



Till Schwalm's Value Investing Brief

Oktober 2019

Sehr geehrte Anlegerinnen,
Sehr geehrte Anleger,

zurzeit bewegt mich die Frage welchen Einfluss Investmententscheidungen auf den Klimawandel haben?

Wie bei politischen Wahlen sind die meisten Investoren nur kleine Zahnräder in einer sehr großen Maschine. Selbst die größten Asset-Manager, wie bsp. Blackrock, haben viele Entscheidungsträger, sodass sich jeder aus individueller Sicht darauf ausruhen kann, praktisch nichts zu bewegen.

Auf der anderen Seite, wenn sich viele Menschen zusammentun, können Veränderungen bewirkt werden. Der Vorteil, den Investoren haben, ist, dass ihre Wünsche schneller gehört und umgesetzt werden, als politische Veränderungen stattfinden.

Daher: Werdet aktiv. Als langfristig ausgerichteter Investor fällt es mir leicht, nachhaltige Unternehmen zu bevorzugen. Aber: Zusätzlich werde ich in Zukunft stärker in Investorengesprächen darauf

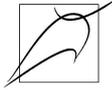
achten, das Thema Nachhaltigkeit anzusprechen und im Unternehmen zu hinterfragen, auch wenn jeder individuell nur ein kleines Zahnrad in einer großen Maschine ist.

Ihr

Till Schwalm

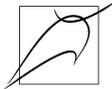


Till Schwalm
Herausgeber



In diesem Monatsbrief

Marktanalyse	3
Investmentidee des Monats: Pronexus Inc. (7893)	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:

Wie im Vormonat herrscht, trotz eines starken Börsenmonats, 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	12 428,0	15 669,0	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	3,31%	1,56%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	29,7	17,0	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	64%	53%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	205,0	198,4	→

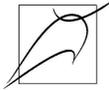
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2 202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash gestartet ist und am 17.07.2007 mit 8 105 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.

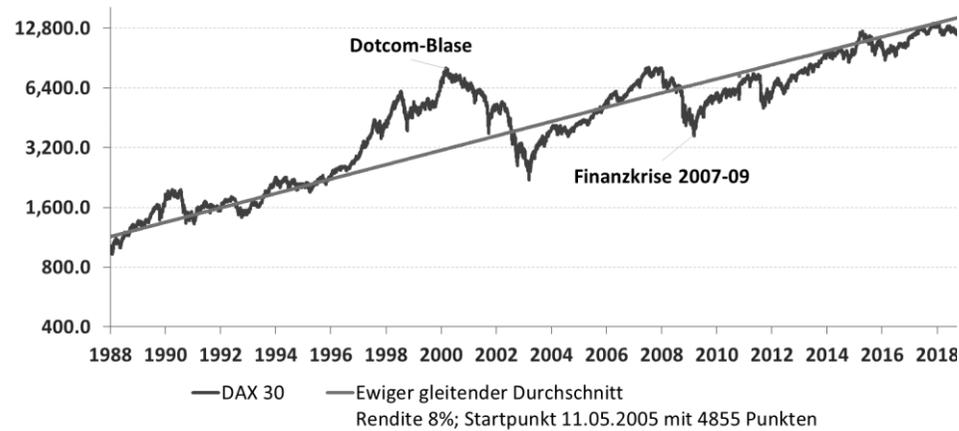
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

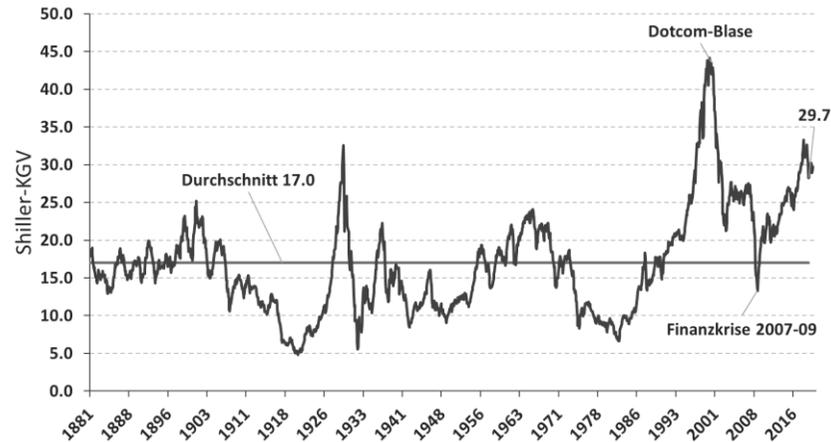
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



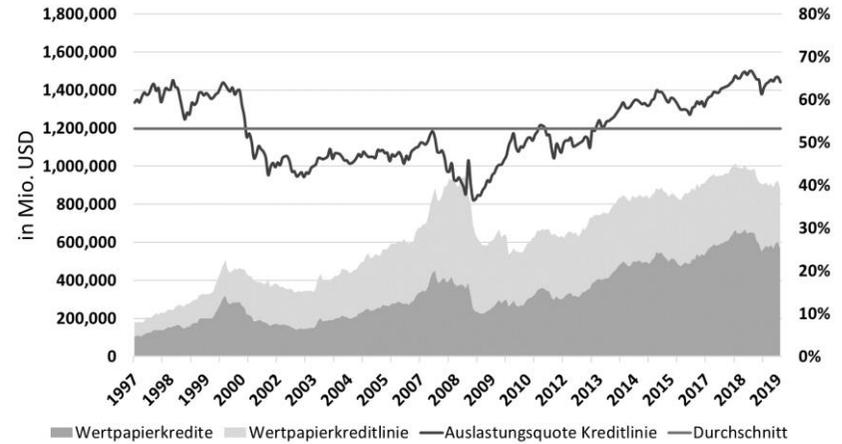
Ewige Durchschnittsrendite:



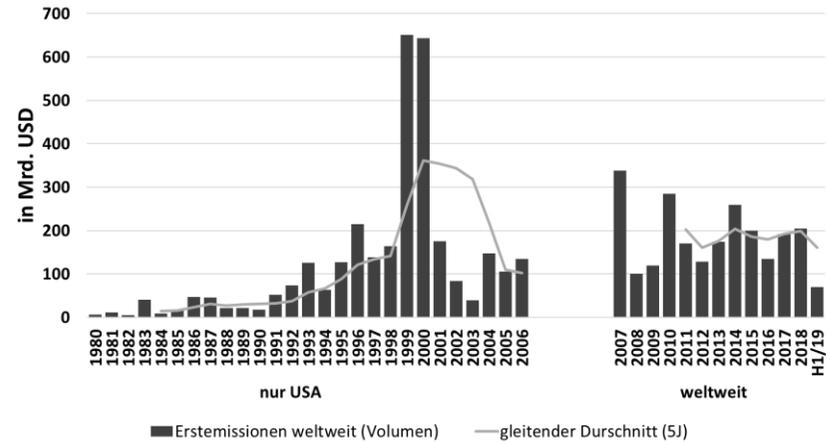
Shiller KGV:

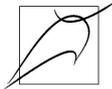


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Pronexus Inc. (7893)

Bewertung (in JPY):

Kurs	1112	31.1 Mrd.
DJÜ-Basis	1390	25.1%
DCF-Basis	1250	12.0%
# Aktien	28.0 Mrd.	Easy Buffett:
Net debt	-4.6 Mrd.	7.5%
Net IB debt	-13.3 Mrd.	
Firmenwert	17.9 Mrd.	

Pronexus Inc. ist das japanische Gegenstück zur EQS Group aus Deutschland. Man unterstützt Unternehmen dabei, Investorennachrichten gesetzes- und börsenkonform zu veröffentlichen. Die Kosten für dieses Geschäft sind für die einzelne börsennotierte Firma deutlich niedriger als dies selbst durchzuführen. Gleichzeitig ist es relativ teuer eine solche Dienstleistung neu anzubieten, da einem zu Beginn der operative Leverage fehlt und die Wechselkosten in Form des Risikos einer nicht-konformen Investorennachricht für die Kunden relativ hoch sind.

Aus diesen Gründen ist es überaus schwierig für neue Wettbewerber in diesen Markt einzudringen. Pronexus Inc. (96% wiederkehrende Umsätze) ist mit 60% aller japanischen Unternehmen der größte

Wettbewerber. Da der Börsenkurs in den letzten Monaten stark nachgelassen hat, bekommt man ein sehr gutes Unternehmen zu einem fairen Preis.

Das größte Risiko liegt für einen europäischen Investor in der Währung und dass Wachstum nur über Preiserhöhungen und neue Geschäftsfelder entsteht. Bei einer Abkehr vom Kerngeschäft ist immer zu hinterfragen, warum das Unternehmen dies anbieten können sollte. Bisher antwortet Pronexus Inc. damit, dass sie nur neue Geschäftsfelder bearbeiten, die ähnlich oder an das bisherige Geschäft angeschlossen sind, wie zum Beispiel die Berichtsservice für Fonds oder eine Unternehmensdatenbank, ähnlich Bloomberg.

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 haben sich negativ auf das Geschäft von AS Création ausgewirkt. Ich gehe

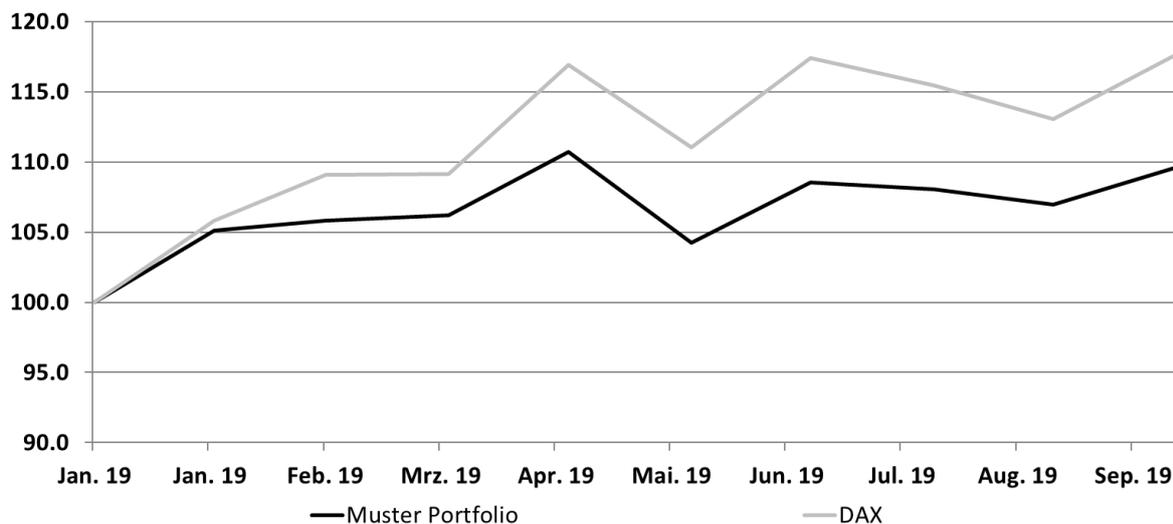


davon aus, dass sich einer oder mehrere Faktoren in den nächsten 5 Jahren positiv für AS Création verändern werden und das Geschäft dreht. Dann sollte sich der Kurs nahezu verdoppeln bzw. eine jährliche Rendite von +10% ermöglichen. Gleichzeitig ist die Bilanz-Situation mit dem Verkauf des JV äußerst solide, auch

wenn die Kartellstrafe noch gezahlt werden muss. Allerdings müssen für eine Erholung mehrere Quartale gute operative Nachrichten berichtet werden. 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

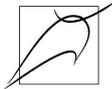
Muster-Portfolio:



Der Wert des Muster-Portfolios hat sich in den ersten 3 Quartalen 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

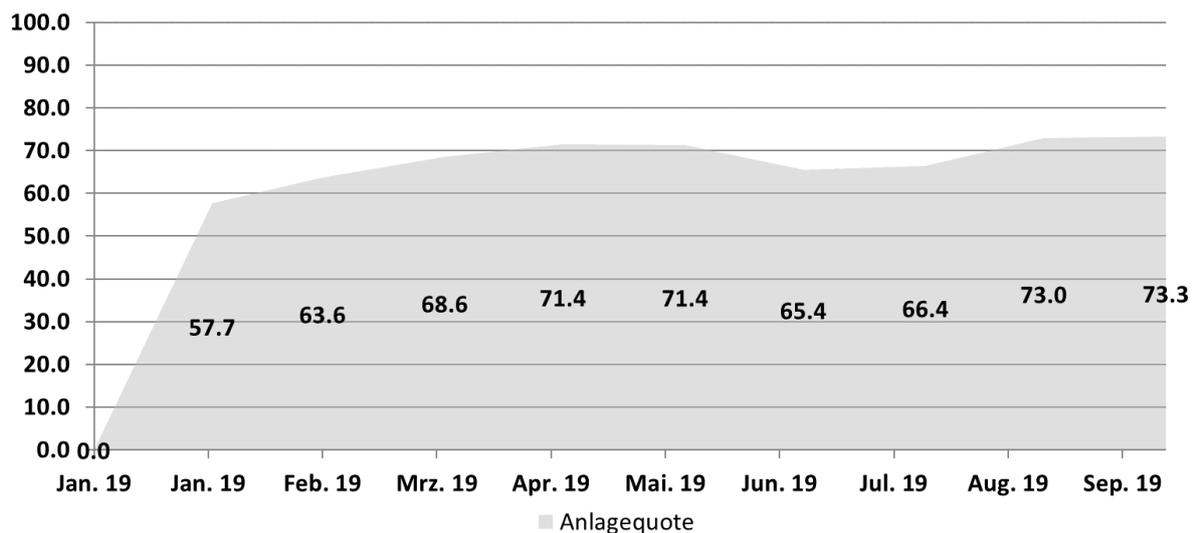
Märkten, auch wenn genau dann die Kasse-Position eines echten Value Investor weiter ausgebaut wird. Man benötigt sie vor allem in Krisen. Dann, wenn andere Anleger in Panik geraten und verkaufen möchten, muss man bereitstehen und ihnen diese Aktien zu einem günstigen Preis abkaufen können. Wie Warren 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.



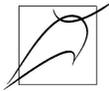
Allokation Muster-Portfolio:

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

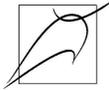
sowie die IT / Technologie Branche mit Hypoport, Apple oder Alphabet (Google).

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.



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	1221.00	Mrd.	USD	1232.84	1%	1109.05	-9%	10%	23.0	3.9	29%	14%	-61.8	73%	1.0	3.0
Apple	AAPL	224.00	Mrd.	USD	196.10	-12%	187.79	-16%	14%	17.5	7.8	57%	43%	25.1	29%	1.0	1.0
A.S. Creation	ACWN	12.90	Mio.	EUR	20.63	60%	17.54	36%	10%	74.8	0.5	-9%	-8%	16.2	56%	3.0	1.0
BASF	BAS	64.12	Mrd.	EUR	59.87	-7%	60.28	-6%	11%	13.9	1.3	12%	13%	39.8	40%	1.0	1.0
BIC	BB	61.60	Mio.	EUR	91.31	48%	81.63	33%	12%	11.6	1.5	7%	15%	62.0	69%	3.0	2.0
Booking Holdings	BKNG	1962.61	Mrd.	USD	1942.05	-1%	1924.21	-2%	15%	22.0	6.2	317%	35%	10.4	39%	1.0	1.0
CeWe	CWC	77.10	Mio.	EUR	93.34	21%	74.34	-4%	10%	15.3	2.3	20%	16%	165.5	46%	2.0	1.0
Deutsche Post	DPW	30.65	Mrd.	EUR	27.03	-12%	24.51	-20%	9%	14.6	3.1	22%	20%	28.7	27%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	26.63	Mio.	USD	30.84	16%	31.18	17%	14%	17.0	1.3	96%	14%	20577.9	31%	3.0	1.0
Fjord1	FJORD	37.00	Mio.	NOK	56.09	52%	44.49	20%	12%	8.4	1.6	13%	24%	3320.6	37%	3.0	1.0
Hypoport	hyq	228.50	Mio.	EUR	231.06	1%	213.51	-7%	9%	59.8	7.5	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
KSB	ksb3	275.00	Mio.	EUR	415.56	51%	359.28	31%	10%	5.9	0.5	5%	5%	617.9	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	109.90	Mio.	EUR	128.21	17%	111.66	2%	9%	14.2	1.4	11%	12%	75.6	66%	3.0	2.0
MutuiOnline	MOL	16.50	Mio.	EUR	24.92	51%	23.02	40%	11%	18.9	5.4	63%	37%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1120.00	Mrd.	JPY	1390.82	24%	1245.95	11%	9%	16.7	1.3	24%	9%	-4.6	71%	3.0	2.0
Rosenbauer	ros	38.75	Mio.	EUR	64.76	67%	32.80	-15%	9%	12.2	0.8	6%	10%	331.2	25%	2.0	1.0
Tadano	6395	1041.00	Mrd.	JPY	1641.15	58%	1108.97	7%	14%	10.4	0.9	10%	11%	1.1	61%	3.0	2.0
Takeuchi	6432	1680.00	Mrd.	JPY	3629.95	116%	2902.06	73%	10%	8.1	0.9	25%	15%	-34.3	74%	3.0	3.0
technotrans AG	TTR1	22.10	Mio.	EUR	33.26	50%	24.44	11%	13%	14.8	1.9	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.

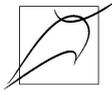
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 bedeutet 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:

Woher kommen deine Investmentideen?

Grundsätzlich bekomme ich Ideen für das Portfolio aus meinen umfangreichen Beobachtungslisten. Alle „neuen“ Portfoliounternehmen haben meistens Monate oder Jahre auf diesen Listen verbracht, bis ich mich wohl fühle, in sie zu investieren.

Die Beobachtungslisten werden aus Ideen gespeist, die ich aus Artikeln, Alltagserlebnissen und am häufigsten aus Gesprächen mit anderen Investoren gewinne. Hier habe ich nicht die eine universelle Quelle. Wenn ich eine Idee bekomme, ist es meistens nicht die Idee in ein Unternehmen zu investieren, sondern in eine Branche oder Region. Ist dies der Fall, arbeite ich häufig sehr systematisch alle möglichen Unternehmen dieses Feldes ab, um das nach meiner Meinung beste auf meine Beobachtungsliste zu setzen.

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.