



# alpha

# Strategie

Ausgabe 37/23 vom 14.09.2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser!

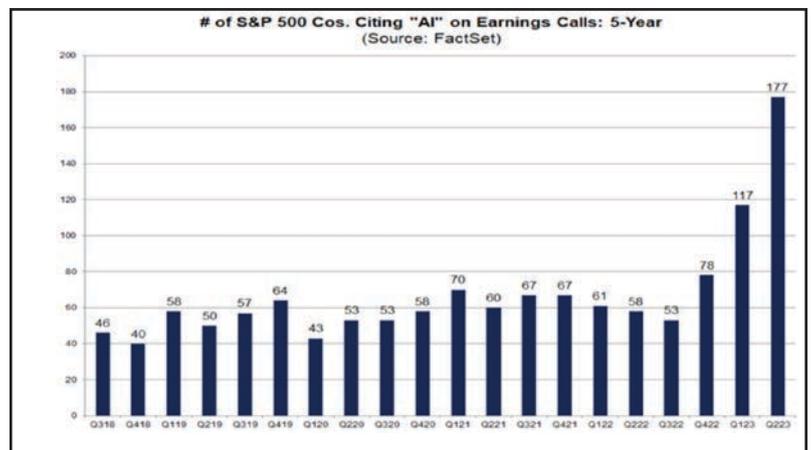
**Nach der Berichtssaison ist bekanntlich vor der Berichtssaison.** Da ist es durchaus interessant und auch für die Perspektiven wichtig, ein wenig abseits in den Statistiken zu wühlen. Denn wie sich zeigt, gibt es hier auch immer wieder „hard Facts“ und „soft Facts“, die trendbestimmend sein können.

**Bei den harten Tatsachen war zu verzeichnen, dass die begleitenden Analysten insbesondere im Juli und August nicht etwa erneut ihre Gewinnprognosen für die S&P-500-Unternehmen zurücknahmen, sondern gerade das Gegenteil.** Dabei ist die Aufwärtsrevision im Durchschnitt mit 0,4% auf den ersten Blick recht gering. Doch sollte dies nicht zu geringgeachtet werden, schließlich handelt es sich dabei um die erste Aufwärtsrevision seit insgesamt acht Quartalen. Im ersten Quartal hatten die Analysten mit Blick auf das zweite Quartal ihre Gewinnschätzungen noch um 0,2% im Durchschnitt nach unten korrigiert, im Quartal zuvor sogar um 5,6%. Ob das jetzt nun ein echter Stimmungsumschwung ist, bleibt natürlich abzuwarten. Denn diese gesamte Aufwärtsrevision steht noch auf eher wackligen Beinen. Von den elf Sektoren im S&P 500 bekamen nur vier eine deutliche Aufwärtsrevision der Gewinnschätzungen, im Gegenzug wurden sieben Sektoren zurückgestuft. Aber es ist ein Anfang, mit dem man mit Blick auf den weiteren Herbstverlauf und womöglich auch über den Jahreswechsel hinaus arbeiten könnte.

**Aber es gab auch soft Facts.** Und diese beziehen sich auf die Verwendung bestimmter Schlüsselwörter in den Quartalsberichten. Dabei ist es recht eindrucksvoll, dass sich im Rahmen der Berichtssaison von den S&P-500-Unternehmen nur noch 62 mit dem Thema „Rezession“ auseinandersetzten. Zum Vergleich: Im zweiten Quartal des letzten Jahres erwähnten ganze 238 Unternehmen die Gefahr einer Rezession. Und noch ein Schlüsselwort fiel auf. Denn das Thema „künstliche Intelligenz“ ist auch in den Quartalsberichten massiv angekommen. Wenn man sich die bisherige Beschäftigung mit diesem Thema aus den vergangenen Jahren anschaut, waren immer so zwischen 10 und 20% der Unternehmen diesbezüglich fokussiert. Doch in den letzten drei Quartalen gab es massive Zunahmen beim Thema. Hatten sich in Q2 2022 nur 58 Unternehmen damit beschäftigt, waren es jetzt 177. Dabei lag der Fokus im Informations-Sektor, wo fast 90% der S&P-Unternehmen aus diesem Bereich das Thema künstliche Intelligenz für ihre weitere Geschäftsentwicklung diskutierten.

**Natürlich muss man und sollte auch die Kirche im Dorf lassen.**

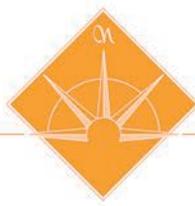
Das Thema künstliche Intelligenz ist und bleibt und wird ein äußerst wichtiges Thema für Unternehmen und für den Kapitalmarkt. Dabei dürften wir jetzt allerdings erst einmal am Ende der ersten Phase, des ersten Hypes stehen, wo es darum geht, KI tatsächlich in die operativen Geschäftsmodelle nicht nur technologisch, sondern auch nachhaltig zu integrieren. Wie und bei wem das gelingt, bleibt zu beobachten. Für die Bewertung einzelner Aktien dürfte das KI-Thema allerdings vorläufig etwas an Schärfe und Momentum verlieren, ohne generell weg zu sein. Aber es wird sich hier jetzt eine längere Phase des Realitätstestes anschließen. Und d. h. für Sie als Anleger auch: In den nächsten Monaten und Jahren werden sich die tatsächlichen Gewinner in diesem Segment herauskristallisieren und diejenigen, die eine „Me-too“-Strategie verfolgen, werden entsprechend in die zweite Reihe rücken müssen.



Eine Publikation der ICM concept GmbH

Kontakt zur Redaktion:

Per e-Mail an [info@alphabriefe.de](mailto:info@alphabriefe.de)



## Aktienmarkt

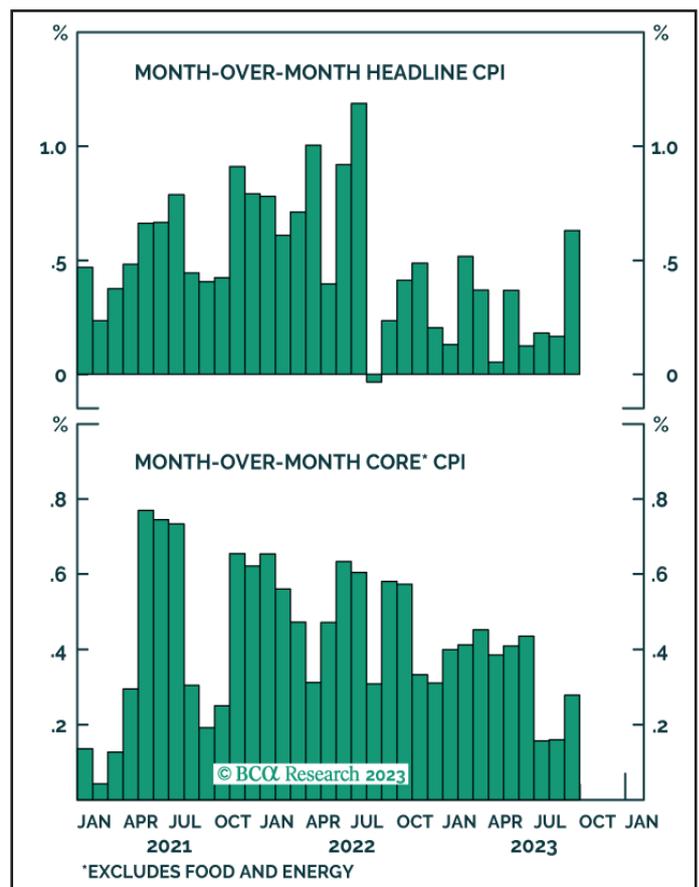
### Energie im Aufwärtstrend

Seit Ende August kennt der Ölpreis von Brent und WTI nur noch die Richtung nach oben. Und auch der europäische Gaspreis (Rotterdammer Terminmarkt) hat mit 37 Euro pro MWh von seinem Sommertief rund 20% zugelegt. Dass diese Entwicklung für die Erwartung einer kurzfristig weiter rückläufigen Inflationsrate erst einmal Gift ist, zeigten die US-Verbraucherpreise für den August. Sie stiegen von 3,2% im Juli auf 3,7% und damit sogar etwas stärker als von den Analysten erwartet worden war.

Die von der Zentralbank stark beachtete Kernrate, bei der die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel außen vor bleiben, fiel indes wie erwartet auf 4,3 von 4,7% im Juli. Damit kann die Fed mit den Zinsen erst einmal eine Pause einlegen. Auch Frau Lagarde hatte heute „geliefert“, indem sie den Leitzins um einen viertel Prozentpunkt anhob.

Hier geht die Argumentation in eine ähnliche, wenn auch nicht identische Richtung. Für die USA gibt die konjunkturelle Gesamtsituation gerade aus dem Blickwinkel der Vollbeschäftigung durchaus noch Potenzial für die Vermeidung einer Rezession her. Es kehren auch immer mehr ältere Arbeitnehmer (55+ Jahre) an den Arbeitsmarkt zurück, sodass die Gesamtquote der Beschäftigten zur Bevölkerung mit 62,8% in die Nähe des Alltime-Highs bei 63,3% zurückgekehrt ist.

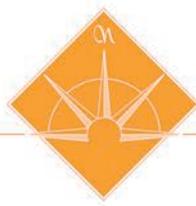
In der Eurozone schlägt weiter die schwache Industrieproduktion mit minus 1,1% zum Vorjahreszeitraum durch und die nun wieder gestiegenen Energiepreise machen die Situation nicht besser. Erstaunlicherweise bleiben Investoren auf beiden Seiten des großen Teichs von neuen Höchstständen in den Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen verschont. Das ist eigentlich kein negatives Zeichen für die Aktienmärkte.



### Zu den Aktien:

**Gefragt war Qualcomm mit einem Kursplus von knapp 4%.** Das Unternehmen hat den Vertrag mit Apple zur Lieferung von Mobilfunkchips für den modernen 5G-Standard verlängert. Die 2019 geschlossene Vereinbarung läuft nun bis 2026, teilte der Halbleiter-Konzern mit. Zum Auftragsvolumen machte das Unternehmen keine Angaben. Die Konditionen seien „ähnlich“ den bisherigen. Wer nach zurückgebliebenen Tech-Titeln sucht, wird hier fündig. Die Aktie stand Ende 2021 bei 180 USD und kostet heute 113. Bei einem KGV von 15 auf Basis 2023 ist aus Sicht der Bewertung noch Luft nach oben. KAUFEN.

**Der SAP-Konkurrent Oracle hat im ersten Geschäftsquartal die Analystenerwartungen beim Umsatz knapp verfehlt.** Grund sei die Zurückhaltung von Kunden bei Ausgaben für Cloud-Dienstleistungen wegen des unsicheren Wirtschaftsausblicks. Das war am Montag nach Börsenschluss. Am Dienstag wurde das Ergebnis mit einem über 10%-igen Rückgang in der Aktie quittiert. Der Umsatz stieg zwar um rund 9%, lag mit 12,45 Mrd. USD aber leicht unter den Erwartungen von 12,47 Mrd. USD. Oracle konkurriert im Cloud-Geschäft insbesondere mit Microsoft und Amazon. Ohne Sonderposten betrug der Gewinn 1,19 USD je Aktie verglichen mit den durchschnittlichen Analystenerwartungen von 1,15 USD. Die Aktie hatte in diesem Jahr schon 55% zugelegt und geht seit Juni seitwärts. HALTEN.

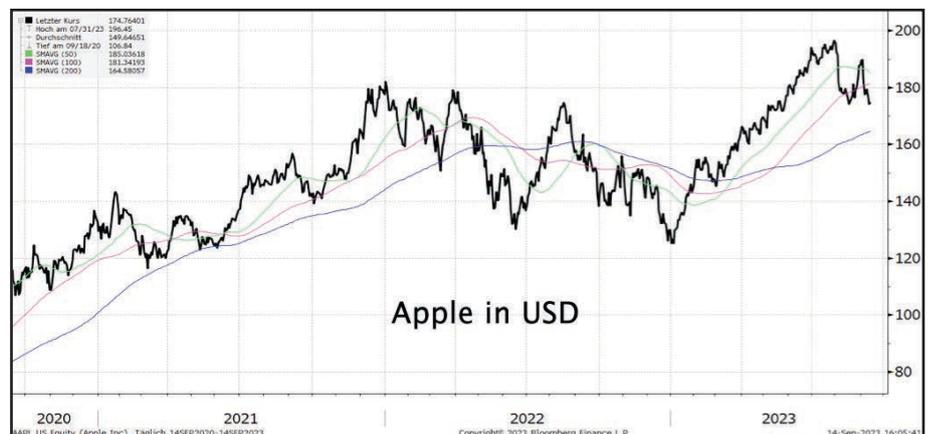


**Apple stellte am Dienstag das neue iPhone 15 vor und hat in China, seinem drittgrößten Markt, gemischte Reaktionen ausgelöst.** Viele Online-Nutzer schätzen den schnelleren Chip und die verbesserten Spielfunktionen, während andere das neue Smartphone von Huawei favorisieren. China ist nach wie vor ein Schlüsselmarkt für den US-Tech-Giganten. Das Unternehmen nimmt weiter eine führende Position auf dem chinesischen Markt für Premium-Smartphones ein. Darum sorgte die Enthüllung des iPhone 15 für intensive Online-Diskussionen, wie es bei neuen Modellen in der Vergangenheit auch der Fall war. Auf der Social-Media-Plattform Weibo wurden 380 Mio. Beiträge über die Neuvorstellung, mit mehr als 800.000 Diskussionen, einschließlich Beiträgen, Kommentaren und Likes, gelistet. Viele lobten den neuen 3-Nanometer-Chip des iPhone 15 Pro und Apples Ankündigung, dass Spiele in Konsolenqualität, wie das „Resident Evil 4 Remake“, auf dem Gerät gespielt werden können, was Chinas Heer von mobilen Spielern anspricht. Das neue Telefon wird in China online auf Alibabas Tmall-Marktplatz am 15. September online und am 22. September in den Geschäften verfügbar sein.

**Der chinesische Smartphone-Markt befindet sich, wie die gesamte Branche, in einer Rezession und Analysten warnen, dass dies und die sich abschwächende Wirtschaft des Landes auch die Verkäufe des iPhone 15 belasten könnte.** Apples Dritthändler haben im Februar seltene Rabatte von bis zu 10% auf das iPhone 14 Pro angeboten, die aber die Nachfrage nach der neuesten Serie untergraben könnte, so die Analysten. „Die Verkäufe werden nicht einfach sein, vor allem, weil die chinesischen Verbraucher entweder zurückhaltender mit Ausgaben sind oder ihren Fokus auf Freizeit und Reisen verlagern“, sagte ein Analyst.

**Zusätzlich stellte Konkurrent Huawei kürzlich sein neues Smartphone mit einem extrem fortschrittlichen Chip vor.** Damit versucht das chinesische Unternehmen ein Comeback zu feiern, nachdem deren Umsatz und Produktpalette in den letzten Monaten zurückging. Die Markteinführung des Huawei Mate 60 Pro Anfang des Monats wird in China als Triumph über die US-Sanktionen gefeiert. Eine Umfrage des chinesischen Nachrichtenportals Sina bei potentiellen Käufern ergab 61.000 Stimmen für das Huawei-Gerät und 24.000 für das iPhone 15. Man erwartet, dass der Anteil von Apple am chinesischen Markt für Premium-Telefone aufgrund der zunehmenden Konkurrenz durch Huawei allmählich sinken wird. In der ersten Hälfte des Jahres 2023 hielt Apple 67% des Marktanteils für Telefone mit einem Preis von über 600 USD, gefolgt von Huawei mit 15,6%.

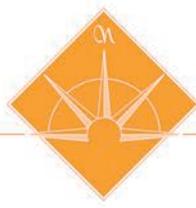
**Die Aktien von Apple und seinen Zulieferern wurden letzte Woche nach Berichten, dass chinesische Regierungsbehörden und staatliche Unternehmen ihren Mitarbeitern die Nutzung von iPhones untersagten, abgestraft und verloren zeitweise ca. 10%.** Das chinesische Außenministerium erklärte am Mittwoch, Peking habe kein Verbot für den Kauf und die Nutzung ausländischer Telefonmarken wie Apple erlassen, aber es gebe durchaus eine Medienberichterstattung über Sicherheitsvorfälle im Zusammenhang mit Apple-Telefonen.



**Weg von Tech, hin zu Mode.** Der Zara-Eigentümer Inditex übertraf am Mittwoch die Erwartungen mit einem 40%-igen Anstieg des Halbjahresgewinn, obwohl das weltgrößte Fast-Fashion-Unternehmen das Tempo seiner Preiserhöhungen verlangsamt hat. Inditex hat seinen Vorsprung vor dem schwedischen Rivalen H&M ausgebaut, indem es Modetrends schneller in die eigene Produktlinie übernehmen konnte.

**Man verzeichnete in den sechs Monaten bis Juli einen Nettogewinn von 2,5 Mrd. EUR und übertraf damit die Marktprognose von 2,38 Mrd. EUR.** Da ein großer Teil der Kosten in Euro anfällt, rechnet Inditex damit, dass Fremdwährungen in diesem Jahr einen Einfluss von -3,5% auf den Umsatz haben werden, mehr als die zuvor erwarteten -2,5%. Der Umsatz von Inditex stieg um 13,5% auf 16,9 Mrd. EUR bei einer Bruttomarge von 58,2%. Die Gruppe, zu der auch Bershka, Pull & Bear und andere Marken gehören, sagte, dass der





## Anleihenmarkt

### PEMEX: So soll 2024 finanziert werden

**Letzte Woche veröffentlichte die mexikanische Regierung die Kriterien für die Wirtschaftspolitik (CEP).** In diesen werden die wichtigsten makroökonomischen und fiskalischen Faktoren dargelegt, die die Regierung bei der Aufstellung des Haushalts 2024 berücksichtigen wird, einschließlich der Haushaltsannahmen von Petroleos Mexicanos, kurz PEMEX.

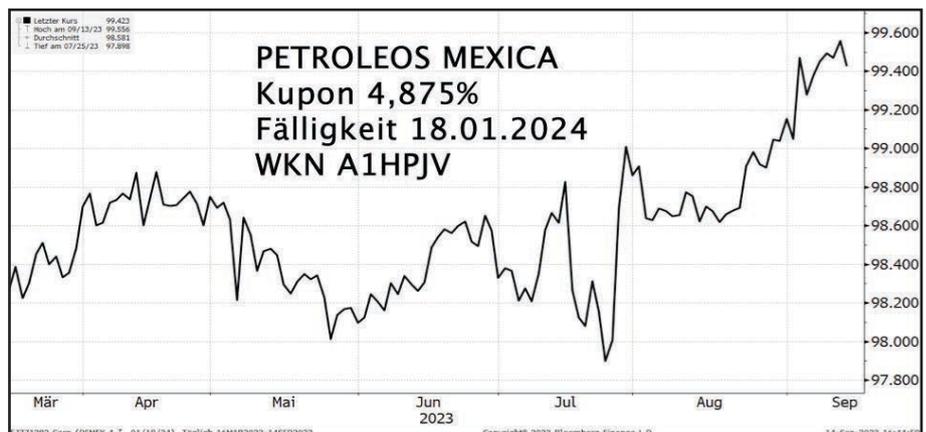
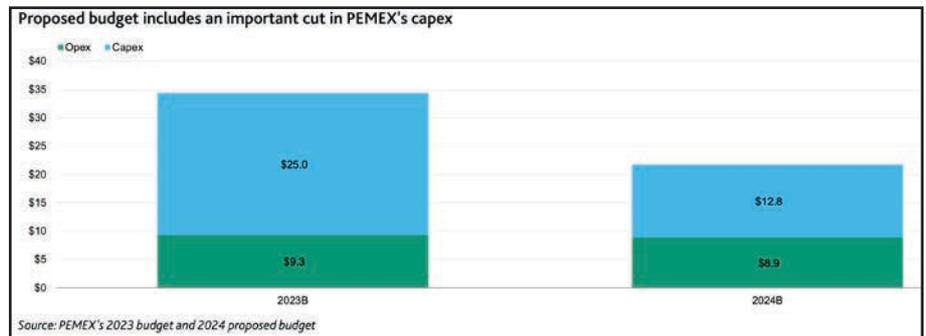
**Dabei zeigt sich:** Während die erwarteten Haushaltstransfers und Steuersenkungen ausdrücklich das Unternehmen unterstützen werden, werden die geplanten Investitionsausgaben (Capex) um 32% gekürzt. Durch die explizite staatliche Unterstützung dürfte die Finanzierung der 2024 fälligen Anleihen gesichert sein. Die Kreditgrundlagen werden sich jedoch wahrscheinlich weiter verschlechtern, da die Liquiditätsbeschränkungen eine Erhöhung der Kapitalinvestitionen und eine Verbesserung der finanziellen und betrieblichen Leistung unmöglich machen.

**Laut CEP wird der Haushalt 2024 von PEMEX eine Kapitalbeteiligung der Regierung in Höhe von 8,2 Mrd. USD (145 Mrd. MXN) und eine Senkung des Steuersatzes (DUC) von 40% auf 35% vorsehen, was geschätzte Einsparungen von 4 Mrd. USD für das Jahr bedeutet.** Diese Maßnahmen sind angesichts des Liquiditätsbedarfs des Unternehmens ein klares Zeichen der Unterstützung durch die Regierung. Marktschätzungen zufolge dürften der Transfer der Regierung und die Steuersenkung für PEMEX ausreichen, um die langfristigen Fälligkeiten im Jahr 2024 in Höhe von 11,2 Mrd. USD zu decken.

**Trotzdem bleiben noch Unsicherheiten.** Denn auch, wenn die Finanzierung der fälligen Schulden nächstes Jahr garantiert zu sein scheint, so bleibt es bei einem strukturellen Liquiditätsdruck bei PEMEX, was sich auch bei den Ratingagenturen in negativen Ausblicken niederschlägt.

**Im Haushaltsentwurf ist gleichzeitig auch noch eine Ausgaben-senkung bei PEMEX um 12,6 Mrd. USD geplant, eine nominale Kürzung um fast ein Drittel gegenüber dem Haushalt 2023.** Das dürfte im Gros durch geringere Investitionen des Unternehmens ausgeführt werden. Hier sind Kürzungen um 49% vorgesehen, einschließlich Investitionen im Zusammenhang mit der Produktion und Wartung von Rohöl, Gas, Erdöl und petrochemischen Erzeugnissen.

**Es ist absehbar, dass die wesentlich geringeren Investitionen dem künftige Produktions- und Reserveniveau von PEMEX schaden werden.** Insofern sollten bei entsprechenden Investmententscheidungen derzeit nur 2024er Emissionen in Betracht gezogen werden. Da gibt es allerdings noch ein paar ganz attraktive Bonds, beispielsweise ein bis Januar 2024 laufender Dollar-Bond mit einer aktuellen Fähigkeitsrendite von rund 6,7%. Komplementär dazu auch noch ein Euro-Bond bis Februar 2024 und einer Fälligkeitsrendite von rund 6,2%. Die weiteren Daten entnehmen Sie bitte der umseitigen Tabelle.





NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
PETROLEOS MEXICA	A1HPJV	Sr Unsecured	4,875%	AT MATURITY	18.01.2024	99,58	6,1%	60	0,3	178	BBB	B+u *-	B1	USD	10(+1)
PETROLEOS MEXICA	A19DL8	Sr Unsecured	3,750%	AT MATURITY	21.02.2024	99,19	5,6%	160	0,4	361	BBB	B+u *-	B1	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 14.09.23

## International Petroleum stockt auf

**Der in Kanada domizilierte Öl- und Gas-Explorer International Petroleum (IPC) will erneut den Kapitalmarkt anzapfen.** Das Unternehmen, das operativ hauptsächlich in Kanada, Malaysia, Frankreich und in den Niederlanden tätig ist, hat bereits eine bis 2027 laufende Anleihe mit einem Volumen von 300 Mio. USD ausstehen. Diese Anleihe soll jetzt mit gleichen Konditionen, aber zum aktuellen Preis, um 200 Mio. USD aufgestockt werden. Ursprünglich hatte IPC diese Emission für März dieses Jahres geplant. Jedoch wurde dies wegen schwacher Marktbedingungen in diesem Zeitpunkt nicht verwirklicht.

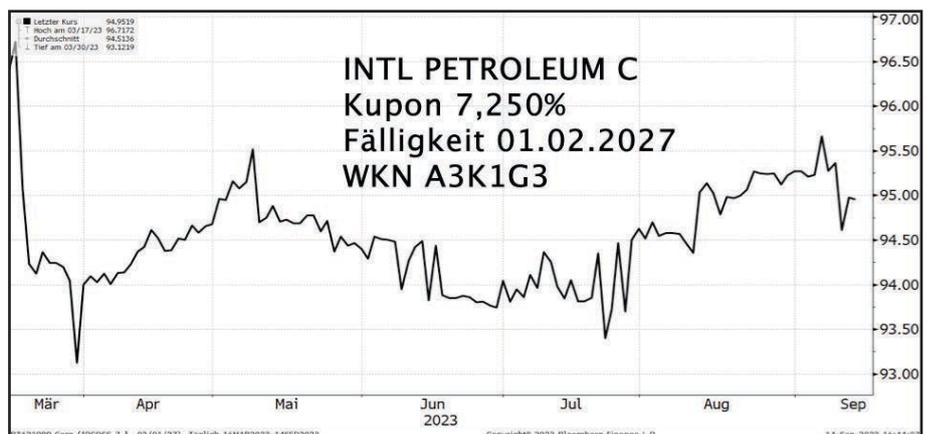
**Die geplanten Einnahmen dürften einerseits für die Finanzierung eines neuen Projektes an der kanadischen Küste eingesetzt werden.** Dieses soll voraussichtlich Ende 2026 mit der Produktion beginnen können. Hinzu kommen weitere Investitionsausgaben, aber auch Stilllegungskosten. Wobei das Unternehmen nach Ansicht von Analysten durchaus in der Lage wäre, die in diesem Jahr anfallenden und schon geplanten Ausgaben auch aus dem operativen Cashflow decken zu können. Offenbar will IPC hier vorbauen.

**Dabei steht das Unternehmen solide dar.** Zwar hat man bei den Q2-Zahlen einen erheblichen Dämpfer hinnehmen müssen. So sackte der Gewinn je Aktie von 0,68 USD im Vorjahreszeitraum auf nur 0,25 USD je Aktie ab. Auch der Umsatz war mit rund 205 Mio. USD rund ein Drittel niedriger als im Vorjahr. Allerdings muss man dazu auch wissen, dass die Ergebnisse des letzten Jahres deutlich durch die Rallye bei den Energiepreisen positiv beeinflusst waren und jetzt quasi wieder auf Normalmaß zurückgestutzt werden. Insofern ist es dann positiv zu werten, dass die aktuellen Zahlen deutlich über den 2021er Ergebnissen gelegen haben und auch im Gesamtjahr damit gerechnet wird, dass es hier zu einem deutlichen Wachstum gegenüber 2021 kommen wird.

**Durch die Zusatz-Emission wird sich allerdings die Verschuldung deutlich erhöhen und damit auch die Kennzahlen sich verschlechtern.** Geht alles wie geplant über die Bühne, erhöht sich die Verschuldung insgesamt um zwei Drittel. Dadurch erhöht sich der Verschuldungsgrad voraussichtlich von bislang dem 0,7fachen auf einen Wert von ca. 1,1.

**Dennoch signalisieren auch schon die Ratingagenturen, insbesondere Moody's, dass es bei den Ratings keine negativen Anpassungen geben dürfte.** Moody's beispielsweise weist darauf hin, dass das aktuelle B1-Rating durchaus eine Verschuldung von bis zum maximal 2,5fachen erlauben könnte. Davon ist IPC aber meilenweit entfernt.

**Fazit:** Die ausstehende Anleihe liefert derzeit mit einem Kupon von 7,25% und einer Fälligkeitsrendite von gut 9% ein risikoadäquates und attraktives Angebot. Die Aufstockung könnte dabei sogar hilfreich sein im Sinne einer höheren Marktliquidität. Deshalb empfehlen wir diese Anleihe zum Kauf und nehmen sie auch in unser Musterdepot neu auf.



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	Moody's Rating	CCY	Stückelung
INTL PETROLEUM C	A3K1G3	Sr Unsecured	7,250%	CALLABLE	01.02.2027	95,40	9,0%	01.02.2025	102,90	13,39%	428	3,0	142	B+	B1	USD	0(+0,001)

Quelle: Bloomberg. 14.09.23



## Atento: Schlussstrich

**Apropos Musterdepot:** Beim Sorgenkind Atento (ISIN: USL0427PAD89) ziehen wir den Schlussstrich. Um es kurz zu sagen: Aus einem relativ überschaubaren Ereignis (zur Erinnerung: ein Cyber-Angriff) ist eine existenzbedrohende Situation entstanden, obwohl Atento nach wie vor die Nummer 1 bei Call-Center-Dienstleistungen im lateinamerikanischen Raum ist.

**Das hat auch in gewisser Weise etwas mit dem Gezerre im Gesellschafterkreis zu tun.** Jedenfalls liegt jetzt der Vorschlag einer mehrstufigen und recht komplizierten Restrukturierung auf dem Tisch, der allerdings wohl aus Bondhalter-Sicht auf jeden Fall bedeutet, dass hier wohl nichts mehr zu holen sein dürfte. Wer noch Stücke im Depot hat, kann sie sicherlich liegen lassen, soweit die Gebühren nicht so hoch sind. Wir jedenfalls streichen Atento aus unserem Musterdepot.

## Investorentag bei Vallourec

**Vallourec hat in dieser Woche einen Investorentag in London abgehalten.** Die Ziele für das Geschäftsjahr 2023 wurden bestätigt. So soll das EBITDA in der Spanne zwischen 0,95 Mrd. EUR und 1,1 Mrd. EUR liegen (716 Mio. EUR im Jahr 2022). In der zweiten Jahreshälfte 2023 soll eine positive Cash-Generierung realisiert werden. Auch die Nettoverschuldung soll im zweiten Halbjahr im Vergleich zu Ende Juni 2023 reduziert werden. Die bei der letzten Ergebnisveröffentlichung genannten Markttrends wurden ebenfalls bekräftigt. Im Geschäftsbereich Rohre erwartet die Gruppe für das dritte Quartal einen Tiefpunkt bei den Mengen auf dem US-Markt und eine relative Stabilisierung der Preise bis zum Jahresende in den USA, während die Mengen und Preise international stabil bleiben werden.

**Die Aussichten auf den Öl- und Gasmärkten sowie im Bereich der neuen Energien sind vielversprechend.** Wie in den letzten Monaten bereits mehrfach erwähnt, hat die Phase der Unterinvestition im Öl- und Gassektor zu einer Erholung des Geschäfts ab 2022 geführt. Dies dürfte die Nachfrage nach den Kerngeschäften von Vallourec in den nächsten Jahren weiter ankurbeln, auch aufgrund der Neuausrichtung des Konzerns auf das Premiumsegment.

**Gleichzeitig strebt Vallourec an, dass die neuen Energien bis 2030 10 bis 15% des EBITDA ausmachen sollen.** Dabei handelt es sich um die Märkte für Geothermie, CCUS (Carbon capture, utilisation and storage) und Wasserstoff, die den Einsatz von Premium-Rohren erfordern und für die in den kommenden Jahren ein starkes Wachstum prognostiziert wird (Steigerung um das 2,6fache für Geothermie-Bohrungen bis 2030, wo die Gruppe einen Marktanteil von 20% anstrebt, das 8fache für CCUS-Kapazitäten).

**Die ab 2021 im Rahmen des Plans New Vallourec eingeleiteten Maßnahmen sollen ergänzt werden, um die Rentabilität, Widerstandsfähigkeit und Cash-Generierung zu verbessern.** Neben der bereits angekündigten Schließung von europäischen Standorten, insbesondere in Deutschland (Abschluss bis Ende 2023), plant Vallourec nach der Verlagerung der deutschen Produktion eine Aufstockung der chinesischen Produktion und eine Rationalisierung der Produktionsprozesse in Brasilien.

**Die Gruppe wird die Produktionskapazität der Mine weiter erhöhen.** Kurzfristig wird erwartet, dass das Bergwerk weiterhin ein EBITDA von rund 100 Mio. EUR pro Jahr erwirtschaftet, was der für 2023 erwarteten Leistung entspricht. Die erste Phase des Minenerweiterungsprojekts wird bis Ende 2024 abgeschlossen sein und dürfte das EBITDA um 20 bis 25 Mio. EUR jährlich steigern (unter der





Annahme stabiler Eisenerzpreise). Im Jahr 2027 erwartet Vallourec die Fertigstellung der zweiten Phase des Minenerweiterungsprojekts, die das EBITDA um weitere 50 bis 75 Mio. EUR pro Jahr steigern dürfte. Die Gesamtinvestitionen für beide Phasen werden auf weniger als 150 Mio. EUR geschätzt (20 Mio. EUR für die erste Phase, der Rest für die zweite Phase), verteilt über die nächsten Jahre.

**Die Gruppe legte detaillierte Informationen über ihre erwartete Leistung in der Mitte des Zyklus vor.** Das Unternehmen geht davon aus, dass das EBITDA in der Mitte des Zyklus 850 Mio. EUR erreichen wird (ein mittelfristiger Ansatz, da der Markt in den nächsten Jahren in einem Superzyklus verbleiben wird), davon 750 Mio. EUR für das Röhrengeschäft (EBITDA-Marge von 17%) und 125 Mio. EUR für den Bereich Bergbau und Forstwirtschaft (EBITDA-Marge von 49%). Die wiederkehrenden Investitionen werden auf 175 Mio. EUR geschätzt (mit der Erhöhung der Bergbaukapazitäten), könnten aber am Ende des Zyklus auf 125 Mio. EUR sinken.

**Insgesamt schätzt die Gruppe die Cash-Generierung zur Zyklusmitte auf 450 Mio. EUR vor Betriebskapital.** In Verbindung mit einer Nettoverschuldung von nahezu null ab 2025, prognostiziert die Gruppe ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA von +/-0,5fachen (0,8fache per Ende Juni 2023). Die Gruppe strebt an, 80 bis 100% des gesamten Cashflows für die Aktionäre einzubehalten sobald die Nettoverschuldung auf Null gesenkt ist. Die Gruppe hat seit 2015 keine Dividende mehr ausgeschüttet. Wir bleiben investiert.

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
VALLOUREC SA	A3KTTG	Sr Unsecured	8,500%	CALLABLE	30.06.2026	100,50	8,3%	25.09.2023	100,00	-16,44%	-2.098	0,0	-108.820	BB-	EUR	1(+0,001)

Quelle: Bloomberg. 14.09.23

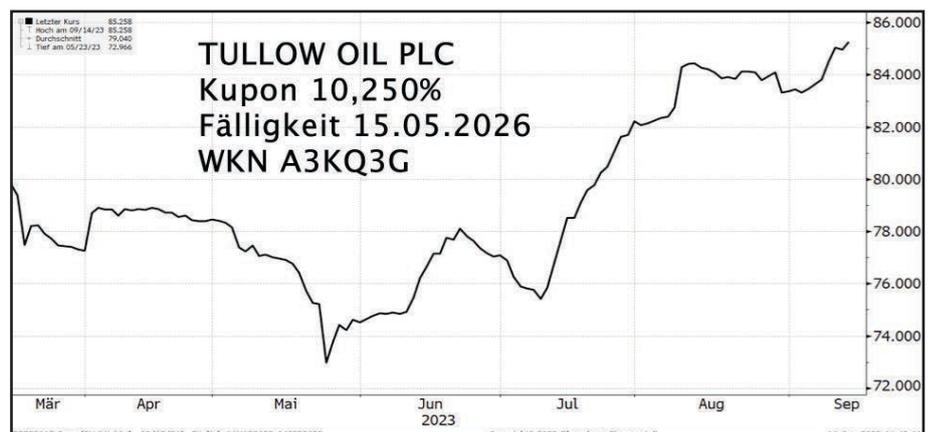
## Tullow Oil: Preise belasten

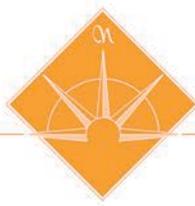
**Tullow Oil hat den H1/2023-Bericht veröffentlicht, der aufgrund des im Jahresvergleich niedrigeren durchschnittlichen Realisierungspreises schwache Zahlen enthält, obwohl die durchschnittliche Tagesfördermenge gestiegen ist.** Die Produktionsentwicklung ist auf zusätzliche Mengen aus dem Gabun-Feld zurückzuführen, nachdem die Probleme am Cap Lopez-Terminal, die im Vorjahr zu Verzögerungen bei der Förderung geführt hatten, behoben wurden, sowie auf das erste Öl aus dem Jubilee-Südost-Feld.

**Der Umsatz ging im Jahresvergleich um ca. 10% auf 777 Mio. USD zurück, was auf den niedrigeren durchschnittlichen Realisierungspreis von 73,3 USD/Barrel (nach Hedging) gegenüber 86,3 USD/Barrel im Vorjahr zurückzuführen ist.** Der bereinigte EBITDAX sank um 37% auf 495 Mio. USD, was wahrscheinlich auf überhöhte Kosten zurückzuführen ist, und dies trotz der niedrigeren Gesamt- und Stückkosten im Berichtszeitraum.

**Die Cashflow-Entwicklung war schwach und spiegelte die geringeren Erträge sowie die Abflüsse im Zusammenhang mit Zinskosten, Investitionen und Betriebskapital wider.** Der Nettoverschuldungsgrad lag am Ende des Berichtszeitraums beim 2,4fachen. Die Gesamtliquidität belief sich auf 700 Mio. USD, davon 295 Mio. USD in Form von Kassenbeständen und der Rest in Form der Verfügbarkeit unter der revolving Kreditfazilität.

**Das Management hat die Produktionsprognose auf 58-60 Kboepd angehoben, wobei eine zusätzli-**





**che Gasproduktion von ca. 7 Kboepd aus Ghana erwartet wird.** Die Investitionsprognose für das Gesamtjahr bleibt unverändert bei ca. 400 Mio. USD, während die Stilllegungsausgaben bei ca. 70 Mio. USD liegen dürften. Für H2/2023 wird ein signifikanter Free Cashflow prognostiziert, der bei 80 USD/Barrel ca. 200 Mio. USD betragen soll.

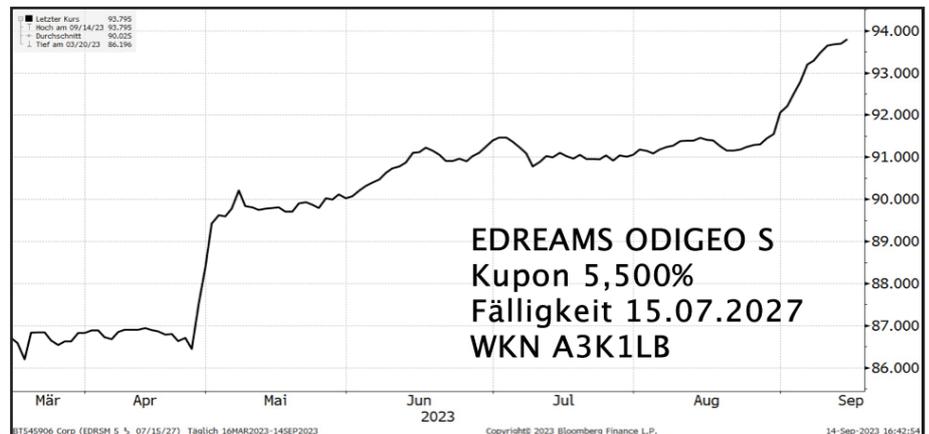
**Die Prognose für den Free Cashflow für das Gesamtjahr bleibt unverändert bei ca. USD 100 Mio. (bei USD 80/bbl).** Die Nettoverschuldung wird für das Geschäftsjahr 2023 auf ca. 1,7 Mrd. USD geschätzt, bei einem Verschuldungsgrad von ca. dem 1,5fachen. Wir bleiben investiert.

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	Moody's Rating	CCY	Stückelung
TULLOW OIL PLC	A3KQ3G	1st lien	10,250%	CALL/SINK	15.05.2026	85,54	17,2%	25.09.2023	105,13	1142,84%	1.231	2,1	584	CCC+	Caa1	USD	200(+1)

Quelle: Bloomberg. 14.09.23

## eDreams Odigeo: Mehr Abonnenten

eDreams Odigeo hat bekannt gegeben, dass der Prime-Abonnementdienst die Marke von 5 Mio. Abonnenten überschritten hat, nachdem allein im letzten Jahr dieser Dienst 1,7 Mio. neue Mitglieder hinzugewonnen hat. Wie das Unternehmen in einer Erklärung mitteilte, verzeichnete eDreams Prime in den vergangenen fünf Jahren eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 220% und ist damit die am schnellsten wachsende Abonnementplattform der Welt in diesem Zeitraum. Ende Juni 2023 hatte eDreams 4,71 Mio. Prime-Kunden, wobei in zweieinhalb Monaten 0,3 Mio. neue Kunden hinzukamen.



**Das Abonnentenwachstum setzt sich fort.** Deshalb ist davon auszugehen, dass eDreams auf dem besten Weg ist, sein Ziel von 7,25 Mio. Prime-Abonnenten bis März 2025 zu erreichen, was auf eine höhere Akzeptanz in allen 10 Ländern, in denen Prime verfügbar ist, und die potenzielle Einführung des Abonnementdienstes in neuen Märkten zurückzuführen wäre. Wir bleiben investiert.

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
EDREAMS ODIGEO S	A3K1LB	Secured	5,500%	CALLABLE	15.07.2027	94,46	7,2%	15.01.2024	102,75	32,51%	366	3,5	106	B-	B-	WR	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 14.09.23

Passwort für die Archivausgabe (PDF) des Alpha Strategie  
September 2023

ter390

Mit besten Grüßen

*Casimir Jüttler*



## Aktien und Optionen Strategiedepots

### ESG-Portfolio

AST		15er ESG Portfolio				Performance 2023 in Euro-basiert:			17,15%
		Kaufkurs	akt. Kurs	Währung	Gesamt	Performance	Branche	Land	
Alphabet Inc. Reg.Sh. Capi Stk Class A o.N.	US02079K3059	144,85	136,71	USD	10.192,97	0,01%	EDV Software	USA	
Amazon.com Inc.	US0231351067	144,75	144,85	USD	10.799,88	4,75%	Handel	USA	
Brookfield Renewable Corp. A	CA11284V1058	45,63	36,73	CAD	8.135,06	-19,03%	Versorger	Kanada	
CRH PLC	IE0001827041	46,41	49,56	EUR	10.159,80	6,78%	Bau/Baustoffe	Irland	
Delta Air Lines Inc.	US2473617023	34,72	40,06	USD	11.834,75	18,02%	Freizeit	USA	
DexCom Inc.	US2521311074	101,90	105,89	USD	10.559,14	4,34%	Medizintechnik	USA	
EXOR N.V.	NL0012059018	77,64	81,06	EUR	10.213,56	4,40%	Finanzdienstleister	Niederlande	
Glencore PLC	JE00B4T3BW64	5,38	5,05	EUR	9.434,15	-6,14%	Eisen/Stahl	Jersey Insel	
Grpe Bruxelles Lambert SA(GBL)	BE0003797140	76,62	75,38	EUR	9.874,78	-1,62%	Finanzdienstleister	Belgien	
Hikma Pharmaceuticals PLC	GB00B0LCW083	20,46	20,83	GBP	10.061,67	-0,20%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Großbritannien	
Perrigo Co. PLC	IE00BGH1M568	33,81	31,39	EUR	9.291,44	-7,16%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Irland	
ROYALTY PHARMA PLC	GB00BMVP7Y09	30,27	29,15	USD	9.644,45	-3,30%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Großbritannien	
Smurfit Kappa Group PLC	IE00B1RR8406	34,66	32,62	EUR	9.459,80	-5,89%	Papier/Zellstoffe	Irland	
Sofina S.A.	BE0003717312	205,60	203,00	EUR	9.947,00	-1,26%	Finanzdienstleister	Belgien	
Vivendi S.A.	FR0000127771	9,94	8,13	EUR	8.188,92	-18,19%	Holding	Frankreich	
					147.797,37				
					Liquidität: 9.196,35				
					Vermögen: 156.993,72				

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

### Options-Portfolio

Anlage		Performance 2023 in Euro-basiert:						9,78%
AST Optionen		Verkaufskurs	aktueller Kurs	Währung	GuV	Branche	Land	
BABA OPRA P 115 09/23		25,00	27,15	USD	-9,95%	Option/Put	USA	
BAS XEUR P 53 09/23 4		7,48	8,68	EUR	-16,04%	Option/Put	Deutschland	
BAY XEUR P 64 09/23 2		13,72	15,67	EUR	-14,21%	Option/Put	Deutschland	
DBK XEUR P 12 09/23 6		2,17	1,88	EUR	13,36%	Option/Put	Deutschland	
VO3 XEUR P 130 09/23 3		16,26	20,94	EUR	-28,78%	Option/Put	Deutschland	
Startvolumen 31.12.2018:		100.000,00 €		Vermögen per 14.09.2023			332.474,58 €	

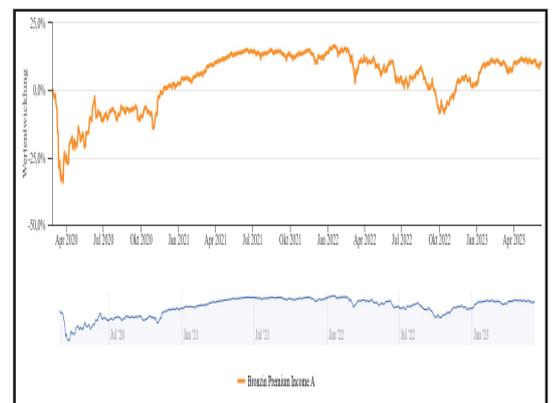
**Hinweis:** Sollten Sie Interesse an einem Überblick bislang abgeschlossener Trades haben, können Sie diesen gern per E-Mail unter [info@alphabriefe.de](mailto:info@alphabriefe.de) anfordern

## 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. Der Fonds wendet sich speziell 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.

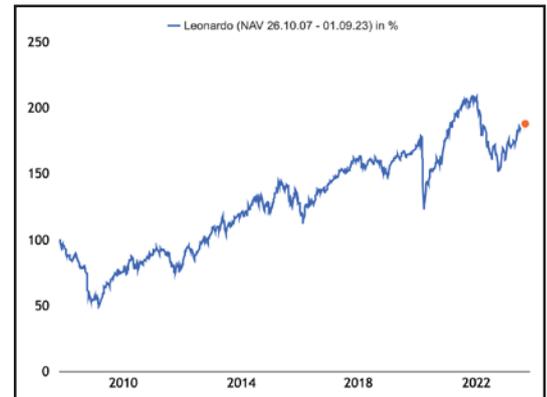




## Leonardo UI Anteilklasse G (ISIN: DE000A0MYG12)

**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)

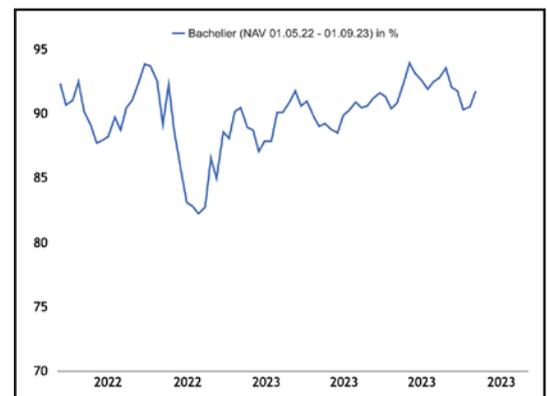
**Der Fonds investiert zu mindestens 51% in Wertpapiere von Ausstellern aus Emerging Markets oder Wertpapiere von Ausstellern, die den überwiegenden Anteil ihrer wirtschaftlichen Aktivität in den Emerging Markets ausüben.** Der Fonds investiert vor allem in Aktien, die möglichst den Prinzipien der Value-Anlage 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.



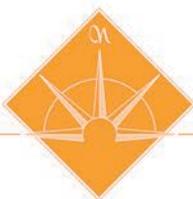
**Ergänzend kann die Anlagestrategie auch mittels Anleihen, auch aus Emissionen, umgesetzt werden.** Bei der Auswahl von Anleihen bringt die ICM ihr Know How ein. Der Schwerpunkt liegt hier auf Hartwährungsanleihen von Emittenten aus Schwellenländern. Der Fonds wurde im Jahr 2015 aufgelegt und belegte 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 S.A.	USL0427PAD89	10.000	USD	8,000	10.02.26	02/12/2024	7.373	0,01%	1	-99,99%	
Boeing Company	US097023BS30	10.000	USD	3,375	15.06.46	12/15/2045	6.322	67,68%	6.346	0,37%	
Bombardier Inc.	USC10602BA41	10.000	USD	7,500	15.03.25	10/16/2023	8.996	100,76%	9.447	5,01%	
Carnival Corporation	US143658AH53	10.000	USD	6,650	15.01.28	-	7.955	92,30%	8.979	12,87%	
Discovery Communications LLC	US25470DAR08	10.000	USD	3,950	20.03.28	12/20/2027	8.912	92,10%	8.635	-3,10%	
Ecopetrol S.A.	US279158AK55	10.000	USD	4,125	16.01.25	-	8.952	96,77%	9.279	3,66%	
General Electric Company	US369604BQ57	10.000	USD	8,882	-	#NV	8.245	99,88%	9.365	13,59%	
LyondellBasell Industries NV	US552081AM30	10.000	USD	4,625	26.02.55	08/26/2054	8.281	77,48%	7.264	-12,27%	
Royal Caribbean Group	US780153AG79	10.000	USD	7,500	15.10.27	-	8.102	100,52%	9.425	16,33%	
Schaeffler AG	DE000A2YB7B5	10.000	EUR	2,875	-	12/28/2026	9.060	94,80%	9.480	4,63%	
Sudzucker International Finance BV	XS0222524372	10.000	EUR	6,698	-	12/29/2023	9.060	98,56%	9.856	8,79%	
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AB71	10.000	USD	7,950	15.12.25	-	8.557	101,03%	9.473	10,70%	
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AE11	10.000	USD	8,375	15.04.27	-	8.551	102,50%	9.610	12,39%	
							108.366		107.160		
							<b>Anfangskapital</b>	<b>200.000</b>			
							<b>Liquidität</b>	<b>91.634</b>			
							<b>Performance</b>	<b>-1,11%</b>			
Kaufspesen nicht berücksichtigt, akt. Werte inkl. Kupon-Zahlungen											

### Abo-Service:

**E-Mail: [info@alphabriefe.de](mailto:info@alphabriefe.de)**

Der Alpha Strategie erscheint wöchentlich. Druck und Vertrieb: ICM concept, Weintraubengasse 2, 90403 Nürnberg, eMail: [info@alphabriefe.de](mailto: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.