



Till Schwalm's Value Investing Brief

Dezember 2019

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

Ende November war es wieder soweit. Das jährliche Get-Together von kleinen und mittelgroßen börsenelisteten Unternehmen und Investoren in Frankfurt, das Eigenkapitalforum (#EKF2019) der Deutschen Börse, fand statt.

Besonders spannend ist das Treffen, weil man auch Unternehmen trifft, die normalerweise nicht mit Investoren sprechen (z.B. wegen großen Ankerinvestoren).

So hatte ich auch dieses Jahr ein skurriles Treffen, bei dem der CFO nicht erzählen konnte oder wollte, warum man bei seinem Unternehmen anfangen sollte zu arbeiten. Aber das war die Ausnahme, die meisten Unternehmensvertreter, versuchen Fragen so gut es geht zu beantworten und ihr Unternehmen im besten Licht darzustellen.

Mit diesem Investorenbrief schicke ich meine Eindrücke von den Gesprächen, die

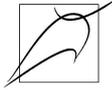
ich auf dem EKF hatte. Wobei für mich nicht die Investment-Bewertung im Mittelpunkt stand, sondern meinen Gesprächspartner und das, was sie erzählt haben.

Ihr

Till Schwalm

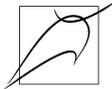


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	3
Eigenkapitalforum 2019	5
Investmentidee des Monats & Unternehmensanalyse: All for One Group (A1OS)	7
Muster-Portfolio:	8
Allokation Muster-Portfolio:	9
Abonnementen Fragen:	13



Marktanalyse:

Um die großen Auf's und Abs am Markt zu verstehen, hat bereits Benjamin Graham in seinem Buch «The Intelligent Investor» vor mehr als 80 Jahren Kennzahlen entwickelt, die auf teure und günstige Märkte hindeuten.

Die hier aufgelisteten Indikatoren sind an diese Kennzahlen von Benjamin Graham angelehnt, da sie sowohl in der Vergangenheit gut funktioniert haben als auch wirtschaftliche nachvollziehbar sind.

Insbesondere der IPO-Indikator, der leider recht träge ist, weil die Daten in vollen Umfang nur auf einen längeren Zeitraum funktionieren – ich habe ein Jahr gewählt – zeigt schön, ob es noch genug Käufer am Markt gibt oder nicht.

Ein öffentlicher Verkauf eines Unternehmens wird nur stattfinden, wenn der verkaufende Insider auf genügend

Nachfrage trifft, ansonsten wird er das Unternehmen weiter in seinem Besitz halten.

Interessant ist, dass das Jahr 2019 ein eher schwaches Erst-Emissionsjahr war, obwohl andere Daten auf gute Nachfrage an den Börsen hindeuten. So zeigen die neusten Daten von EY, dass bis 9M/19 weltweit erst 768 IPOs mit eine Gesamtvolumen von 114 Mrd. USD stattgefunden haben. Deutlich unter den 1 000 IPOs/ 145 Mrd. USD aus dem gleichen Zeitraum im Vorjahr. Hauptunterschied liegt in dem nachvollziehbaren deutlich niedrigeren Volumen in Hong Kong. Die neutrale Aussage des Indikators für 2018 würde ich deshalb auch 2019 sehen, obwohl der IPO-Indikator 2019 eher auf einen Markt hindeutet, auf dem man Aktien kaufen kann.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im November weltweit wieder sehr gut entwickelt, dabei haben sich die langsam reagieren Indikatoren nicht verändert. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt, während insbesondere der deutsche Leitindex gegenüber dem aktuellen Zinsniveau relativ günstig bewertet ist.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	13179	15886	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2,60%	1,54%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	30,5	17,0	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	63%	53%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	205,0	198,4	→

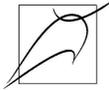
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash 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.

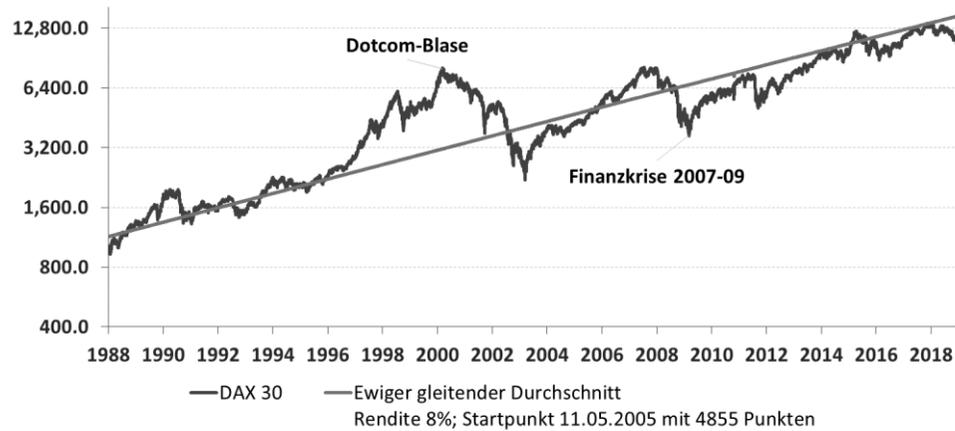
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

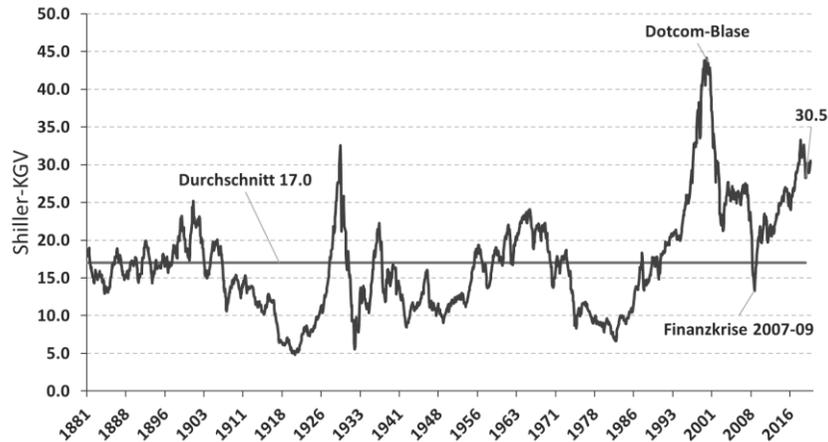
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



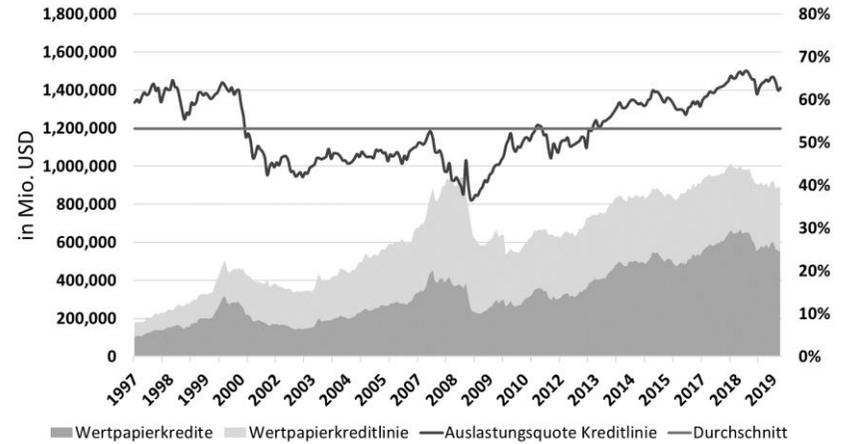
Ewige Durchschnittsrendite:



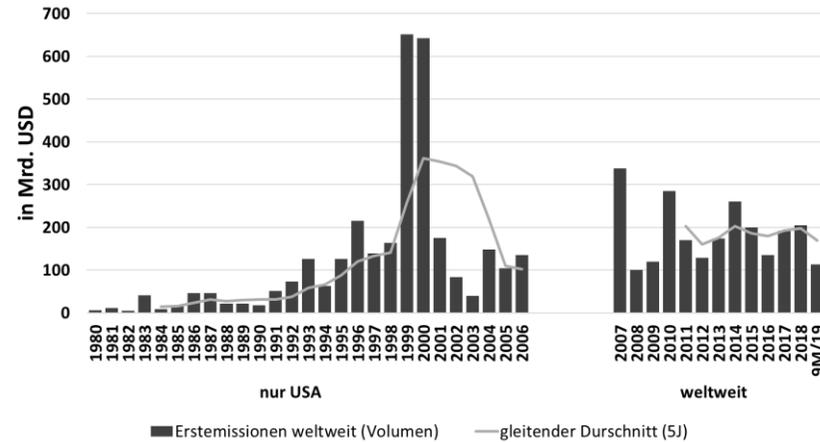
Shiller KGV:

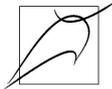


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





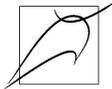
Eigenkapitalforum 2019

Anbei gebe ich ein Kurzeinschätzung meiner Treffen vom Eigenkapitalforum 2019 in der letzten Novemberwoche. Bei der Einschätzung spielt insbesondere der Gesprächspartner und das, was dieser erzählt hat, eine Rolle. Im Kommentar gehe ich auch auf die Bewertung ein.

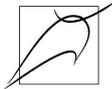
- ++ super Unternehmen mit grandioser Investorengeschichte/Ausblick/Auftritt
- + super Unternehmen mit guter Geschichte
oder
gutes Unternehmen mit super Geschichte
- 0 gutes Unternehmen mit guter Geschichte
- gutes Unternehmen mit schlechter Geschichte
oder
schlechtes Unternehmen mit guter Geschichte
- schlechtes Unternehmen mit schlechter Geschichte

Zusätzlich habe ich eine Spalte eingefügt in der ich Bewertung aus der ValueDACH Community aufzeige. Die Bewertung erfolgte nach gleichem Schema. In der Klammer steht die Anzahl Investoren, die neben mir ihre Ansichten zu den Unternehmen öffentlich geteilt haben.

Name	Einschätzung		Kommentar
	Till	ValueDACH (Anzahl)	
11880	0	+ (1)	Abzocke von kleinen Unternehmen, aber interessante Aktionärsstruktur.
All for One	+	+ (3)	Im Musterportfolio. <u>Zur Analyse</u>
artec	-	- (1)	Zu klein für das Geschäftsmodell. Best Case: Jemand kauft das Unternehmen, wegen der Technologie.
Cewe	0	+ (2)	Im Musterportfolio. Sehr gutes Unternehmen, aber auch relativ hoch bewertet.
DEFAMA	++	++ (1)	Spannendes Unternehmen. Man muss dem CEO/Gründer/Ankeraktionäre und Opportunisten Mathias Schrade vertrauen.
Do&Co	++	+ (3)	Sehr guter Auftritt, passt eigentlich alles zusammen bis auf den Preis an der Börse.
EQS	+	0 (2)	Unternehmen ist in den letzten 12 Monaten auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt worden. Solides Kerngeschäft, allerdings sind die Wachstumschancen unsicher.
Hypoport	+	/ (0)	Im Musterportfolio. Großartiges Geschäft. Guter Auftritt. Leider inzwischen auch schon relativ hoch bewertet.



Intershop	+	- (2)	Haben auf mich einen guten Eindruck gemacht. Eigentlich zu klein für das Geschäftsmodell, aber man hat mit Shareholder Value einen guten Ankerinvestor, der wohl auch die nächste Investition finanziert.
Masterflex	+	0 (3)	Sehr sympathischer CFO, der ehrlich gewirkt hat. Allerdings viele operative Probleme, die nicht einfach zu lösen sind.
Nexway	0	- (1)	Sinnvoller Zusammenschluss zwischen Nexway und AskNet. Großaktionär zieht die Strippen im Hintergrund.
SMT Scharf	+	0 (2)	Sehr guter Auftritt, wahrscheinlich gutes Investment, aber «Kohle»-Industriezulieferer und damit für viele Investoren nicht investierbar.
Softing	--	- (2)	Verkaufen. Einer der schlimmsten Auftritte einer Unternehmensführung, die ich bisher gesehen habe.
Surteco	-	0 (2)	Schwieriges Geschäft. erinnert mich an AS Création Tapeten, allerdings ohne engagierten Besitzer.
syzygy	++	+ (2)	Beste Auftritt eines Unternehmens auf diesem EKF, leider etwas zu teuer von der Bewertung.
Technotr.	+	+ (1)	Im Musterportfolio. Guter Auftritt des CEO/CFO. Er konnte alle Probleme stichhaltig begründen. Unternehmen bleibt erstmal im Portfolio.
USU Soft.	0	- (2)	Interessanter Softwareanbieter. Gut positioniert, aber etwas inspirationsloser Auftritt.
Voltabox	--	-- (2)	Gutes Auftragsbuch, das Hoffnung macht. Allerdings muss man beim derzeitigen Cash-Outflow auch viel hoffen.
Wallstr.-on.	+	+ (2)	Solider Auftritt nach einer grandiosen Entwicklung in den letzten Jahren. Kundenstruktur (Investor Relations Werbung) ist für den Nutzer problematisch, aber nicht verboten. Bewertung ist hoch.



Investmentidee des Monats & Unternehmensanalyse: All for One Group (A1OS)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	47.10	234.7 Mio.
	DJÜ-Basis	61.45	30.5%
	DCF-Basis	53.00	12.5%
	# Aktien	5.0 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	52.2 Mio.	15.7%
	Net IB debt	-19.6 Mio.	
	Firmenwert	214.7 Mio.	

Nachdem ich All for One letzten Monat in meiner umfangreichen Analyse vorgestellt habe, habe ich weitere Anteile im November gekauft.

All for One ist ein gutes, solides und kapitalarmes Geschäft, welches eher auf die Mitarbeiter als auf die Investoren ausgerichtet ist. Es gibt relativ viel Potenzial für sicheres Wachstum.

Als Rendite kann man die Dividende von 2,5% plus das organische Wachstum von rund 6% erwarten. Und dies mit relativ hoher Sicherheit für die nächsten Jahre.

Einen Margenanstieg und überproportionales Wachstum, wie es vom Unternehmen erwartet wird, sehe ich nicht.

Das Ziel des Unternehmens ist ein zweistelliges Umsatzwachstum organisch und durch M&A, sowie eine EBIT-Marge von 8-10%. All for One hat aber zu viele Schwächen im Geschäftsmodell, als dass die Marge ausbaufähig wäre. Der Großteil des Geschäftes ist nicht skalierbar und

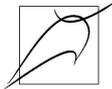
M&A Wachstum bezahlt man im aktuellen Niedrigzinsumfeld entsprechend.

Dafür sind die Kunden „sticky“, d.h. wechseln selten zu einem Konkurrenten und man hat ein Luxusproblem, dass aufgrund der Personalsituation nicht alle Aufträge angenommen werden können.

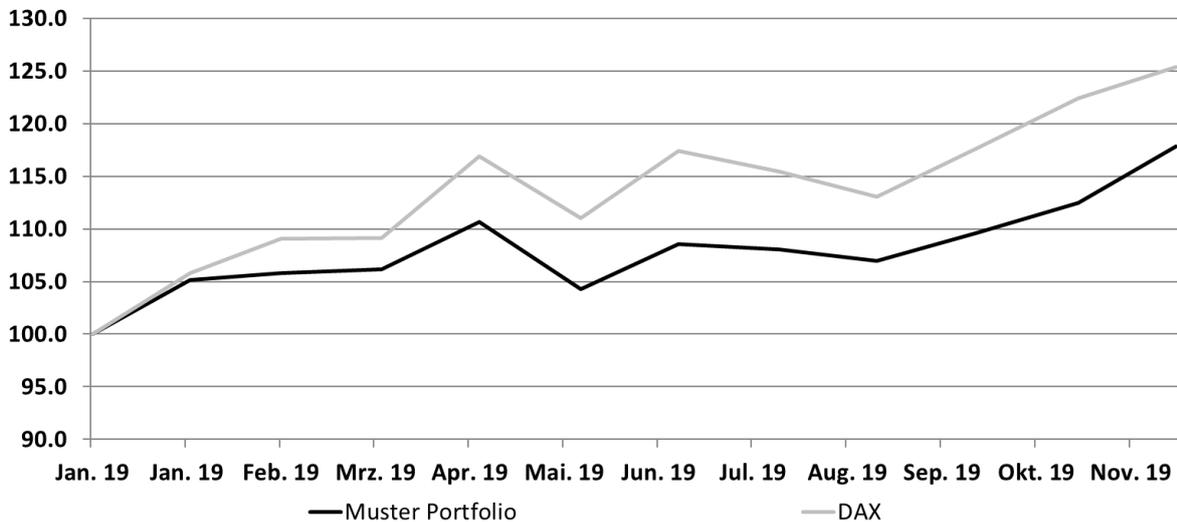
Innerhalb der Branche herrscht ein starker Fachkräftemangel. Für das Unternehmen spricht, dass die Fluktuation mit <10% (IT-Beratung im Schnitt 20%) und einem Krankenstand <3% (Durchschnitt Deutschland 4,3%) bei All for One sehr gut sind. Man hat mehrere Auszeichnungen als einer der besten Arbeitgeber in Deutschland.

Die Bewertung ist in Ordnung. Derzeit wird das Geschäft durch die Strategie 2022 mit ca. 4-5 Mio. EUR belastet (gefühl versucht man, in das verkorkste Jahr 2019 so viele Kosten wie möglich reinzuladen). Damit wird der Vergleich 2020 einfacher und das Unternehmen kann positiv überraschen.

[Zur Analyse](#)

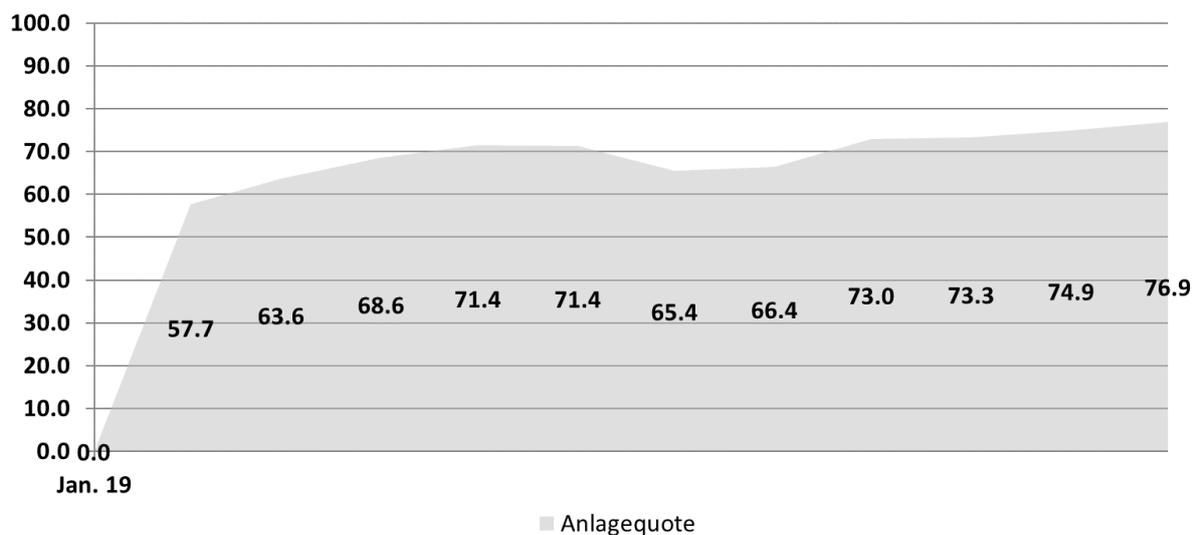


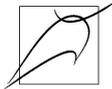
Muster-Portfolio:



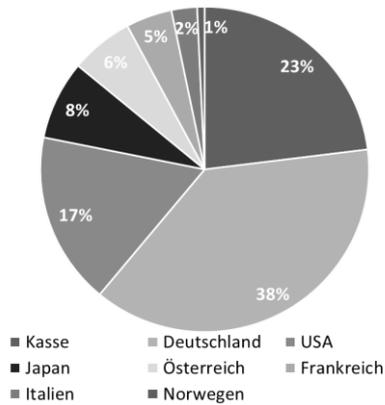
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich in den ersten elf Monaten seit Auflegung erfreulich entwickelt. Der November war dabei ein besonders starker Monat. Besonders hervorzuheben ist dabei Discovery Communication mit überraschend guten Quartalszahlen. Weiterhin kann als Hauptgrund des Anstiegs die gute, allgemeine Entwicklung der Börsen gesehen werden.

Insgesamt wird im Muster-Portfolio, obwohl die Anlagequote ansteigt, immer noch ein großer Teil Kasse gehalten. Im November wurden neben der All for One Group weitere Stücke der Rosenbauer Int. AG eingesammelt. Die Anlagequote stieg damit auf fast 77%.

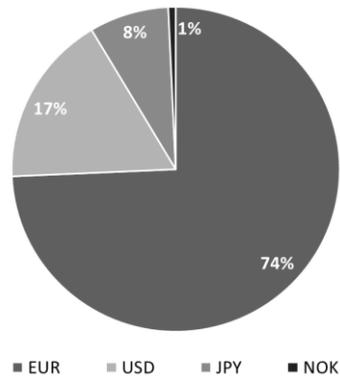




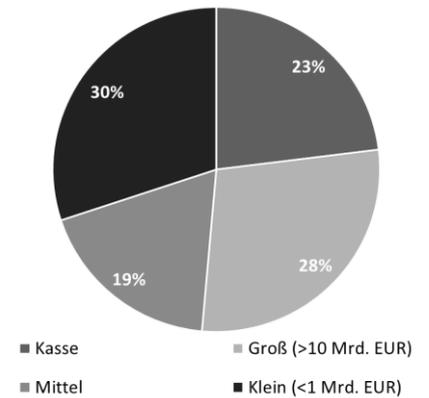
Länder:



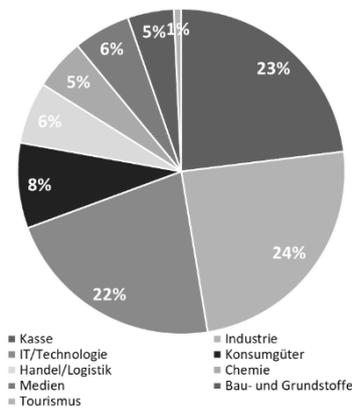
Währungen:



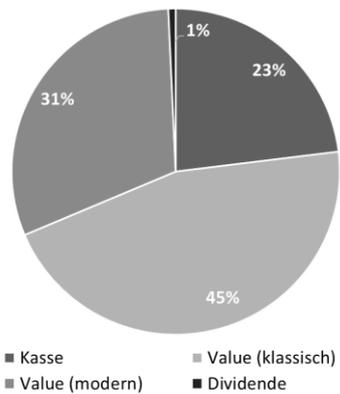
Marktkapitalisierung:



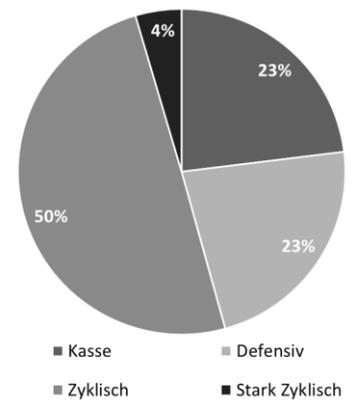
Branchen:

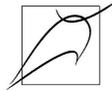


Investmentstil:



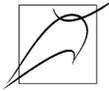
Konjunkturanfälligkeit:





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						16%		-2%	11%	23.3	2.8	28%	15%		48%		
All for One	A1OS	47.90	Mio.	EUR	61.45	28%	53.00	11%	16%	12.9	2.4	31%	20%	52.2	45%	3.0	1.0
Alphabet	googl	1302.56	Mrd.	USD	1257.53	-3%	1162.64	-11%	11%	24.5	3.7	29%	14%	37.2	75%	1.0	2.0
Apple Inc.	AAPL	267.51	Mrd.	USD	196.10	-27%	187.79	-30%	14%	21.0	9.3	57%	43%	25.1	29%	1.0	1.0
A.S. Creation	ACWN	16.50	Mio.	EUR	20.63	25%	17.54	6%	10%	95.6	0.6	-9%	-8%	16.2	56%	3.0	1.0
BASF SE	BAS	68.22	Mrd.	EUR	59.87	-12%	60.28	-12%	11%	14.8	1.4	12%	13%	39.8	40%	1.0	1.0
Societe BIC	BB	62.50	Mio.	EUR	91.31	46%	81.63	31%	12%	11.7	1.6	7%	15%	62.0	69%	3.0	2.0
CeWe	CWC	96.80	Mio.	EUR	93.34	-4%	74.34	-23%	10%	19.2	2.9	20%	16%	165.5	46%	1.0	1.0
Deutsche Post	DPW	33.84	Mrd.	EUR	27.03	-20%	24.51	-28%	9%	16.1	3.4	22%	20%	28.7	27%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	32.77	Mio.	USD	30.84	-6%	31.18	-5%	14%	20.9	1.7	96%	14%	20577.9	31%	1.0	1.0
Fjord1 ASA	FJORD	34.80	Mio.	NOK	56.09	61%	44.49	28%	12%	7.9	1.5	13%	24%	3320.6	37%	3.0	1.0
Hypoport AG	hyq	292.00	Mio.	EUR	231.06	-21%	213.51	-27%	9%	76.4	9.6	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
KSB	ksb3	296.00	Mio.	EUR	418.55	41%	364.88	23%	9%	8.7	0.6	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	120.40	Mio.	EUR	128.21	6%	111.66	-7%	9%	15.6	1.6	11%	12%	75.6	66%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	19.28	Mio.	EUR	24.92	29%	23.02	19%	11%	22.1	6.3	63%	37%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus Inc.	7893	1207.00	Mrd.	JPY	1390.82	15%	1245.95	3%	9%	18.0	1.4	24%	9%	-4.6	71%	3.0	2.0
Rosenbauer	ros	40.00	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	1070.00	Mrd.	JPY	1641.15	53%	1108.97	4%	14%	10.7	0.9	10%	11%	1.1	61%	3.0	2.0
Takeuchi	6432	1689.00	Mrd.	JPY	3629.95	115%	2902.06	72%	10%	8.1	0.9	25%	15%	-34.3	74%	3.0	3.0
technotrans SE	TTR1	18.66	Mio.	EUR	26.00	39%	20.98	12%	11%	12.0	1.3	12%	13%	29.5	51%	3.0	2.0
Wacker Neuson	WAC	16.16	Mio.	EUR	17.94	11%	13.51	-16%	13%	11.9	0.9	10%	8%	385.6	53%	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.

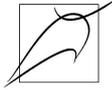
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.



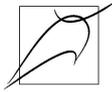
Abonnementen Fragen:

Kann man als Privatinvestor mit Unternehmen sprechen?

Die kurze Antwort ist: „Ja!“ Börsennotierte Unternehmen sind verpflichtet, ihren Investoren Auskunft über die Entwicklung des Geschäftes zu erteilen. Ganz offiziell passiert dies auf der Hauptversammlung, auf der man jede Frage stellen kann. Die Unternehmensvertreter müssen dann gut begründen, wenn sie diese nicht beantworten wollen, zum Beispiel durch das Betriebsgeheimnis. Neben der Hauptversammlung kann aber jeder Investor jeder Zeit das Unternehmen kontaktieren. Dafür besucht man einfach einmal die Investor Relation-Webseite und sucht sich die zuständigen Kontaktdaten heraus. Die meisten Unternehmen sind froh um den Austausch und geben bereitwillig Auskunft. Wenn man das Gefühl hat, als „Privatinvestor“ mit ernsthaften Anliegen nicht ernstgenommen zu werden, kann man sich auch als „Single Family Office“ ausgeben. Dies klingt hochtrabend, ist nicht gelogen und öffnet die meisten Türen. Allerdings sollte man sich die Frage stellen, ob man in ein Unternehmen investiert sein möchte, welches nicht jeden Investor von vornherein ernst nimmt.

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.