

Till Schwalm's Value Investing Brief

Juli 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

der Juni war weiter geprägt von steigenden Kursen, Dividenden und keinen Veränderungen im Portfolio.

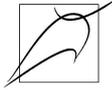
Wie ich schon letzten Monate geschrieben habe, sehe ich die Chance momentan vor allem im Abwarten, da die Börsen im Kontext der realwirtschaftlichen Entwicklung aufgrund der enormen Liquiditätsschwämme bereits gut gelaufen sind. Aus diesem Grund gibt es diesen Monat keine Investmentidee, da ich selbst nicht investiert habe. Dabei warte ich nicht nur auf die Gelegenheiten, sondern bin aktiv auf der Suche nach diesen.

Ich habe mir in den letzten sechs Wochen zwei größere Felder intensiv angeguckt: Spezialsituationen und von der Covid-19-Krise stark getroffene Unternehmen, die aber mittelfristig wahrscheinlich zu den Profiteuren gehören. Hierbei spreche ich in erster Linie von Online-Reiseagenturen und den globalen Vertriebssysteme von Reiseanbietern. Namentlich sind das: Booking.com, Expedia, Trip.com sowie

Amadeus und Sabre. Bei den Spezialsituationen sind es Vita34 und Agfa Gevaert, beides Unternehmen mit einem aktivistischen Investor, und die Pro7Sat1 Media Group, wo sich die Zeichen für eine Übernahme verdichten. Daneben sind wir bereits in einer bestehenden Spezialsituation investiert: der Fjord1, bei der ich bei genügend Abschlag weiter dazukaufen würde.

Die Anlagequote ist aufgrund von diversen Dividendenauszahlungen (BIC, Pronexus, MutuiOnline, BASF und Tandano) trotz gestiegener Kurse leicht auf 84.5% gefallen.

Interessant für uns war im Juni noch der Corona-Ausbruch in Peking, für den Lachs verantwortlich gemacht wurde, und welcher einen kurzen Kurseinbruch der Lachsproduzenten (auch unserer Bakkafröst) zur Folge hatte. Die Kursverluste wurden wieder vollständig aufgeholt und wissenschaftlich ist es unwahrscheinlich, dass das Virus über den



Lachs importiert wurde. Trotzdem ist China einer der größten Lachsimporteure der Welt und Lachs hat einen Imageschaden davongetragen, welcher für ein temporäres Nachfrageproblem sorgt. Diese Risiko-Entwicklung durch Covid-19 ist meiner Meinung nach unzureichend von der Börse eingepreist worden, was aber im aktuellen Markt nicht untypisch ist. Meine einfachste Erklärung dafür ist die enorme Liquidität, die den Märkten zur Verfügung gestellt wurde.

In diesem Zuge möchte ich auf einen guten [Artikel in der NZZ](#) hinweisen, der die Liquiditätsschwämme der Notenbanken kritisch beleuchtet. Außerdem möchte ich betonen, dass ein Unternehmen aus unserem Portfolio ebenfalls von der Liquidität direkt profitiert, so ist ein Teil der Discovery Anleihe über einen ETF auch von der FED gezeichnet worden und hat die Zinsen für unser Unternehmen gesenkt.

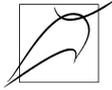
Daneben gibt es auch positive operative Signale von unseren Unternehmen. So hat Wacker Neuson auf der Hauptversammlung berichtet, dass der Auftragseingang im Juni 2020 nominal höher war als im Juni 2019. Dies wird das schlechte 2. Quartal nicht retten, da der Auftragseingang im April 2020 bei null lag, aber es zeigt, dass es zumindest kleinere Nachholeffekte gab, nachdem der Lockdown gefallen ist.

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	4
Unternehmensanalyse: Booking.com (BKNG) und Trip.com (TCOM)	6
Muster-Portfolio:	7
Allokation Muster-Portfolio:	8
Abonnementen Fragen:	12



Marktanalyse:

Im Juni gab es wieder einen Anstieg der weltweiten Märkte, der sich aber nicht in einer Veränderung der Indikatoren widerspiegelt.

Insbesondere der DAX hat sich trotz der ersten Insolvenz eines Mitglieds, der Wirecard AG, mit +6% gut entwickelt. Zum Vergleich der S&P 500 aus den USA hat im selben Zeitraum nur +2% gemacht. So ist der Faktor „Ewige Durchschnittsrendite DAX“ als antizyklisch Betrachtung auch nur noch knapp im positiven Bereich.

Die Dividendenrendite ist entsprechend der Kursanstiege im Aktienmarkt weiter gefallen. Im Vergleich zum Zins aber wie seit längerem hoch.

Im IPO-Markt, wenn es auch keine aktuellen Daten gibt, gab es im Q2 bisher keine signifikanten Transaktionen, hier wird die zweite Jahreshälfte spannend. Grundsätzlich würde ich den IPO Indikator aber Richtung grün setzen, da 2020 ein schwaches IPO-Jahr wird.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im Juni weiterhin positiv entwickelt. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt, während der deutsche Leitindex okay bewertet ist.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 310.9	14 856.0	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.25%	1.48%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29.1	17.0	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	59%	53%	→
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	198.0	186.0	→

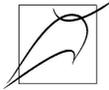
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet ist und am 13.02.2020 mit 13 788 Punkten und der anschließenden Corona-Krise beendet wurde. Der gewichtete Durchschnittskurs aller Tage dazwischen liegt bei 9 246 Punkten und der Mittelpunkt des Zyklus war der 15.08.2014.

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

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

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

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



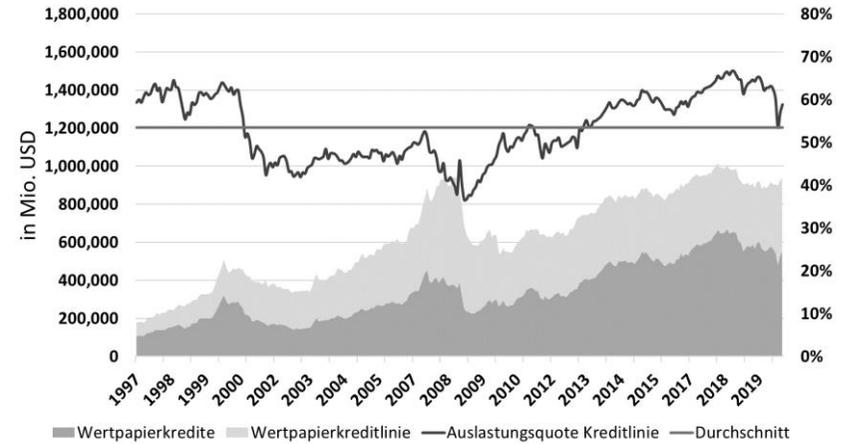
Ewige Durchschnittsrendite:



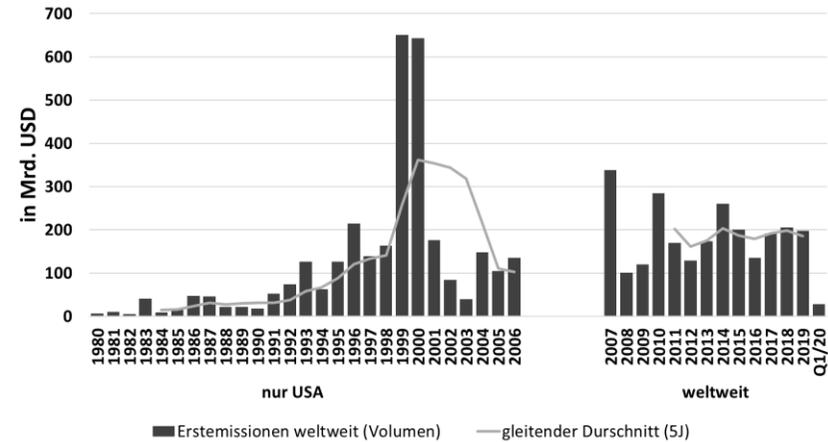
Shiller KGV:

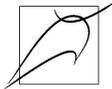


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Unternehmensanalyse: Booking.com (BKNG) und Trip.com (TCOM)

Booking.com Bewertung (in USD):

Kurs	1 670.00	68.6 Mrd.
DJÜ-Basis	1 399.41	-16.2%
DCF-Basis	1 420.55	-14.9%
# Aktien	0.0 Mrd.	Easy Buffett:
Net debt	7.3 Mrd.	10.5%
Net IB debt	2.2 Mrd.	
Firmenwert	70.9 Mrd.	

Trip.com Bewertung (in USD):

Kurs	26.56	15.8 Mio.
DJÜ-Basis	42.18	58.8%
DCF-Basis	41.50	56.2%
# Aktien	0.6 Mio.	Easy Buffett:
Net debt	6.2 Mio.	15.1%
Net IB debt	1.7 Mio.	
Firmenwert	18.0 Mio.	

Booking.com ist neben Google das wichtigste Unternehmen im weltweiten Tourismus. Man besitzt die größte Plattform mit ca. 2.6 Mio. unabhängigen Unterkünften in 230 Länder (zum Vergleich: Expedia 2.1 Mio. Unterkünfte/200 Länder; AirBnB 0.7 Mio. Unterkünfte/190 Länder). Zudem hat man sehr variable Kosten (viel operativen Leverage); bei einem operative Umsatzeinbruch um 60% würde das Unternehmen immer noch eine schwarze Null schreiben.

Für Trip.com gelten diese Attribute in China. Trip.com hat sein Tief der Reiseindustrie im Februar gesehen. In der westlichen Welt war das Tief im April. Eine Investition ist ein antizyklischer Kauf auf die Corona-Pandemie. Das Jahr 2020 kann man bei Trip.com und Booking.com abschreiben.

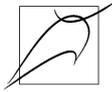
Die Bilanz ist bei beiden Unternehmen mit ausreichend Cash ausgestattet, sodass keine

Liquiditätsengpässe drohen. Man spekuliert bei Booking.com und Trip.com also nicht auf ein Überleben, dieses ist nach aktuellen Kenntnissen sicher, sondern auf die Erholung und eine anschließend bessere Marktposition. Allerdings geht auch der CEO von Booking.com (13.05.2020) von einem mehrjährigen Rückgang aus. Die Bilanz und Zahlen sehen von Booking.com besser aus als von Trip.com. Abgesehen von der Qualität ist bei diesem Investment die Frage der Bewertung von besonderer Bedeutung.

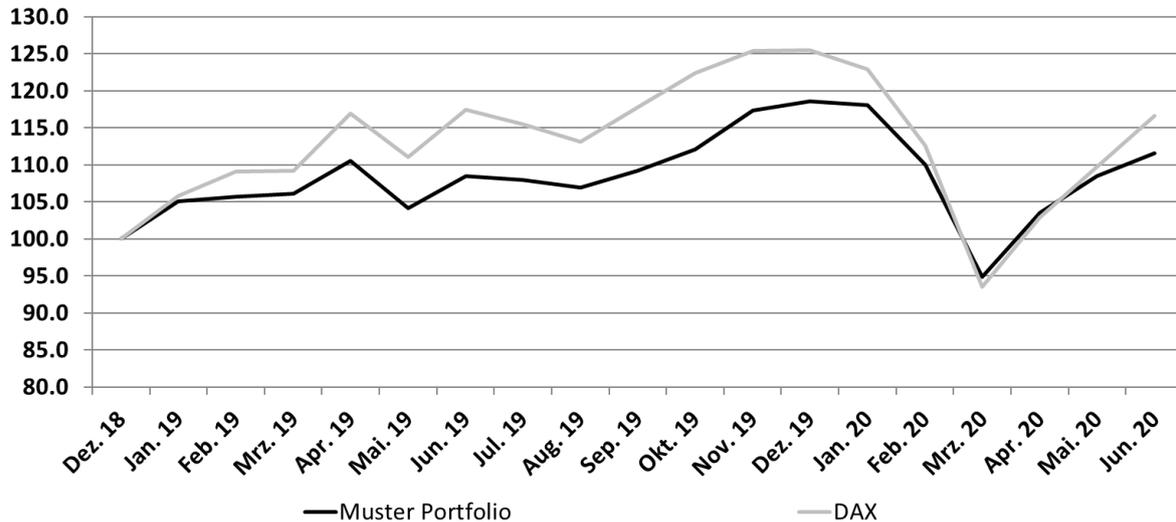
Bei Booking.com lautet die Frage: Wie viel bin ich maximal bereit für 4 Mrd. USD Gewinn in vier Jahren mit dann ca. 10% Wachstum zu bezahlen?

Bei Trip.com lautet die Frage: Wie viel bin ich bereit für 1 Mrd. USD Gewinn in vier Jahren mit dann ca. 20% Wachstum zu bezahlen?

[Zur Analyse](#)



Muster-Portfolio:

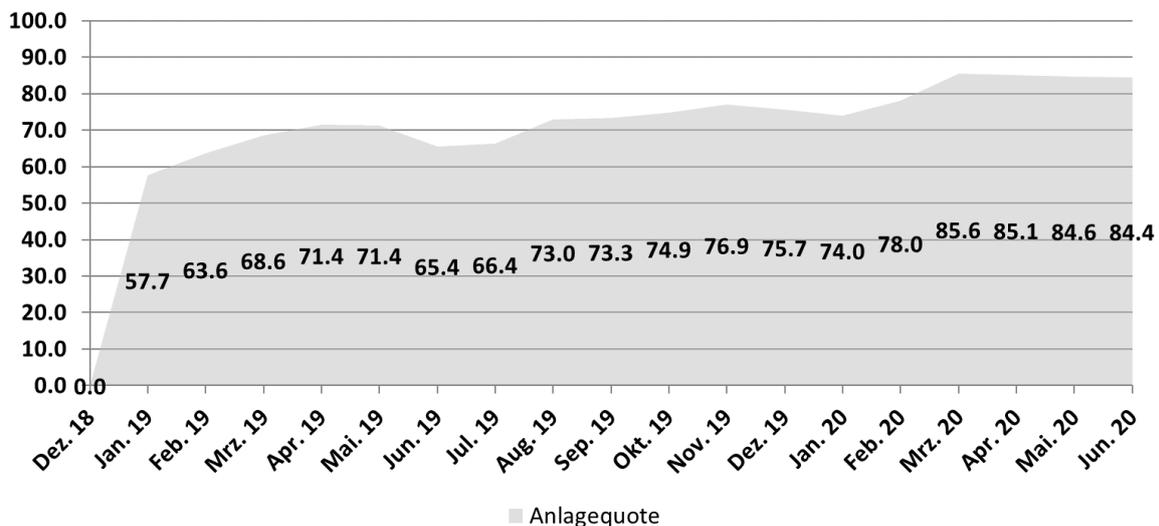


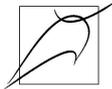
Der Wert des Muster-Portfolios hatte mit +2.9% im Juni deutlich schlechter entwickelt als der DAX mit +6,2%, sodass es eine ausgeweitete Underperformance gegenüber dem Index gibt.

Unterdurchschnittlich haben sich im letzten Monat Hypoport, Takeuchi und AS Création entwickelt. Dem gegenüber stehen die All for One Group, Mutuonline und

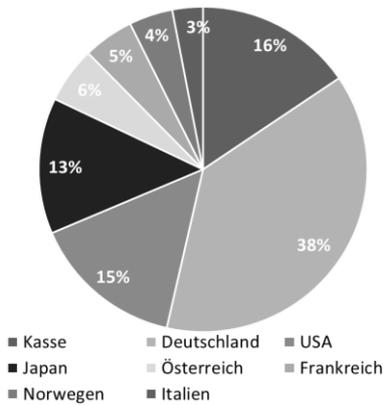
Wacker Neuson mit sehr guter Entwicklung.

Insgesamt zeigt sich aber weiterhin der konservative Stil im Portfolio, der uns in Krisenphasen hilft und uns in Aufwärtsphasen zurückhält. Aufgrund der aktuellen realwirtschaftlichen Lage habe ich mit diesem leicht schlechteren Ergebnis, aber sicherem Portfolio und weiterhin relativ hoher Kasse kein Problem.

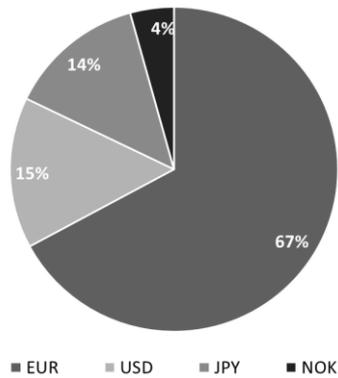




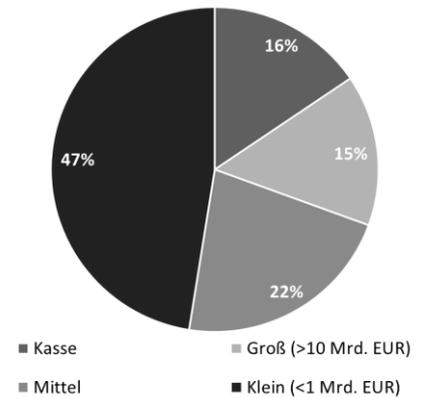
Länder:



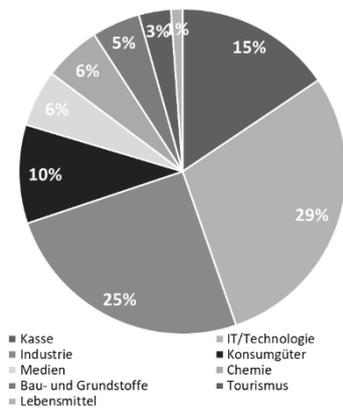
Währungen:



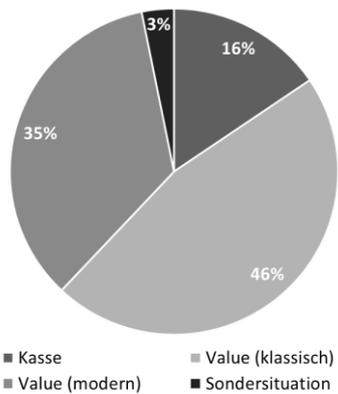
Marktkapitalisierung:



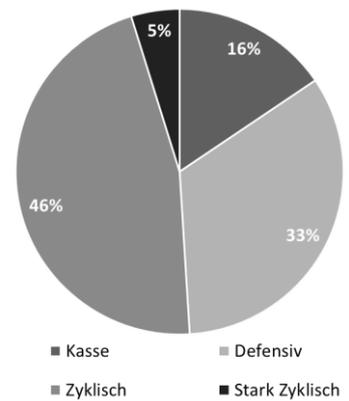
Branchen:

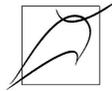


Investmentstil:



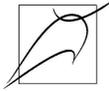
Konjunkturanfälligkeit:





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						44%		20%	12%	19.6	2.3	24%	14%		53%		
All for One	A1OS	46.10	Mio.	EUR	61.45	33%	53.00	15%	16%	12.4	2.3	31%	20%	52.2	45%	3.0	1.0
Alphabet	Googl	1413.61	Mrd.	USD	1456.49	3%	1425.99	1%	11%	25.2	3.7	27%	14%	-64.3	74%	2.0	3.0
A.S. Creation	ACWN	13.90	Mio.	EUR	30.13	117%	24.33	75%	9%	50.0	0.5	-10%	-5%	20.3	49%	3.0	0.0
Bakkafrost	bakka	605.50	Mrd.	NOK	626.64	3%	527.71	-13%	13%	18.6	3.3	13%	22%	-1.1	68%	1.0	3.0
BASF	BAS	49.88	Mrd.	EUR	62.02	24%	49.26	-1%	15%	10.9	1.0	13%	16%	34.7	46%	2.0	1.0
BIC	BB	45.20	Mio.	EUR	81.18	80%	74.82	66%	11%	8.9	1.1	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	98.50	Mio.	EUR	92.22	-6%	88.11	-11%	7%	17.1	2.3	14%	14%	167.4	46%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	21.10	Mrd.	USD	31.68	50%	30.53	45%	27%	8.6	0.9	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0
FJORD1	FJORD	45.40	Mio.	NOK	44.78	-1%	23.74	-48%	14%	12.1	3.5	10%	22%	5186.4	28%	1.0	1.0
Hypoport	hyq	394.00	Mio.	EUR	256.02	-35%	233.36	-41%	7%	82.6	10.5	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB Vorzüge	ksb3	198.00	Mio.	EUR	418.55	111%	364.88	84%	9%	5.8	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	137.20	Mio.	EUR	133.82	-2%	103.61	-24%	9%	16.5	1.7	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	19.02	Mio.	EUR	27.75	46%	25.92	36%	11%	17.5	6.5	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1223.00	Mrd.	JPY	1490.45	22%	1256.80	3%	11%	18.7	1.6	28%	8%	-8.1	74%	3.0	2.0
Tadano	6395	899.00	Mrd.	JPY	2125.24	136%	1887.29	110%	13%	11.0	0.6	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi	6432	1790.00	Mrd.	JPY	4437.37	148%	3665.65	105%	12%	8.4	0.9	24%	15%	-34.5	75%	3.0	3.0
Wacker Neuson	WAC	13.44	Mio.	EUR	20.48	52%	10.58	-21%	12%	10.0	0.6	9%	8%	482.2	54%	2.0	1.0



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.

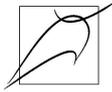
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.

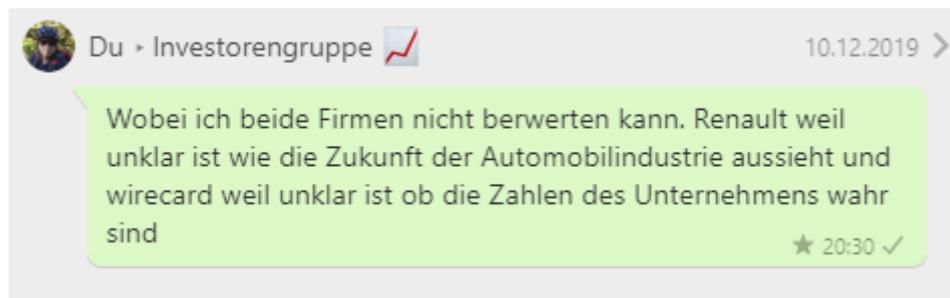
⁸ Die Sicherheit ist ein Punktesystem basierend auf ROIC, Net Debt und Eigenkapitalquote. Für eine ROIC über 10% gibt es einen Punkt, für eine Nettokasse gibt es einen Punkt und für ein Eigenkapital über 50% gibt es einen Punkt.



Abonnementen Fragen:

War die Insolvenz von Wirecard überraschend?

Nein. Die Geschwindigkeit, mit der der Skandal jetzt seinen Verlauf genommen hat, hat mich überrascht. Der Skandal und die Insolvenz selbst aber nicht. Es gab schon seit Jahren Gerüchte um Wirecard und seine Bilanz. Für mich war das Unternehmen damit nicht bewert- und investierbar. So habe ich im Dezember letzten Jahres in einer Investorengruppe auch aktiv vor Wirecard gewarnt:



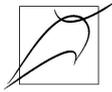
Die Insolvenz ist deshalb nicht überraschend, weil ein Großteil des Wertes eines Finanzinstitutes (Bank, Fonds, Zahlungsdienstleister) im Vertrauen gegenüber der Firma liegt. Welcher Händler möchte jetzt noch seine Zahlung über Wirecard abwickeln lassen, wenn unklar ist, ob das Geld was vom Kunden auf die Konten von Wirecard fließt letztendlich bei ihm ankommt? Ich denke, dass bereits ein Exodus der Wirecard-Kundenbasis eingesetzt hat und das vom operativen Geschäft nicht viel übrigbleiben wird.

Die Geschichten um Wirecard sind allerdings sehr interessant und auf die Aufarbeitung bin ich gespannt. Mein Kollege Tilman Versch von ValueDACH hat ein sehr gutes Video über einige Hintergründe der Wirecard-Story gemacht, welches ich jedem empfehlen kann:

[Wirecard Insolvenz: Ist dein Geld weg? Daniel Bauer \(SdK\) & Baki Irmak \(DLF\) antworten](#)

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, die Vollständigkeit und die 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 Anlegers 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 die Einholung von darüber hinausgehenden 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.