende zwar die jeweilige Volatilität in den Portfolios senkt, aber nicht so stark wie die Verringerung der Rendite. Im Gegenzug weisen in den Modellrechnungen die Renditen Steigerungen bei Buy-and-Hold-Strategien von durchschnittlich 30% auf, während die Volatilität nur um weniger als 5% zunimmt.

Fazit: Natürlich geht es auch hier immer wieder um die Einzelanalyse. Denn mitunter ist eine Herabstufung in den Non-Investmentgrade-Bereich tatsächlich nur der Auftakt zu weiteren Verschlechterungen bis hin zur Insolvenz. Sollte sich es aber nach entsprechender Annahme tatsächlich nur um temporäre Probleme handeln, fahren Investoren mit einer dauerhaften Haltestrategie wesentlich besser. Ganz abgesehen von den Chancen, die sich hier aus entsprechenden Abschlägen mit Blick auf die gesamte Laufzeit ergeben könnten, Stichwort Schnäppchen.



Eine Publikation der ICM concept GmbH

Kontakt zur Redaktion:

Per e-Mail an info@alphabriefe.de



Aktienmarkt

Bei den Zinserhöhungen fällt die letzte Klappe

Die Aktien an der Wall Street haben am Mittwoch negativ auf die Erklärung der US-Notenbank zur Zinspause reagiert. Zwar entschied die Fed genau wie erwartet, den geldpolitischen Schlüsselsatz in der Spanne von 5,0 bis 5,25% zu belassen. Zugleich signalisierten die Währungshüter jedoch, dass sie im zweiten Halbjahr noch eine Schippe drauflegen wollen. Zum Jahresende peilen sie ein Zinsniveau von 5,6 % an. Im März war noch von 5,1 % die Rede gewesen.

Mit Erleichterung hatten Anleger am Vortag noch auf den Rückgang der US-Inflation von 4,9 auf 4% reagiert.

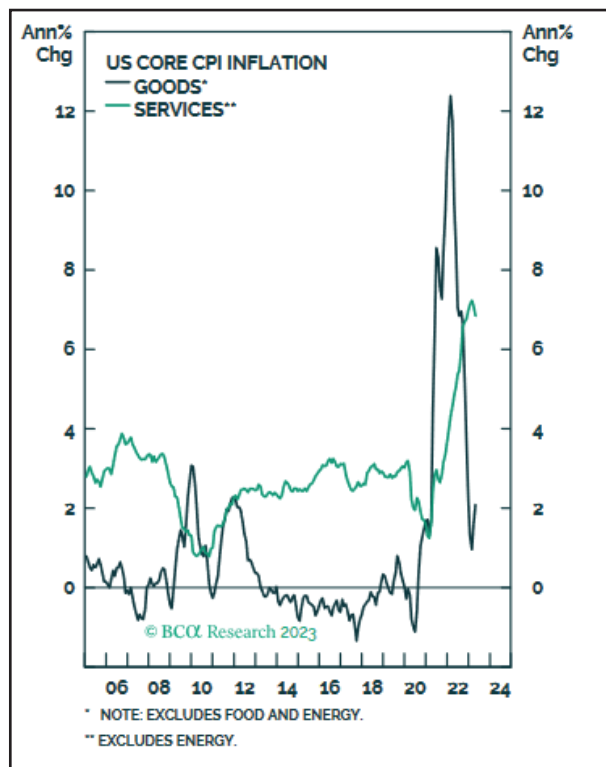
Der Dow Jones hatte 0,4% höher auf 34.212 Punkten geschlossen. Der breit gefasste S&P 500 legte 0,7% auf 4.369 Zähler zu und die Technologie-Börse Nasdaq kletterte 0,8% auf 13.573 Punkte. Dabei markierten am Dienstag die beiden Letzteren jeweils den höchsten Schlussstand seit mehr als einem Jahr. Dass die Fed beim Thema Inflation den Fokus auf den lohnintensiven Dienstleistungssektor lenkt, ergibt sich aus dem nebenstehenden Chart. Die Inflation findet längst nicht mehr im Gütersektor statt.

In Großbritannien signalisiert ein überraschend deutlicher Anstieg der Löhne um 7,2% dagegen eine weitere Zinserhöhung der Bank von England (BoE) in der kommenden Woche. Bei der Ratssitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) heute am Donnerstag wurde wie im Vorfeld auch mehrheitlich erwartet der Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf nunmehr 4% angehoben.

Grundsätzlich sind hohe und steigende Zinsen nicht gerade förderlich für die Aktienmärkte. Aber für das dritte Quartal geht die Mehrheit in den USA sowohl bei den Gewinnen als auch bei den Umsätzen von einer leichten Erholung zum Vorjahr aus. Die Inflation dürfte das reale BIP fürs zweite Halbjahr ins Negative drücken.

Und so sind wir wieder beim Lieblingsthema der vergangenen Monate – der Branchenrotation. Die Gewinner des ersten Quartals 2022 – langlebige Konsumgüter, Industrietitel und Energie – müssen im Vergleich zum ersten Quartal Abstriche machen. Bei der Energie wird's sogar negativ ausfallen. Nur bei den Communication Services kommt nach einer Verschlechterung um 9% in Q1 eine ebenso hohe Verbesserung in Q2 und bei den Utilities von minus 22% auf plus 3%.

Unterm Strich kommt für den S&P 500 zuerst einmal eine Verschlechterung um 5% im Vergleich zum Vorjahr für Q2 heraus, ohne Energie wäre die Gewinnentwicklung nahezu unverändert. Ohnehin resultieren die Kursgewinne der letzten Monate – gerade bei den Techs – vornehmlich aus höheren Bewertungen. Anfang Juni waren Aktien verglichen mit dem langfristigen Durchschnitt meist teurer, besonders der US-Markt.



EPS YoY%	Q1-23	Q2-23
CD	56%	25%
IND	27%	6%
EN	21%	-44%
FIN	8%	11%
CS	0%	2%
RE	-6%	-5%
TECH	-9%	-4%
COM	-9%	9%
HC	-15%	-16%
UT	-22%	3%
MAT	-22%	-28%
S&P 500	0%	-5%
S&P 500 ex EN	-1%	0%

SOURCE: REFINITIV IBES.



Branchen, die sich weltweit in den vergangenen Monaten nach oben bewegt haben, sind dabei Luftfahrt und Verteidigung sowie Communication Services.

Interessanterweise kamen mit dem Gerücht, dass der US-Riese Amazon ins europäische Telekommunikationsgeschäft einsteigen wolle, Verkäufe in den Markt, die die Kursgewinne des ersten Quartals wieder zunichtemachten. Der Konzern dementierte diese Pläne umgehend und auch die Neigung der großen Netzbetreiber, ihre Mobilfunknetze Amazon zur Verfügung zu stellen, dürfte gering sein. Ein Einstieg Amazons in den Mobilfunkmarkt scheint auch deshalb unwahrscheinlich, da Dish einen eigenen US-weiten Mobilfunkdienst angekündigt hat. Dish war ursprünglich als einer der Favoriten auf die Zusammenarbeit mit Amazon gehandelt worden. Für die europäischen Telekoms sind die Prognosen der Free Cashflows (FCF) jedenfalls extrem positiv.

12m Fwd. P/E across key geographies				
	Current	20Y Median	Current vs Median	Current vs Median
US	18.7	15.8	2.9	18%
Switzerland	17.3	15.1	2.1	14%
World	16.3	15.0	1.2	8%
Japan	14.2	14.2	-0.1	-1%
France	12.9	12.8	0.1	1%
Eurozone	12.1	12.8	-0.7	-5%
EM	11.7	11.3	0.4	4%
Germany	10.9	12.4	-1.5	-12%
Spain	10.2	11.9	-1.8	-15%
UK	10.0	12.4	-2.4	-19%
Italy	7.9	11.9	-4.0	-34%

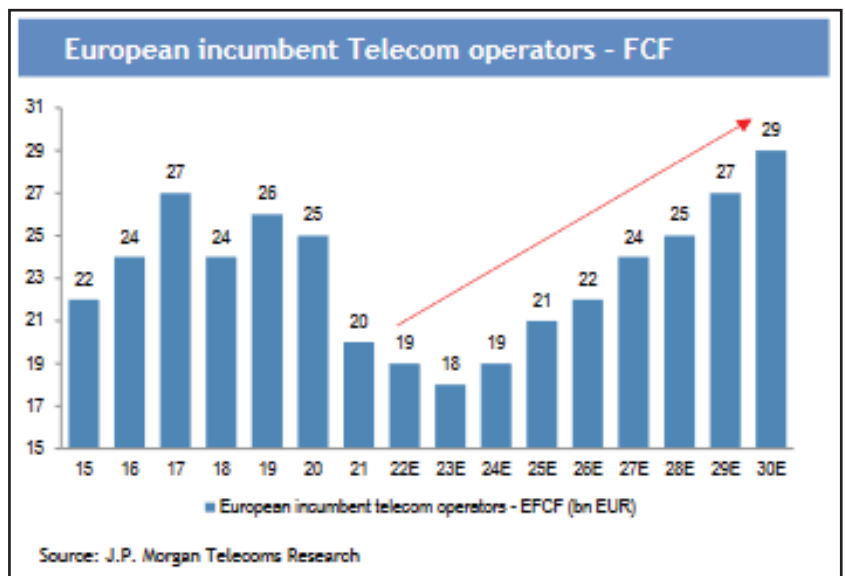
Source: IBES, *MSCI indices

Deutsche Telekom nach Sell-off: Jetzt zugreifen?

Bisher hat sich die Telekom-Aktie jedenfalls noch nicht von dem Ausverkauf nach den Amazon-Gerüchten erholt. Während der DAX40 in den letzten vier Handelswochen weiter zulegen konnte, sackte die Deutsche Telekom-Aktie massiv ab. In kürzester Zeit büßte das Papier alle im Laufe des Jahres erzielten Kursgewinne wieder ein. Mehr als 10% hat die Aktie nach den Medienberichten verloren. Dabei hat der Blue Chip mehr als 11 Mrd. EUR an Marktkapitalisierung verloren und bringt aktuell noch rund 94 Mrd. EUR auf die Waage.

Wenn Amazon den Mobilfunkmarkt in den USA angreifen will, bietet sich bei der Telekom ein Vergleich mit der Tochter T-Mobile US an. Deren Aktie hat allerdings lediglich rund 6% nachgegeben, der Börsenwert ist umgerechnet ebenfalls um rund 11 Mrd. EUR von 155 auf gut 144 Mrd. EUR gefallen. Die rund 50%-ige Beteiligung der Telekom an T-Mobile US hat somit etwa 5,5 Mrd. EUR an Wert verloren – der Gesamtkonzern also deutlich mehr.

Der Abschlag erscheint darum übertrieben und auch der Großteil der Analysten teilt die Einschätzung, dass langfristig sich dem Anleger hier eine gute Einstiegschance bietet. Die Aktie hat den Support-Bereich bei 18,90 EUR verteidigt und braucht jetzt etwas mehr Momentum für einen Gegenlauf nach oben. Erste Kursziel sind 19,86 EUR und 21,48 EUR.



Anheuser-Busch: Boykott-Abschlag zu hoch?

Ebenfalls eine seltene Einstiegschance hat sich beim bisherigen US-Marktführer im Biermarkt – Bud Light – aufgetan. BudLight von Anheuser-Busch InBev hat seinen Spitzenplatz auf dem US-Biermarkt an das mexikanische Modelo Especial verloren, nachdem es einen Boykott gegen die Marke aus konservativen Kreisen gab. Grund war eine Social-Media-Werbung mit dem Transgender-Influencer Dylan Mulvaney. Um-



strittene Reaktionen des Managements haben die Kontroverse darauf noch angeheizt. Der Absatz von Bud Light und Budweiser sank um 24,6% bzw. 9,2% in den vier Wochen bis zum 3. Juni gegenüber dem Vorjahreszeitraum, während der Absatz von Modelo Especial um 10,2% stieg.

Noch im Mai sagte AB InBev CEO Michel Doukeris, es sei noch zu früh, um die Auswirkungen der Werbeaktion zu überblicken, die zu heftigen Kommentaren in den sozialen Medien führte und letztendlich einen Boykott der Marke durch viele Verbraucher auslöste. Gegenreaktionen konservativer Kreise haben auch das Einzelhandelsunternehmen Target getroffen, das einige Waren mit LGBTQ-Themen angeboten hat. Daraufhin gab es Konfrontationen zwischen Kunden und Angestellten, bei denen Pride-Waren auf den Boden geworfen und zerrissen wurden.

Die Aktien von AB InBev hatten sich in den ersten drei Monaten besser entwickelt als die von Molson Coors und Constellation Brands, aber tendieren jetzt jedoch nach unten, nachdem sich die Gegenreaktion gegen Bud Light im April verschärft hat. „Das Stolpern von Bud Light mit Dylan Mulvaney wird sicherlich höhere Marktanteile für Miller Lite, Coors Light und Modelo Light bringen“, sagte ein Analyst. Modelo Especial von Constellation war die meistverkaufte Biermarke in den Vereinigten Staaten mit einem Anteil von 8,4% an den gesamten Bier-Einzelhandelsumsätzen im Zeitraum bis zum 3. Juni. Bud Light lag mit einem Anteil von 7,3% an zweiter Stelle. Das gesamte Umsatzwachstum von AB InBev ging in den vier Wochen bis zum 20. Mai um 12% zurück. Schon vor dem Boykott war der Absatz der etablierten „Light“-Marken schneller gesunken als der gesamte US-Biersektor, da die Trinker zunehmend auf Craft-Biere und dann auf „Hard Seltzer“ setzten.

Anheuser-Busch InBev hat seinen Titel als Verkäufer von Amerikas beliebtestem Bier verloren, aber das hält uns nicht davon ab, zu behaupten, dass die Aktie nach ihrem Ausverkauf einen Schluck wert ist. Viele Analysten argumentieren, dass die AB-InBev-Aktie angesichts des vielfältigen Portfolios und der globalen Reichweite des Unternehmens zu weit gefallen ist. Man schätzt, dass der Boykott den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen von Bud Light in diesem Jahr um 37% und das EBITDA des Unternehmens in Nordamerika um 22% beeinträchtigen wird. Das klingt zwar besorgniserregend, aber die Baisse für AB InBev scheint übertrieben, wenn man bedenkt, dass sich die Schwierigkeiten von Bud Light nicht auf AB InBev außerhalb der USA auswirken werden. Die gesenkten Prognosen implizieren immer noch ein organisches EBITDA-Wachstum von 4,5% in diesem Jahr und 4,7% im nächsten Jahr für das gesamte Unternehmen. Die Aktie hat in dieser Woche einen kleinen Aufschwung erlebt, liegt aber in diesem Jahr immer noch mehr als 7% im Minus.



Das klingt zwar besorgniserregend, aber die Baisse für AB InBev scheint übertrieben, wenn man bedenkt, dass sich die Schwierigkeiten von Bud Light nicht auf AB InBev außerhalb der USA auswirken werden. Die gesenkten Prognosen implizieren immer noch ein organisches EBITDA-Wachstum von 4,5% in diesem Jahr und 4,7% im nächsten Jahr für das gesamte Unternehmen. Die Aktie hat in dieser Woche einen kleinen Aufschwung erlebt, liegt aber in diesem Jahr immer noch mehr als 7% im Minus.

Japan: Erste Neu-Positionierung

Die Nettokäufe ausländischer Anleger in japanischen Aktien treiben den japanischen Markt seit 10 Wochen in Folge nach oben. Daten zeigen, dass ausländische Investoren Japan seit 2002, dem Zeitraum, für den Daten verfügbar sind, durchweg untergewichtet haben. Während der Regierungen Koizumi und Abe, als der japanische Markt anstieg, wurde die Gewichtung Japans um etwa 1% erhöht. Wenn der Markt die Gründe für die derzeitige Rallye als vergleichbar mit denen der früheren Rallies ansieht, würde eine Erhöhung der Japan-Gewichtung ausländischer Anleger um 1 Prozentpunkt etwa 50 Bio. JPY (360 Mrd. USD) an Nettokäufen ausmachen.

Zusätzlich zu den Nettokäufen globaler Anleger könnte sich die Rallye auf dem japanischen Markt fortsetzen, und zwar dank des Spielraums für Fondskäufe. Hierfür gäbe es mehrere Gründe. Zum einen



ist es der allgemeine Anstieg der Aktienrückkäufe von Unternehmen im Zusammenhang mit den TSE-Reformen und einer möglichen Umschichtung von Mitteln zwischen dem chinesischen und dem japanischen Markt.

Wir hatten in einer der letzten Ausgaben die Vorstellung von interessanten Titeln angekündigt.

Einer davon ist der Automobilzulieferer und Konkurrent der schwedischen SKF, die japanische NSK. Die Ergebnisse von NSK für das GJ2022 und die Prognose für das GJ2023 waren nicht nur besser als erwartet, sondern es gab auch viele positive Faktoren, die das Kurs-Gewinn-Verhältnis verbessern könnten, wie die Ankündigung eines Aktienrückkaufs von bis zu 22 Mrd. JPY (4,8% der ausstehenden Aktien)



und die Abschaffung von Maßnahmen gegen Übernahmen. Wir gehen davon aus, dass sich (1) die Erträge im Automobilgeschäft aufgrund einer Erholung des Produktionsvolumens und Fortschritten bei der Weitergabe der Kosten an die Preise verbessern werden; (2) die Nachfrage nach Werkzeugmaschinen und Halbleitern im ersten Halbjahr des GJ2023 die Talsohle erreichen wird und (3) sich die Gewinnmargen im Geschäft mit Lenkungssystemen aufgrund der Umstrukturierung und des Abschlusses eines JV-Abkommens verbessern werden. Kaufen.

AST		15er ESG Portfolio				Performance 2023 in Euro-basiert:			19,53%
		Kaufkurs	akt. Kurs	Währung	Gesamt	Performance	Branche	Land	
Alphabet Inc. Reg.Sh. Capi Stk Class Ao.N.	US02079K3059	144,85	123,67	USD	9.133,72	-10,38%	EDV Software	USA	
Amazon.com Inc.	US0231351067	144,75	126,42	USD	9.336,82	-9,44%	Handel	USA	
Brookfield Renewable Corp. A	CA11284V1058	44,71	44,10	CAD	9.840,26	-2,05%	Versorger	Kanada	
CRH PLC	IE0001827041	46,41	47,27	EUR	9.690,35	1,84%	Bau/Baustoffe	Irland	
Delta Air Lines Inc.	US2473617023	34,72	42,05	USD	12.304,59	22,71%	Luftfahrt	USA	
EXOR N.V.	NL0012059018	77,64	81,50	EUR	10.269,00	4,97%	Finanzdienstleister	Niederlande	
Glencore PLC	JE00B4T3BW64	5,38	5,47	EUR	10.228,90	1,77%	Eisen/Stahl	Jersey Insel	
Grpe Bruxelles Lambert SA(GBL)	BE0003797140	76,62	72,94	EUR	9.555,14	-4,80%	Finanzdienstleister	Belgien	
Hikma Pharmaceuticals PLC	GB00B0LCW083	20,46	19,00	GBP	9.217,53	-8,57%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Großbritannien	
Masimo Corp.	US5747951003	163,30	165,70	USD	10.096,24	0,29%	Elektrogeräte/Elektronik	USA	
Perrigo Co. PLC	IE00BGH1M568	33,81	30,62	EUR	9.063,52	-9,44%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Irland	
Smurfit Kappa Group PLC	IE00B1RR8406	34,66	33,68	EUR	9.767,20	-2,83%	Verpackungen	Irland	
Sofina S.A.	BE0003717312	205,60	203,20	EUR	9.956,80	-1,17%	Finanzdienstleister	Belgien	
Vivendi S.A.	FR0000127771	9,94	8,24	EUR	8.301,71	-17,06%	Rundfunk	Frankreich	
Wendel S.A.	FR0000121204	105,40	100,40	EUR	9.437,60	-4,74%	Finanzdienstleister	Frankreich	
					146.199,38				
				Liquidität:	14.093,33				
				Vermögen:	160.292,71				

Anleihenmarkt

Neuvorstellung Webuild

Der italienische Baukonzern Webuild ist die Nummer 1 im Heimatmarkt und ist auch in mehreren Regionen der Welt führend. Das Unternehmen ist auf große, komplexe Infrastrukturprojekte (Straßen, Eisenbahnen, Häfen, Flughäfen, Staudämme und Wasserkraftwerke, wasserwirtschaftliche Infrastrukturen) spezialisiert, bei denen der Wettbewerb begrenzt ist, die Risiken aber stärker konzentriert sind.

Nach seiner raschen Expansion auf den Weltmärkten hat Webuild in den letzten Jahren beschlossen, sich auf die Industrieländer zu konzentrieren, um das Risikoprofil zu verringern (80% des Auftragsbestands Ende 2022). Unterstützt durch Übernahmen (Lane in den USA, Astaldi in Italien im Rahmen der Progetto-Italia-Initiativen und kürzlich Clough in Australien) ist der größte Markt von Webuild nun Italien (40% des Auftragsbestands), gefolgt von Australien (15%) und dem restlichen Europa (12%). Ende 2022 belief sich der Auftragsbestand auf 53,4 Mrd. EUR. Bis 2025 strebt der Konzern einen Auftragsbestand von 57 Mrd.



EUR an, der von den Investitionen in die Energiewende profitieren dürfte. Salini Costruttori (Holdinggesellschaft der Familie Salini) hält 40% an dem Unternehmen. Italien ist über den staatlichen Fonds CDP nun mit 17% an Webuild beteiligt. Die italienischen Banken UniCredit (5%) und Intesa Sanpaolo (5%) sind ebenfalls Aktionäre.

Im Gegensatz zu seinen Mitbewerbern ist Webuild nur bei großen Infrastrukturprojekten tätig, was zu einer gewissen Konzentration führt. So machten Ende 2022 die zehn wichtigsten Aufträge fast 45% des Auftragsbestandes aus. Um die Ziele für 2025 zu erreichen, ist eine gute Vertragsabwicklung erforderlich. Allerdings hat die Verbesserung der Vertragsstrukturen in den letzten beiden Jahren dazu beigetragen, das Risiko von Kostenüberschreitungen zu verringern und die Margen zu sichern. Das robuste Wachstum des Auftragsbestandes von Webuild in den letzten drei Jahren ist auf die umfangreichen Investitionsprogramme zurückzuführen, die zur Wiederbelebung der Wirtschaft nach der Pandemie eingeführt wurden. Webuild ist auch der Ansicht, dass derzeitiger Auftragsbestand die Ziele für 2025 vollständig abdeckt.

Der Free Cashflow ist relativ niedrig, im historischen Vergleich sogar negativ, und weist starke Schwankungen im Zusammenhang mit dem Betriebskapital auf (FCF von 1,1 Mrd. EUR im Jahr 2021, -216 Mio. EUR im Jahr 2022), die von der Unterzeichnung neuer Verträge und dem Tempo der Umsetzung laufender Projekte abhängen. Die Liquidität von Webuild ist ausreichend (2,7 Mrd. EUR Ende 2022, ohne Barmittel mit Verfügungsbeschränkung), aber ein großer Teil davon ist für Projekte bestimmt.

Die Bruttoverschuldung von Webuild belief sich Ende 2022 auf 2,5 Mrd. EUR und umfasst hauptsächlich unbesicherte Schulden (ca. 15% Bankschulden und 85% Anleihen, die sich auf vier Schuldverschreibungen verteilen). Bei den besicherten Schulden handelt es sich hauptsächlich um Projektschulden. Nach Analystenschätzungen liegt die bereinigte Nettoverschuldung bei 1,4 Mrd. EUR (2021: 1,2 Mrd. EUR), was einem Nettoverschuldungsgrad von 2,4fachen (2021: 3,4fache) entspricht. Wir würden in die 2025er Emission investieren.



NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	CCY	Stückelung
WEBUILD SPA	A286EG	Sr Unsecured	5,875%	CALLABLE	15.12.2025	99,85	5,9%	15.06.2025	100,00	5,96%	227	2,3	98	BB-	BB	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 15.06.23

Neuvorstellung Storskogen

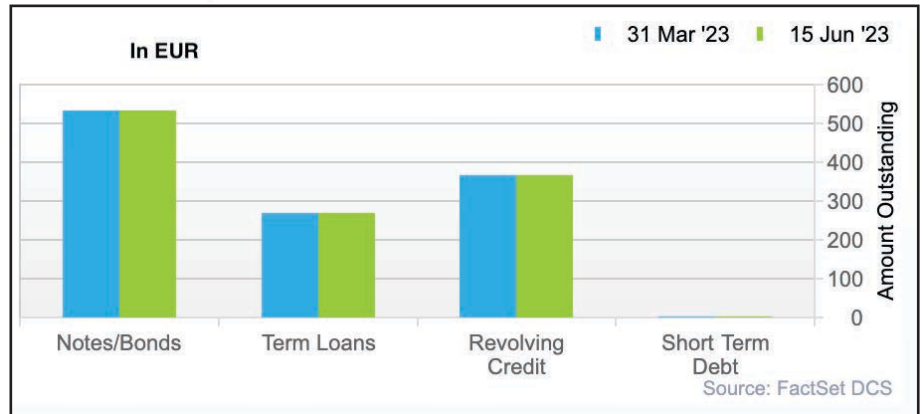
Im Nachgang zu unserem Thema auf Seite 1 ist uns ein Unternehmen aktuell ins Auge gefallen, das aus unserer Sicht mittel- bis langfristig durchaus das Potenzial hat, den Sprung in den Investment-grade-Bereich zu schaffen. Die Rede ist von der schwedischen Storskogen. Hierbei handelt es sich um eine Beteiligungs-Holding mit einem globalen Footprint.

Aktuell befinden sich im Portfolio ganze 134 einzelne Unternehmen mit rund 13.000 Mitarbeitern in 28 Ländern. Die Beteiligungsstrategie stellt dabei explizit darauf ab, dass man nach kleinen und mittelständischen Unternehmen sucht, die in der Regel auch Eigentümer-geführt sind. Diese werden dann, oftmals auch im Rahmen einer Nachfolgeregelung, übernommen und dann mit einer langfristigen Perspektive weiterentwickelt, ohne dass es eine explizite Exit-Strategie gibt, was bei vielen anderen Beteiligungsunternehmen ja der Fall ist.

Der Hauptfokus liegt dabei auf den Bereichen Handel, Dienstleistungen und Industrie, was für eine hohe Stabilität auch in konjunkturell anspruchsvollen Phasen sorgt. Das stellten auch die Ergebnisse zum



ersten Quartal unter Beweis. So konnte Storskogen im Auftaktquartal einen Gruppen-Umsatz von rund 9,21 Mrd. SEK erzielen (rund 817 Mio. EUR). Dies entsprach einer Steigerung zum Vorjahr um ein Drittel. Überproportional stark legte die Profitabilität dabei zu. Das bereinigte EBITA verbesserte sich um 56% auf 885 Mio. SEK, was einer Marge von 9,6% (vorher 8,2%) entsprach. Der Vorsteuergewinn verdoppelte sich auf fast 638 Mio. SEK.



Hinsichtlich des Kreditprofils weist Storskogen ein vertretbares Verhältnis von Nettoverschuldung zum EBITDA von aktuell dem 3fachen aus. Das Verhältnis von EBITDA zu den Zinskosten beträgt das 3,6fache. Insgesamt stehen derzeit langfristige Schulden von umgerechnet rund 1,14 Mrd. EUR in den Büchern. Aktuell ausstehend sind zwei Anleihen mit variabler Verzinsung mit einem jeweiligen Emissionsvolumen von 3 Mrd. SEK mit Laufzeit bis 2024 und 2025.

Zur Rückzahlung der 2024er Anleihe und für allgemeine Zwecke wird dieser Tage eine neue Anleihe mit Laufzeit bis März 2027 emittiert. Diese hat ein Emissionsvolumen von 2 Mrd. SEK und soll wie die beiden anderen auch variabel verzinst werden. Die Indikation geht aktuell von einem anfänglichen vierteljährlichen Coupon von 10,59% aus. Die Emittentin wird im Übrigen derzeit von Standard & Poor's mit BB bewertet.

Fazit: Angesichts des fundamentalen und auch des Finanzierungsprofils halten wir Storskogen für ein interessantes Investment im Bereich von Non-Investmentgrade mit durchaus einer Chance, in den nächsten Jahren auch Investmentgrade zu werden. Aktuell würden wir die bis 2025 laufende Anleihe zum Kauf empfehlen. Die neue Emission halten wir ebenfalls für interessant, würden mit einer Empfehlung aber erst konkret werden, wenn die endgültigen Daten vorliegen.



NAME	WKN/ISIN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	CCY	Stückelung
STORSKOGEN GROUP	A3K9TZ	Sr Unsecured	6,639%	CALLABLE	14.05.2024	101,54	5,0%	17.07.2023	101,50	6,02%	145	0,2	929	SEK	1.250(+1250)
STORSKOGEN GROUP	A3KZPK	Sr Unsecured	6,695%	CALLABLE	01.12.2025	96,11	8,5%	01.12.2023	101,50	18,93%	461	0,2	2.242	SEK	1.250(+1250)
STORSKOGEN GROUP	SE0020358026	Sr Unsecured	10,596%	CALLABLE	22.03.2027	-	-	22.06.2025	103,44	-	-	-	-	SEK	1.250(+1250)

Quelle: Bloomberg. 15.06.23

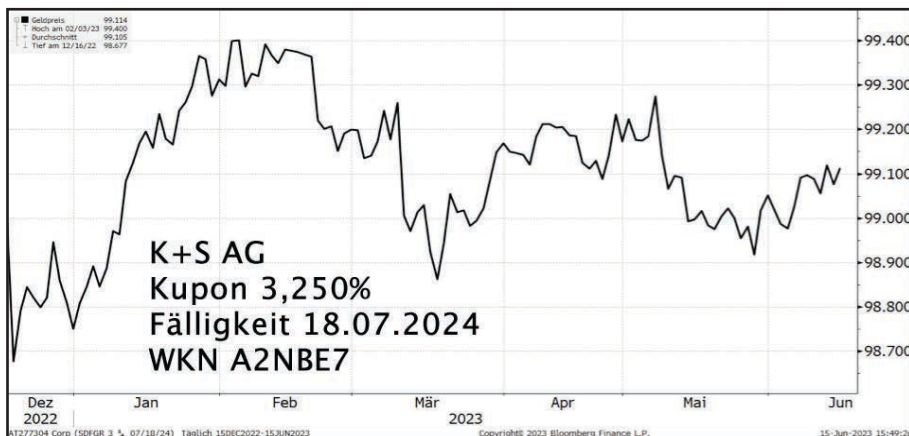
K+S: Besseres Rating, schlechtere Prognose

Der Düngemittel-Produzent K+S hat in den vergangenen Tagen die Investoren gewissermaßen auf eine Gefühls-Achterbahn geschickt. Dabei ging es zuerst stimmungsmäßig durchaus nach oben. Denn die Ratingagentur Standard & Poor's hatte die Bonitätseinstufung des Unternehmens um eine Stufe auf BBB- angehoben. Damit ist K+S genau das gelungen, wovon wir schon gesprochen haben, nämlich der Sprung vom Non-Investmentgrade in den Investmentgrade-Bereich.

Das könnte im Nachgang natürlich auch erhebliche Auswirkungen auf die weitere Finanzierung des Unternehmens haben. Denn damit erweitert sich der potenzielle Kreis an Investoren für neue Finanzierungsmaß-



nahmen, insbesondere auch im Bond-Bereich. Was nicht nur hinsichtlich der Nachfrage positiv werden könnte, sondern auch Einfluss haben würde auf die Höhe der Finanzierungskosten. Das ist noch nicht ganz akut, aber K+S hat derzeit eine Anleihe noch ausstehen, die bis Juli 2024 notiert. Es ist sehr stark davon auszugehen, dass der Düngemittel-Produzent spätestens zum Jahreswechsel sich diesbezüglich dann erste Gedanken machen müsste bzw. erste Weichenstellungen vornehmen dürfte zur Refinanzierung.



Allerdings hat K+S ganz aktuell wieder für Verunsicherung gesorgt. Denn man hat aufgrund eigener Unsicherheiten bezüglich der weiteren Entwicklung bei den Kali-Preisen die Jahresprognose einkassiert bzw. diese abgesenkt. Jetzt geht das Unternehmen davon aus, dass der operative Gewinn auf Basis des EBITDA um zwei Drittel auf 800 Mio. EUR einbrechen könnte. Zwar versucht man diese schlechte Nachricht damit abzumildern, dass man sich optimistisch zeigt, dass es im zweiten Halbjahr zu einer Preiserholung kommen könnte und damit auch das bislang in Aussicht gestellte Ergebnis womöglich höher ausfallen würde. Aber das sind viel zu viele Unsicherheiten und viel zu viel hin und her, als dass man das derzeit ernst nehmen könnte.

Fazit: Trotz dieser neuerlichen Prognose-Rücknahme zeigt sich zumindest die Anleihenseite weiterhin robust, was natürlich immer noch im Zusammenhang mit der Rating-Heraustufung gesehen werden kann. Aktuell raten wir dazu, investiert zu bleiben.

NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fällig. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	CCY	Stückelung
K+SAG	A2NBE7	Sr Unsecured	3,250%	CALLABLE	18.07.2024	100,12	3,1%	18.04.2024	100,00	3,10%	-71	1,0	-67	BBB-	EUR	100(+100)

Quelle: Bloomberg. 15.06.23

Casino Guichard-Perrachon: Neues Angebot

Das Casino Guichard-Perrachon (CGP) hat ein vorläufiges Angebot erhalten, der eine Kapitalerhöhung in Höhe von 1,1 Mrd. EUR durch den französischen Milliardär Xavier Niel und seine beiden Partner vorsieht. Davon würden 200-300 Mio. EUR direkt von ihnen investiert, während der Rest von neuen Partnern und Gläubigern, die in das CGP reinvestieren wollen, aufgebracht werden würde. Das Angebot würde auch eine Anpassung der bestehenden Schuldenlast beinhalten.

Unabhängig davon gab die CGP bekannt, dass sie ein Angebot der Fimalac-Gruppe für eine mögliche Beteiligung in Höhe von 150 Mio. EUR an der Kapitalerhöhung erhalten hat, die zuvor von EP Global Commerce vorgeschlagen wurde. Der Alternativvorschlag deutet darauf hin, dass ein reges Interesse an dem Unternehmen besteht. Dies ist positiv für die Gläubiger, da es ihnen eine bessere Verhandlungsposition verschaffen könnte. Dies würde jedoch die laufenden Gespräche weiter verlängern und komplizierter machen. Wir halten unsere Position.





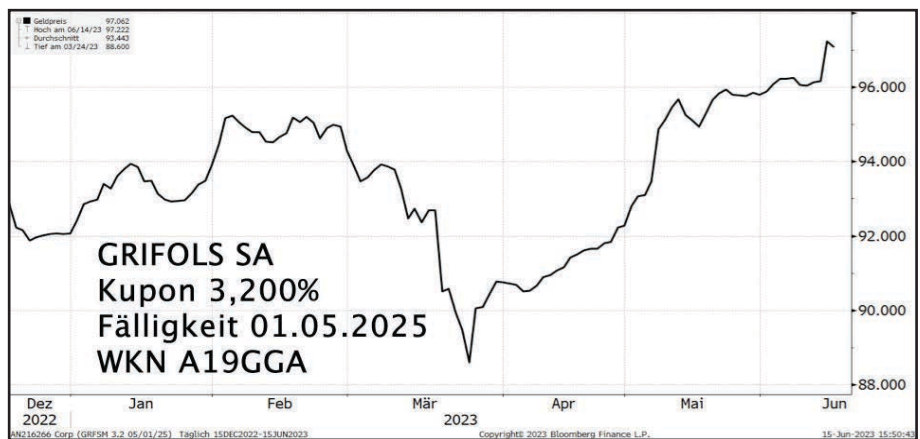
NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
CASINO GUICHARD	A1ZD0H	Sr Unsecured	4,498%	CALLABLE	07.03.2024	20,65	526,0%	07.12.2023	100,00	794,94%	11.225	0,9	11.900	CC *-	C	Ca	EUR	100(+100)
CASINO GUICHARD	A1ZTGE	Sr Unsecured	3,580%	CALLABLE	07.02.2025	19,84	179,1%	07.11.2024	100,00	231,66%	4.988	1,5	3.222	CC *-	C	Ca	EUR	100(+100)

Quelle: Bloomberg. 14.05.21

Grifols: Asset-Verkäufe

Das spanische Pharmaunternehmen Grifols gab gestern bekannt, dass es eine Mitteilung an das börsennotierte chinesische Unternehmen Shanghai RAAS gesandt hat, um es über Pläne zur Änderung der Aktionärsstruktur zu informieren - d. h. den voraussichtlichen Verkauf eines Großteils der Grifols-Anteile. Zur Erinnerung: Im März 2019 schloss Grifols eine Aktientauschvereinbarung mit Shanghai RAAS ab, in deren Rahmen das Unternehmen 90 Aktien seiner US-amerikanischen Tochtergesellschaft Grifols Diagnostic Solutions im Tausch gegen 1.766 Mio. Aktien von Shanghai RAAS abgab. Grifols ist heute der größte Anteilseigner von Shanghai RAAS, weit vor Raas China und China Cinda AM, die eine Kapitalbeteiligungen von 4,6% bzw. 4,1% haben.

Im Zuge dieser Änderung der Aktionärsstruktur erwartet Grifols einen Erlös von 1,5 Mrd. USD und beabsichtigt weiterhin, ein bedeutender Aktionär von Shanghai RAAS zu bleiben. Auf der Grundlage des Aktienkurses von Shanghai RAAS von 7,2 CNY errechnet man einen Marktwert von fast 1,8 Mrd. USD für den gesamten derzeitigen Anteil von Grifols an dem chinesischen Unternehmen. Wenn Grifols seine Anteile verkauft, dann würde die Beteiligung von Grifols an Shanghai RAAS von 26% auf 4% sinken. Da Grifols beabsichtigt, ein bedeutender Anteilseigner zu bleiben, deutet die Änderung darauf hin, dass das Unternehmen etwas anderes im Sinn hat als eine traditionelle Aktienveräußerung, um einen Erlös von 1,5 Mrd. USD zu erzielen.



Grifols wies außerdem darauf hin, dass sich das Geschäft noch in der Planungsphase befindet und das Ergebnis noch ungewiss ist. Nichtsdestotrotz sieht es nach einem guten Schritt nach vorn aus, was den Plan der Gruppe zum Schuldenabbau betrifft. Wenn das Geschäft zustande kommt, werden die Erlöse aus dieser Transaktion die Anleger in ihrer Überzeugung bestärken, dass Grifols in der Lage ist, die Schuldenmauer im Jahr 2025 zu überwinden, einschließlich der 2025 fälligen 1,625%-SSNs im Wert von 838 Mio. EUR und der 2025 fälligen 3,25%-SUNs im Wert von 1 Mrd. EUR. Die Unternehmensleitung hat mehrfach erklärt, dass die Erlöse aus etwaigen Veräußerungen von Vermögenswerten für den Schuldenabbau verwendet werden sollen, mit dem Ziel, bis Ende 2024 wieder einen Nettoverschuldungsgrad von unter 4,0fachen zu erreichen, gegenüber dem 7,0fachen Ende März 2023. Wir halten unsere Position.

NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
GRIFOLS SA	A19GGA	Sr Unsecured	3,200%	CALLABLE	01.05.2025	97,92	4,4%	17.07.2023	100,00	30,42%	63	1,8	34	B-	B+	Caa1	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 15.06.23

Passwort für die Archivausgabe (PDF) des Alpha Strategie
Juni 2023
loll321

Mit besten Grüßen

Carsten Jütte



Aktien und Optionen Strategiedepots

Aktien-Portfolio

						Performance 2023 in Euro-basiert: 8,88%		
		Kaufkurs	Akt. Kurs	Währung	Gesamtwert	Performance	Branche	Land
Amazon.com Inc.	US0231351067	95,75	126,42	USD	31.511,78	26,67%	Handel	USA
Bausch Health Companies Inc.	CA0717341071	18,47	7,32	USD	4.392,56	-58,11%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Kanada
Bayer AG	DE000BAY0017	69,15	51,80	EUR	7.511,00	-25,09%	Chemie	Deutschland
Deutsche Bank AG	DE0005140008	6,97	9,93	EUR	14.249,55	42,53%	Banken	Deutschland
Deutsche Telekom AG	DE0005557508	16,88	19,14	EUR	28.713,00	13,43%	Telefon/Kommunikation	Deutschland
ENEL S.p.A.	IT0003128367	5,25	6,11	EUR	17.419,20	16,42%	Versorger	Italien
Intesa Sanpaolo S.p.A.	IT0000072618	2,22	2,40	EUR	21.600,00	8,21%	Banken	Italien
Leonardo S.p.A.	IT0003856405	9,92	10,40	EUR	15.600,00	4,84%	Militärtechnik	Italien
Petroleo Brasileiro S.A. (ADRs)	US71654V4086	11,00	13,89	USD	25.646,35	25,84%	Öl/Gas	Brasilien
PUMA SE	DE0006969603	52,50	51,70	EUR	9.823,00	-1,52%	Textil/Mode	Deutschland
Stellantis N.V.	NL00150001Q9	15,04	15,75	EUR	10.475,08	4,73%	Automobile	Niederlande
Tencent Music Entertainment Gr (ADRs)	US88034P1093	20,00	8,35	USD	5.396,07	-54,25%	Rundfunk	Kayman-Inseln
Tullow Oil PLC	GB0001500809	0,26	0,25	GBP	14.698,97	4,53%	Öl/Gas	Großbritannien
					207.036,57			
					Liquidität:	34.909,15		
					Vermögen:	241.945,72		
Startvolumen 31.12.2018: 150.000 €								

Hinweis: Die Performance-Messung im Musterdepot erfolgt ohne Einbeziehung von Dividendenzahlungen.

Options-Portfolio

						Performance 2023 in Euro-basiert: 17,26%	
Anlage	Verkaufskurs	aktueller Kurs	Währung	GuV	Branche	Land	
AST Optionen							
BABA OPRA P 115 06/23	24,66	25,15	USD	-1,74%	Option/Put	USA	
BAS XEUR P 54 06/23 4	6,40	7,16	EUR	-11,88%	Option/Put	Deutschland	
BAY XEUR P 64 06/23 2	9,41	12,20	EUR	-29,65%	Option/Put	Deutschland	
DBK XEUR P 12 06/23 6	2,22	2,07	EUR	6,76%	Option/Put	Deutschland	
VO3 XEUR P 130 06/23 3	9,99	4,10	EUR	95,90%	Option/Put	Deutschland	
Startvolumen 31.12.2018:		100.000,00 €		Vermögen per 15.06.2023		355.132,12 €	

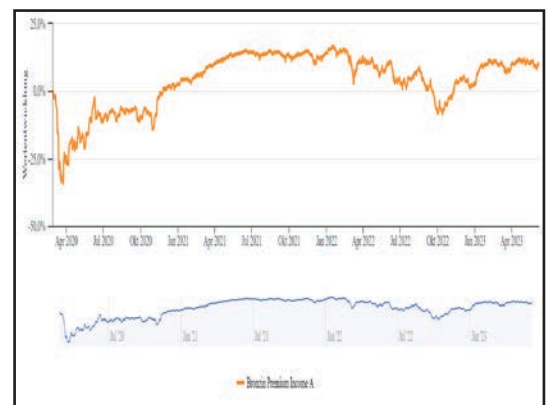
Hinweis: Sollten Sie Interesse an einem Überblick bislang abgeschlossener Trades haben, können Sie diesen gern per E-Mail unter info@alphabriefe.de anfordern

Fonds-Strategien

Bronzin Premium Income (ISIN: DE000A14XNT1)

Der „Bronzin Premium Income“ wendet sich gezielt an „einkommensorientierte“ Anleger. Die dem Fonds zugrunde liegende Strategie fand 20 Jahre erfolgreich Anwendung, bevor der Fonds 2015 initiiert wurde mit dem Ziel die Langfristrenditen von Aktien als kalkulierbare Erträge regelmäßig auszuschütten. In Zeiten von null Zinsen wendet sich der Fonds an Anleger, die für ihre Finanzplanung und Zielumsetzung einen berechenbaren Cash-Flow benötigen, wie z.B. Stiftungen und Pensionskassen. Dem Fonds liegt ein Portfolio zugrunde, was sich aus hochkapitalisierten Aktien aus den großen Indizes Europas und der USA zusammensetzt. Dabei werden defensive, dividendenstarke Titel, die eine vermeintliche Unterbewertung aufweisen, bevorzugt.

Mit Hilfe eines konsequent angewandten „Covered-Call-Writings“ werden regelmäßig Prämieinnahmen generiert. Zuzüglich der erhaltenen Dividenden werden diese realisierten Erträge zu feststehenden Terminen ausgezahlt.





Leonardo UI Anteilklasse G (ISIN: DE000A0MYG12)

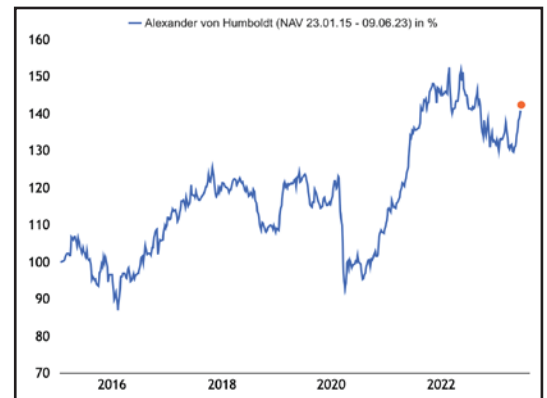
Der Fonds investiert in Anlehnung an ein quantitatives Allokationsmodell in verschiedene Anlageklassen. Angestrebt wird, durch regelmäßige Anpassung der Gewichtungen innerhalb der Assetklassen Aktien, Staatsanleihen und Liquidität, sowie der Verschiebung der Quoten in diesen Kategorien selbst, das Portfolio an aktuelle volkswirtschaftliche Daten und Markttechnik anzugleichen und so das Chance-/Risiko-profil des Portfolios zu verbessern.

Das quantitative Allokationsmodell unterscheidet zwischen Ländern bzw. Ländergruppen. Für die monatliche Reallokation werden überwiegend börsennotierte Terminmarktinstrumente eingesetzt, mit dem Ziel Transaktionskosten zu reduzieren. Die überschüssige Liquidität soll in verzinsliche Papiere aller Bonitätsklassen investiert werden. Es wird ein Mehrertrag gegenüber einer Benchmark, die sich gleichgewichtet aus MSCI® World 100% Hedged to EUR Index (EUR) und Bloomberg Barclays® Global Aggregate Corporate Total Return Index Hedged EUR zusammensetzt, angestrebt.



AvH Emerging Markets Fonds UI (ISIN: DE000A1145F8)

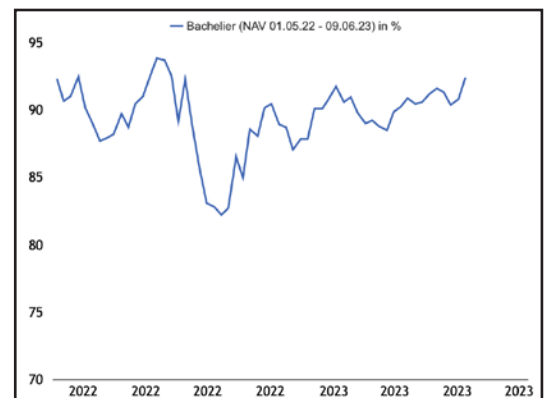
Der Fonds investiert zu mindestens 51% in Wertpapiere von Ausstellern aus Emerging Markets oder Wertpapiere von Ausstellern, die den überwiegenden Anteil ihrer wirtschaftlichen Aktivität in den Emerging Markets ausüben. Der Fonds investiert vor allem in Aktien, die möglichst den Prinzipien der Value-Anlage gerecht werden und eine für Investitionen attraktive Bewertung aufweisen, d.h. es wird versucht, attraktiv bewertete Qualitätsaktien im Universum der Schwellenländer zu finden und mindestens so lange im Portfolio zu behalten, wie die Unterbewertung offensichtlich ist bzw. die fundamentalen Rahmenbedingungen weiter für Investitionen nach dem Value-Ansatz sprechen.



Ergänzend kann die Anlagestrategie auch mittels Anleihen, auch aus Emissionen, umgesetzt werden. Bei der Auswahl von Anleihen bringt die ICM ihr Know How ein. Der Schwerpunkt liegt hier auf Hartwährungsanleihen von Emittenten aus Schwellenländern. Der Fonds wurde im Jahr 2015 aufgelegt und belegte seitdem immer vordere Plätze im Peer Group Vergleich.

Bachelier UI (ISIN: DE000A1JSXE3) - Neue Berechnung

Der Bachelier soll mit einem streng regelbasierten ESG Auswahlprozess ein Portfolio von Aktien großer börsennotierter Unternehmen kuratieren und wettbewerbsfähige Renditen erzielen. Die Auswahl umfasst Unternehmen mit einem langfristig bewährten und funktionierenden Geschäftsmodell nach ihrem nachhaltigen, umweltbewussten, sozialen und ethischen Verhalten. Die eng gefasste Finanz- und Nachhaltigkeitsanalyse ermöglicht, die langfristigen, positiven Fortbestehensprognosen der Unternehmen in der Risikosteuerung mit den ESG-Faktoren abzugleichen.



Das Anlageuniversum des Fonds beschränkt sich auf ausschließlich regelkonforme Wertpapiere des implementierten ESG Auswahlprozesses. Weltweite Diversifikation nach qualitativer und quantitativer Risikosteuerung unter Einbindung monatlicher Analyseergebnisse des kanadischen Research Partners, BCA.



Anleihen Strategiedepot

Alpha Strategie Anleihen Musterdepot											
Eröffnet:		24.06.22	Kapital	200.000	EUR						
Emittent	ISIN	Nominal	Währung	Kupon %	Verfall	nächster Call	Investment EUR	Aktueller Kurs	Akt.Wert EUR	G/V	
Atento Luxco 1 SA	USL0427PAD89	10.000	USD	8,000	10.02.26	02/12/2024	7.373	18,25%	1.673	-77,32%	
Boeing Company	US097023BS30	10.000	USD	3,375	15.06.46	12/15/2045	6.322	69,47%	6.366	0,70%	
Bombardier Inc.	USC10602BA41	10.000	USD	7,500	15.03.25	07/17/2023	8.996	99,88%	9.154	1,75%	
Carnival Corporation	US143658AH53	10.000	USD	6,650	15.01.28	-	7.955	86,39%	8.242	3,61%	
Discovery Communications LLC	US25470DAR08	10.000	USD	3,950	20.03.28	12/20/2027	8.912	92,47%	8.475	-4,90%	
Ecopetrol SA	US279158AK55	10.000	USD	4,125	16.01.25	-	8.952	96,23%	9.026	0,83%	
General Electric Company	US369604BQ57	10.000	USD	8,882	-	09/15/2023	8.245	99,88%	9.154	11,03%	
LyondellBasell Industries NV	US552081AM30	10.000	USD	4,625	26.02.55	08/26/2054	8.281	79,54%	7.290	-11,97%	
Royal Caribbean Group	US780153AG79	10.000	USD	7,500	15.10.27	-	8.102	96,91%	8.881	9,62%	
Schaeffler AG	DE000A2YB7B5	10.000	EUR	2,875	-	12/28/2026	9.060	96,16%	9.616	6,14%	
Sudzucker International Finance BV	XS0222524372	10.000	EUR	6,115	-	09/29/2023	9.060	93,26%	9.326	2,94%	
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AB71	10.000	USD	7,950	15.12.25	-	8.557	101,75%	9.325	8,97%	
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AE11	10.000	USD	8,375	15.04.27	-	8.551	101,31%	9.285	8,58%	
							108.366		105.812		
							Anfangskapital	200.000			
							Liquidität	91.634			
							Performance	-2,36%			

Kaufspesen nicht berücksichtigt, akt. Werte inkl. Kupon-Zahlungen

Abo-Service:

E-Mail: info@alphabriefe.de

Der Alpha Strategie erscheint wöchentlich. Druck und Vertrieb: ICM concept, Weintraubengasse 2, 90403 Nürnberg, eMail: info@alphabriefe.de. V.i.S.d.P. Carsten Müller. Rechnungstellung erfolgt im Voraus. Kündigungsfrist jeweils 14 Tage zum Ende des Bezugszeitraumes. Der Inhalt ist ohne Gewähr. Nachdruck ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Deshalb dienen alle Hinweise der aktuellen Information ohne letzte Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Erfüllungsort und Gerichtsstand: Nürnberg. ALLE RECHTE VORBEHALTEN.

Risikohinweis: Alle Börsen- und Anlagegeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken verbunden. Verluste können nicht ausgeschlossen werden. Der Leser sollte die von den Banken herausgegebenen Informationsschriften „Basisinformationen für Wertpapier-Vermögensanlagen“, „Basisinformationen über Finanzderivate“ und „Basisinformationen über Termingeschäfte“ sorgfältig gelesen und verstanden haben.

Disclaimer: Anleihen aus den aufgeführten Wertpapieren können sich im Eigenbestand unseres Partners ICM InvestmentBank befinden. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben.