



Till Schwalm's Value Investing Brief

September 2019

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

das Jahr 2019 neigt sich langsam dem Ende und es stellt sich die Frage, ob es eine Jahresendrally gibt oder nicht? Soll man das Portfolio noch einmal umschichten, braucht es mehr zyklische Werte oder sollte man doch die Kassenposition vergrößern? Insbesondere politisch gibt es mit dem schwelenden Handelskrieg und dem Brexit weiterhin mehr Unsicherheiten als Sicherheiten. Dies ist nicht anders als 2018, als die Börsen im letzten Quartal stark nachgaben, sich dann aber ebenso schnell erholten. Für einen langfristigen Investor spielen die Marktlagen an der Börse eine untergeordnete Rolle. Die Stärke der Unternehmen im Portfolio und deren operative Entwicklung sind für die langfristige Entwicklung entscheidender. Trotzdem sollte man den Markt als Ganzes nicht aus den Augen verlieren und seine eigenen Emotionen besser unter Kontrolle bringen. Anhand von meinen ausgewählten Werkzeugen zeigt sich, dass der Markt in

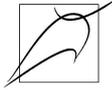
Deutschland nicht teuer ist und sich für einen langfristigen Investor viele Möglichkeiten ergeben können.

Ihr

Till Schwalm

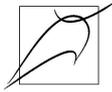


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	3
Investmentidee des Monats: Kraft Heinz (KHC)	5
Unternehmensanalyse: AS Création	5
Muster-Portfolio:	6
Allokation Muster-Portfolio:	7
Abonnementen Fragen:	11



Marktanalyse:

Die hier aufgelisteten Indikatoren sollen ein besseres Verständnis für die großen Marktphasen ermöglichen.

Dabei geht es nicht darum, den richtigen Zeitpunkt für ein Investment zu finden, sondern die großen Auf- und Abs am Markt zu nutzen, um sich eher offensiv oder defensiv zu positionieren und dabei antizyklisch zu investieren.

Das antizyklische Investieren kann helfen, günstige Unternehmen zu finden.

Kombiniert man den antizyklischen Ansatz mit einer wertorientierten Unternehmensbewertung, kann man auf außergewöhnliche Anlagemöglichkeiten stoßen.

Um das antizyklische Investieren zu ermöglichen stelle ich meine Werkzeuge aus dem Buch „Einfach Investieren – Grundlagen des Value Investing“ zur Verfügung.

Die Werkzeuge können bei der Anlagenverteilung insbesondere hinsichtlich Kassenposition unterstützen, sie können aber nicht allein als Investmentgrund verwendet werden.

Die Werkzeuge sind teils auf Deutschland, teils auf die USA angewandt. Hierbei hat die Qualität der Daten eine ausschlaggebende Rolle gespielt.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Derzeit herrscht eine unklare Situation, an den Märkten. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt mit vielen Wertpapierkrediten, während insbesondere der deutsche Leitindex gegenüber dem aktuellen Zinsniveau relativ günstig bewertet ist.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 044	15 579	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	3,3%	1,6%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29,1	17,0	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	65%	53%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	205,0	198,4	→

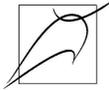
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash gestartet ist und am 17.07.2007 mit 8105 Punkten und der anschließenden Subprime-Markt-Krise beendet wurde. Der gewichtete Durchschnittskurs aller Tage dazwischen liegt bei 4 855 Punkten und der Mittelpunkt des Zyklus war der 11.05.2005.

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.

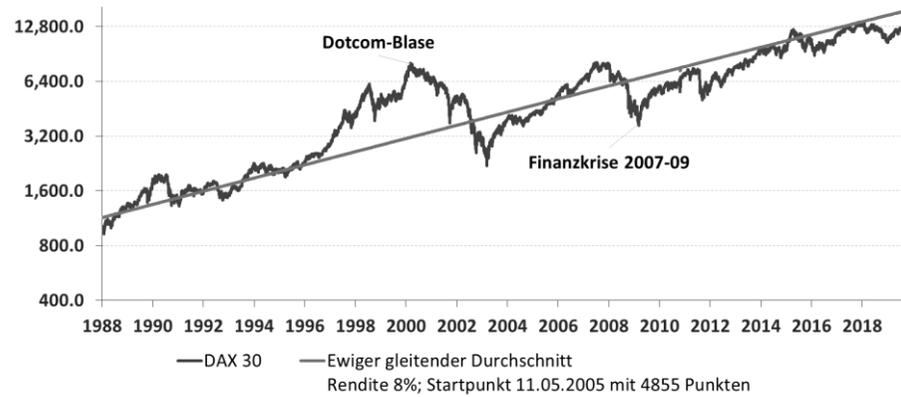
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

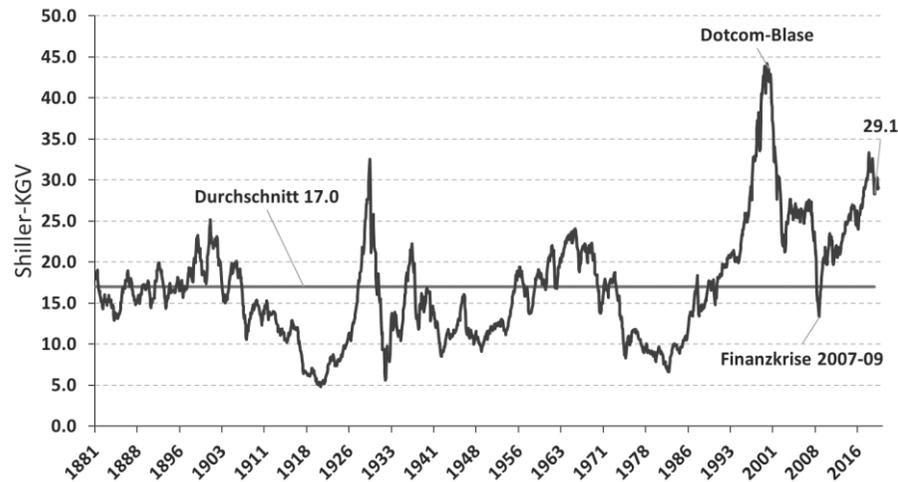
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



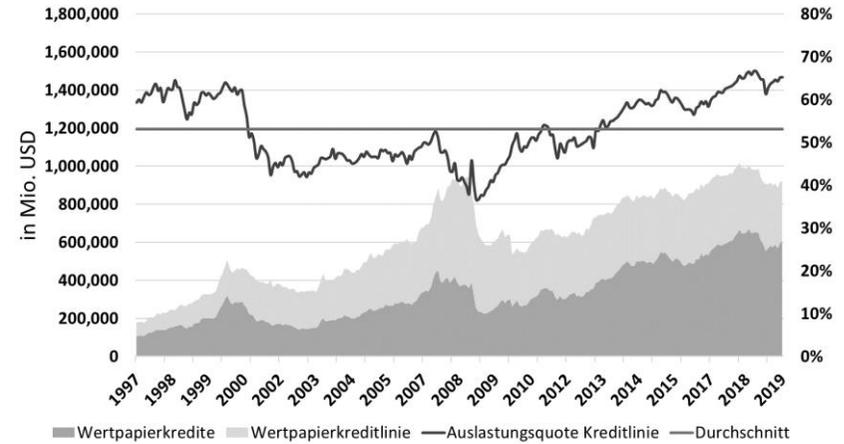
Ewige Durchschnittsrendite:



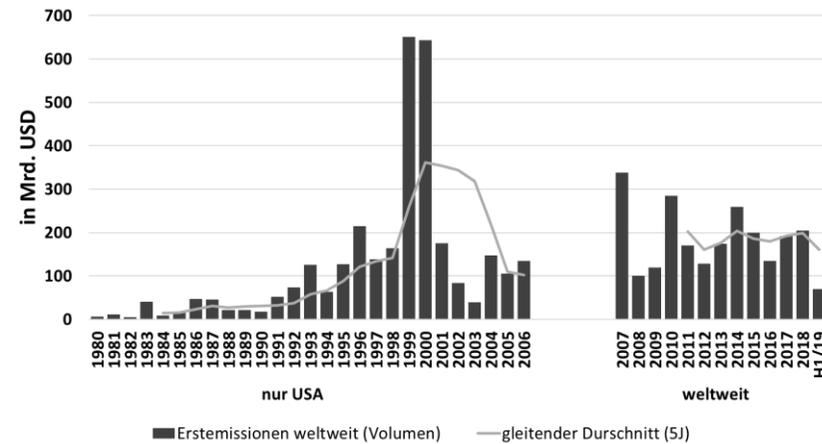
Shiller KGV:

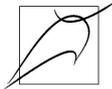


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Kraft Heinz (KHC)

Bewertung (in USD):

	Kurs	26,20	32,0 Mrd.
	DJÜ-Basis	37,16	41,8%
	DCF-Basis	30,69	17,1%
	# Aktien	1,2 Mrd.	Easy Buffett:
	Net debt	48,2 Mrd.	11,5%
	Net IB debt	27,7 Mrd.	
	Firmenwert	59,8 Mrd.	

Kraft Heinz Co steckt zurzeit in einer schweren Krise. Die Bilanz war nicht sauber und ist von hoher Unsicherheit geprägt. Gleichzeitig hat man sehr hohe Schulden und es gibt kein Umsatzwachstum. Während die ersten Probleme hausgemacht durch die Übernahmen, Splits und Merger choreografiert von G3 und Berkshire Hathaway sind, hat der letzte Punkt mehrere Gründe. Es gibt sowohl eine Veränderung des Konsumentenverhaltens als auch, dass man das Geschäft zu sehr auf Gewinn getrimmt und dabei Mitarbeiter, Kultur und Marketing vernachlässigt hat. Die letzten Punkte versucht der neu eingesetzte CEO zu verringern. Gleichzeitig hat man bei ca. 30 Mrd. USD Finanzverbindlichkeiten eine Marktkapitalisierung von 30 Mrd. USD und verdient rund 5,5 Mrd. USD von denen 1,1

Mrd. an alle Gläubiger (3,67% Zinsen) gehen, ca. der gleiche Betrag an den Staat und 3,3 Mrd. USD an die Aktionäre, als eine Rendite von über 10% auf die Investition eines Aktionärs. Die 5,5 Mrd. USD operatives Ergebnis beziehen sich auf eine Marge, die sich von dem Höhenflug 2016/17 um 20% reduziert hat. Allerdings immer noch 20% über dem Branchendurchschnitt (z.B. Nestlé) liegt. Das größte Risiko besteht aus meiner Sicht, dass sich die Marge auf eine Branchendurchschnitt von ca. 14-16% einpendelt. In dem Fall würde sich der Gewinn für die Aktionäre auf ca. 2-2,4 Mrd. USD reduzieren und der Kauf wäre nicht günstig. Ein weiterer Risikofaktor für das Investment sind schnell steigenden Zinsen, die ich auf eine mittelfristige Sicht von 5-10 Jahren aber nicht sehe.

Unternehmensanalyse: AS Création

AS Création ist ein klassischer antizyklischer Investmentfall, der auf einen längeren Anlagehorizont setzt als die meisten institutionellen Investoren haben. Der Tapetenmarkt ist ein Mode-/Trendgeschäft, welches sich seit den letzten Jahren in einer Krise ausgehend von drei Seiten befindet: Geschmack in

Westeuropa, Wirtschaftskrise in Russland und Boom in Westeuropa. Alle drei Faktoren habe sich negativ auf das Geschäft von AS Création ausgewirkt. Ich gehe davon aus, dass sich einer oder mehrere Faktoren in den nächsten 5 Jahren positiv für AS Création verändern werden und das Geschäft dreht. Dann sollte sich der Kurs

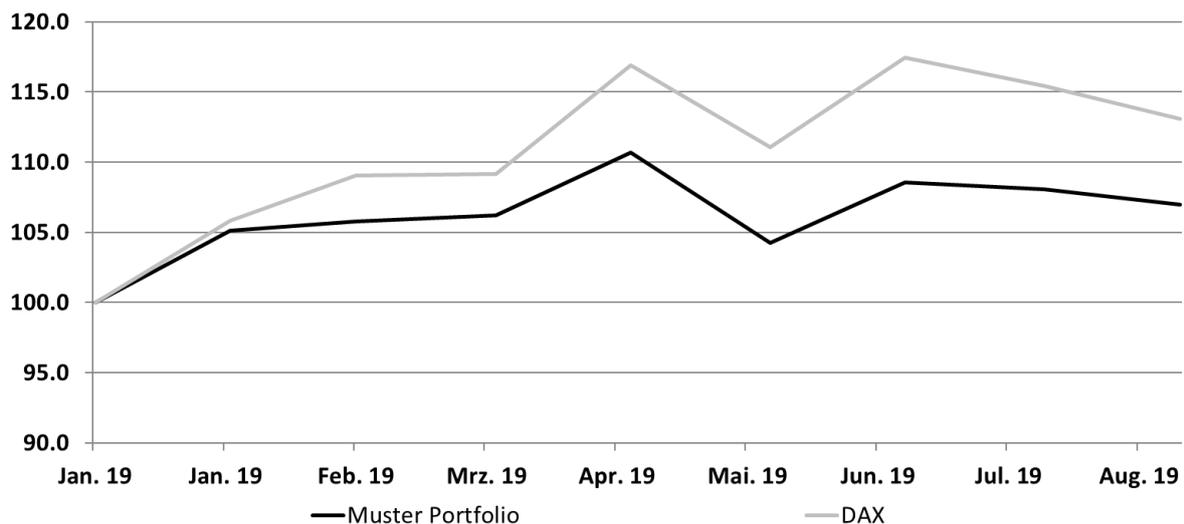


nahezu verdoppeln bzw. eine jährliche Rendite von +10% ermöglichen. Gleichzeitig ist die Bilanz-Situation mit dem Verkauf des JV äußerst solide, auch wenn die Kartellstrafe noch gezahlt werden muss. Allerdings müssen für eine Erholung

mehrere Quartale gute operative Nachrichten berichtet werde. Diese Erholung ist 2019 noch nicht zu sehen. Hier sieht man aufgrund des externen Effektes „Pleite von P+S“ nur eine Stabilisierung in den Zahlen.

Zur Analyse

Muster-Portfolio:



Der Wert des Muster-Portfolios hat sich in den ersten 8 Monaten seit Auflegung erfreulich entwickelt. Der Hauptgrund lag in der Entwicklung der Börsen. Aufgrund der deutlich niedrigeren Anlagequote hat sich das Portfolio verglichen zum DAX deutlich unterdurchschnittlich entwickelt.

Insgesamt wird im Muster-Portfolio ein relativ großer Teil in der Kasse gehalten. Liquidität benötigt man nicht in steigenden Märkten, auch wenn genau dann die Kasse-Position eines echten Value Investor weiter

ausgebaut wird. Man benötigt sie vor allem in Krisen. Dann, wenn andere Anleger in Panik geraten und verkaufen möchten, muss man bereitstehen und ihnen diese Aktien zu einem günstigen Preis abkaufen können. Wie Warren Buffett so gerne sagt: In der Krise zugreifen bedeutet, „den Dollar für 50 Cent zu kaufen“.

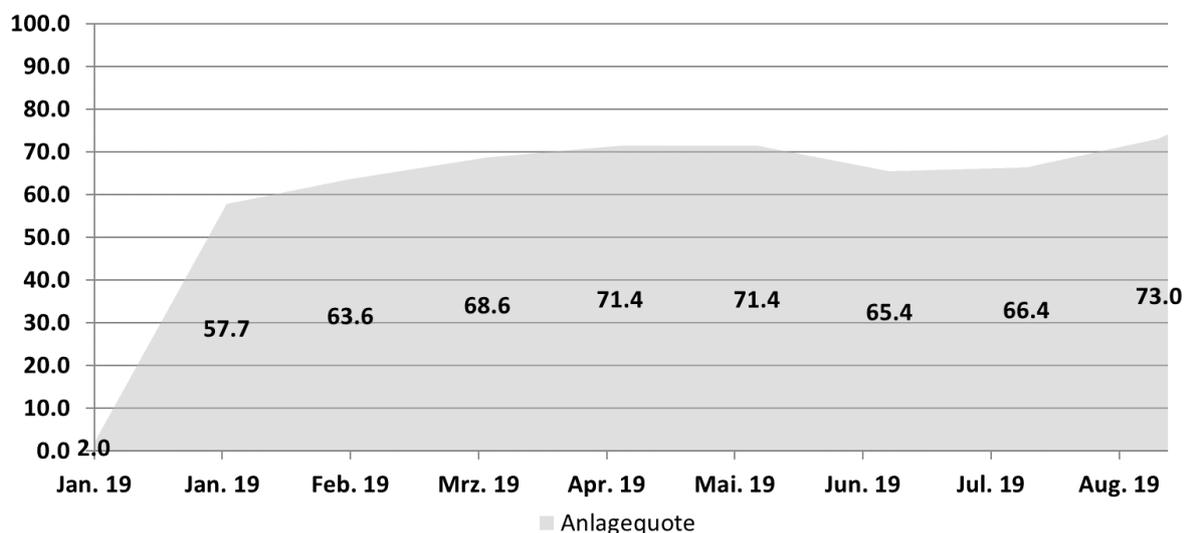
Natürlich muss man in Aufwärtsphasen investiert sein, wer aber immer all sein Geld investiert, der hat keine Möglichkeit bei günstigen Gelegenheiten einfach



zuzugreifen. Er kann natürlich einen Teil seiner Anlage verkaufen, um Liquidität für die neue Anlage zu schaffen. Allerdings kann ein solches Verhalten die Kurse noch weiter drücken und es ist für die meisten Anleger schwerer, als bei steigenden Kursen zu verkaufen. Es ist nicht einfach bei tieferen Preisen zu verkaufen. Schon gar nicht, wenn die ersten Buchverluste angefallen sind. Hat man stattdessen Liquidität kann man seine Einstandskurse

bei herausragenden Unternehmen verbilligen und die Börsenkrise aussitzen, ohne andere Unternehmen in seinem Portfolio verkaufen zu müssen.

Liquidität, auch wenn sie viel Wertschöpfung kostet, ist eine Option für das richtige Investment zur richtigen Zeit. Aus diesem Grund werden Sie die meiste Zeit eine Kasse-Position im Musterportfolio sehen.



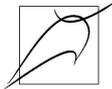
Allokation Muster-Portfolio:

Das Portfolio ist nach ökonomischen Gesichtspunkten eines europäischen Investors geführt. Dies sieht man insbesondere in der Währungsverteilung, die sich deutlich von den US-lastigen Weltindizes unterscheidet.

Die beiden größten Branchen sind die klassische Industrie mit z.B. Rosenbauer, technotrans, Tadano, Takeuchi oder KSB

sowie die IT / Technologie Branche mit Hypoport, Apple oder Alphabet (Google).

Insgesamt ist das Portfolio eher defensiv ausgerichtet mit einem Schwerpunkt auf klassische Value-Titel. Das sind Unternehmen, die im Normalfall in etablierten, sicheren Branchen zu Hause sind, relativ langsam wachsen und beim Kauf deutlich unterbewertet sind, wie beispielsweise eine BIC.

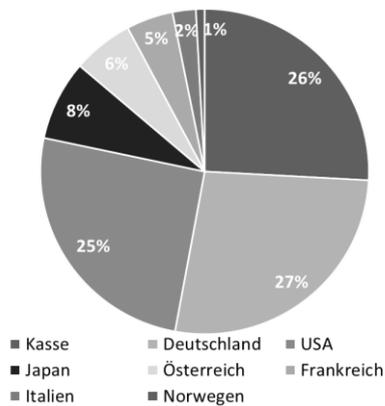


Übersicht:

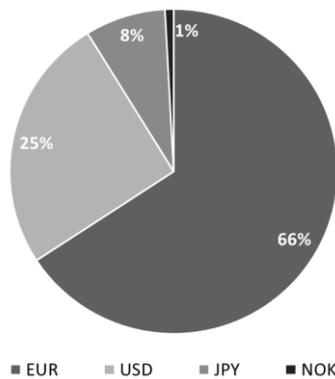
	Kasse	27.2%	
1	Alphabet	6.4%	+0.65%
2	Booking Holdings	6.0%	+1.00%
3	Deutsche Post	6.0%	+0.82%
4	Apple Inc	5.9%	+1.72%
5	Discovery Com.	5.4%	+0.57%
6	BASF	4.9%	-0.11%
7	BIC	4.6%	-1.34%
8	Takeuchi Mfg Co Ltd	3.8%	-0.31%
9	AS Creation Tapeten	3.7%	+0.00%
10	Hypoport AG	3.3%	+1.28%
11	KSB AG Vorzüge	3.2%	-0.10%
12	Tadano	3.2%	-0.08%
13	Mayr-Melnhof Karton	3.0%	-0.14%
14	Rosenbauer	3.0%	-0.07%

15	technotrans	2.8%	-0.29%
16	CeWe Color	2.6%	+0.62%
17	MutuiOnline	2.2%	-0.09%
18	Kraft Heinz	2.1%	+0.03%
19	Fjord1	0.9%	-0.17%

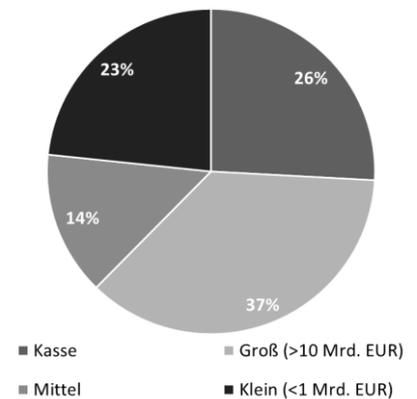
Länder:



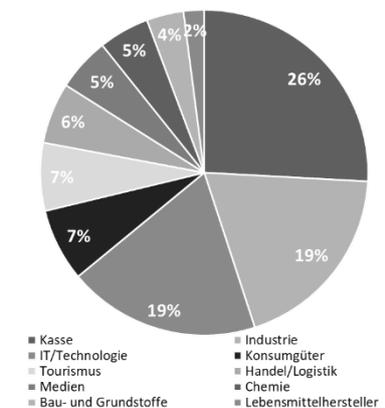
Währungen:



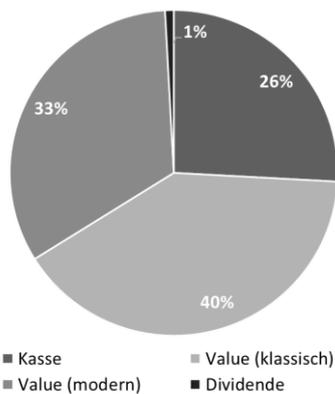
Marktkapitalisierung:



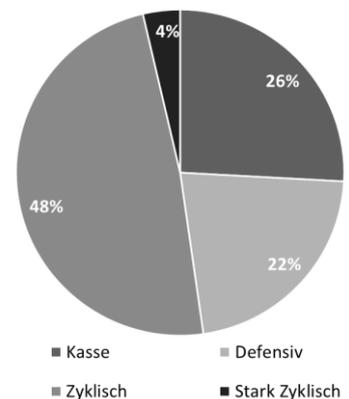
Branchen:

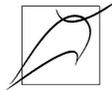


Investmentstil:



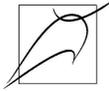
Konjunkturanfälligkeit:





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						27%		9%	11%	20.1	2.9	54%	17%		47%		
Alphabet	googl	1203.14	Mrd.	USD	1232.84	2%	1109.05	-8%	10%	22.6	3.9	29%	14%	-61.8	73%	1.0	3.0
Apple Inc.	AAPL	213.70	Mrd.	USD	196.10	-8%	187.79	-12%	14%	16.7	7.4	57%	43%	25.1	29%	1.0	1.0
A.S. Creation	ACWN	12.10	Mio.	EUR	20.63	70%	17.54	45%	10%	70.1	0.4	-9%	-8%	16.2	56%	3.0	1.0
BASF SE	BAS	61.46	Mrd.	EUR	59.87	-3%	60.28	-2%	11%	13.3	1.3	12%	13%	39.8	40%	1.0	1.0
Societe BIC	BB	58.10	Mio.	EUR	91.31	57%	81.63	41%	12%	10.9	1.5	7%	15%	62.0	69%	3.0	2.0
Booking	BKNG	1972.00	Mrd.	USD	1942.05	-2%	1924.21	-2%	15%	22.2	6.3	317%	35%	10.4	39%	1.0	1.0
CeWe	CWC	81.20	Mio.	EUR	93.34	15%	74.34	-8%	10%	16.1	2.4	20%	16%	165.5	46%	2.0	1.0
Deutsche Post	DPW	30.49	Mrd.	EUR	27.03	-11%	24.51	-20%	9%	14.5	3.0	22%	20%	28.7	27%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	27.40	Mio.	USD	30.84	13%	31.18	14%	14%	17.5	1.4	96%	14%	20577.9	31%	3.0	1.0
Fjord1 ASA	FJORD	36.50	Mio.	NOK	56.09	54%	44.49	22%	12%	8.3	1.6	13%	24%	3320.6	37%	3.0	1.0
Hypoport AG	hyq	259.00	Mio.	EUR	231.06	-11%	213.51	-18%	9%	67.8	8.5	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
Kraft Heinz	KHC	27.25	Mrd.	USD	35.01	28%	28.70	5%	10%	10.1	0.6	69%	0%	48.2	50%	3.0	1.0
KSB SE & Co.	ksb3	283.00	Mio.	EUR	415.56	47%	359.28	27%	10%	6.1	0.5	5%	5%	617.9	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	106.00	Mio.	EUR	128.21	21%	111.66	5%	9%	13.7	1.4	11%	12%	75.6	66%	3.0	2.0
MutuiOnline	MOL	16.00	Mio.	EUR	24.92	56%	23.02	44%	11%	18.4	5.2	63%	37%	92.6	29%	3.0	1.0
Rosenbauer	ros	40.10	Mio.	EUR	64.76	62%	32.80	-18%	9%	12.6	0.8	6%	10%	331.2	25%	2.0	1.0
Tadano Ltd	6395	991.00	Mrd.	JPY	1641.15	66%	1108.97	12%	14%	9.9	0.8	10%	11%	1.1	61%	3.0	2.0
Takeuchi	6432	1599.00	Mrd.	JPY	3629.95	127%	2902.06	81%	10%	7.7	0.8	25%	15%	-34.3	74%	3.0	3.0
technotrans	TTR1	21.70	Mio.	EUR	33.26	53%	24.44	13%	13%	14.5	1.8	14%	14%	17.7	55%	3.0	2.0



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.

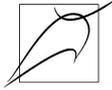
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.

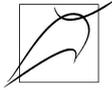


Abonnementen Fragen:

Was sagt der Easy Buffett genau aus?

Die Kennzahl „Easy Buffett“ ist eine Rendite Kennzahl pro Jahr über einen vorher festgelegten Zeitraum. Bei mir beträgt der Zeitraum immer 10 Jahre. Die Annahmen, die man treffen muss, sind: Welche Eigenkapitalrendite kann das Unternehmen über diesen Zeitraum erwirtschaften. Wieviel von dieser Rendite wird an die Aktionäre ausgeschüttet und zu welchem KGV kann man das Unternehmen in 10 Jahren verkaufen. Der Easy Buffett ist eher eine Bewertungskennzahl, die für etablierte Unternehmen mit relativ konstanten Geschäftsverläufen, wie Apple, Alphabet oder KraftHeinz. Weniger gut eignet sich die Kennzahl für sehr stark wachsende Unternehmen, wie Hypoport oder MutuiOnline, als auch Sondersituationen, wie Fjord oder AS Création.

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.