

Till Schwalm's Value Investing Brief

Januar 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

der Dezember 2019 war ein weiterer guter Börsenmonat in einem großartigen Börsenjahr. Positiv ist, dass sich das Portfolio besser entwickelt hat als der DAX, obwohl wir weiterhin „nur“ mit einer Anlagequote von ca. 75% unterwegs sind und die Märkte gestiegen sind. Der leichte Rückgang der Anlagequote ist auf den Verkauf von Apple zurückzuführen.

Aufgrund von Zuflüssen sinkt die Anlagequote Anfang 2020 noch einmal. Die hohen Kurse im Vergleich zu Anfang 2019 machen eine direkte Anlage nicht einfacher, aber die ersten Positionen wurden schon aufgestockt.

Wenn wir uns zurückerinnern: Ende 2018 waren Rezessionsängste, Handelskrieg und ein unregelmäßiger Brexit die dominierenden Themen. Ende 2019 sind diese in den Hintergrund gerückt. Dies macht es für die Unternehmen im Portfolio nicht einfacher in diesem Jahr positive Impulse zu erhalten. Die großen sichtbaren Themen werden die US-Wahlen, der Brexit, der Wandel in der

Automobilindustrie, der Klimawandel und Veränderungen der Leitzinsen sein. Keine Themen werden dagegen die Haltbarkeit der Großen Koalition, Konflikte im Mittleren Osten, der Wandel der Arbeitswelt oder Zuwanderung sein.

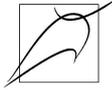
Natürlich wäre ein Krieg im Mittleren Osten katastrophal in vielerlei Hinsicht, aber unsere Unternehmen betrifft es untergeordnet bis gar nicht. Denn bis auf BASF und die Deutsche Post ist keines der Unternehmen direkt vom Öl-Preis abhängig und nur Rosenbauer sowie Tadano mit einem erwähnenswerten Umsatzanteil in der Region tätig.

Ihr

Till Schwalm

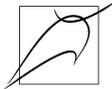


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	3
Investmentidee des Monats: Alphabet Inc (GOOGL)	5
Unternehmensanalyse: DEFAMA AG (DEF)	6
Muster-Portfolio:	7
Allokation Muster-Portfolio:	8
Abonnementen Fragen:	12



Marktanalyse:

Die Märkte gehen während ich dies schreibe aufgrund der aktuellen Kriegsängste im Mittleren Osten zurück. Wie ich eingangs schon erläutert habe, macht mir ein Krieg im Mittleren Osten hinsichtlich des Muster-Portfolios keine Sorgen. Trotzdem ist eine interessante Frage, wie die Märkte als Ganzes auf solch einen Konflikt reagieren. Die letzten zwei Golfkriege zeigten, dass Konflikte in der Region eher kurze Episoden der Kursrückgänge und darauffolgend relativ schnellen Anstiegen waren. Hauptaugenmerk ist hier immer auf dem Ölpreis gewesen, der auch jetzt wieder schnell reagiert. Aufgrund der aktuellen Situation mit Fracking, sehe ich aber auch hier keine dauerhafte Belastung für die Weltwirtschaft.

Aber was sagen meine Indikatoren zu der aktuellen Situation?

Die hier aufgelisteten Indikatoren sollen ein besseres Verständnis für die großen Marktphasen ermöglichen, nicht jede kleinere Unruhe widerspiegeln.

Bei den Indikatoren geht es nicht darum, den perfekten Zeitpunkt für ein Investment zu finden, sondern die großen Auf- und Abs am Markt zu nutzen, um sich eher offensiv oder defensiv zu positionieren.

In diesem Sinne war ich im letzten Monat vorsichtig und habe den Investitionsgrad auf ca. 75% konstant gehalten. Mit den aktuellen Zuflüssen wird der Investitionsgrad noch einmal fallen. Wenn ich mir nur den amerikanischen Markt angucke, würde ich mich mit diesem niedrigen Investitionsgrad wohl fühlen. Weltweit und insbesondere, wenn ich Europa betrachtet, werde ich die Kasse im Januar aber abbauen.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im Dezember weltweit gut entwickelt, dabei haben sich die langsam reagierenden 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	13 301.4	15 977.8	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.74%	1.56%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	31.0	17.0	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	63%	53%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	205.0	198.4	→

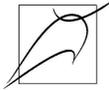
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash gestartet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

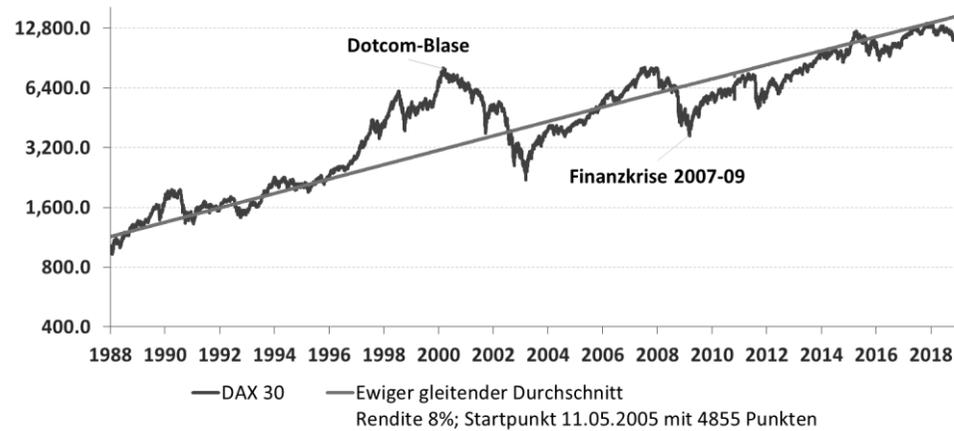
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.

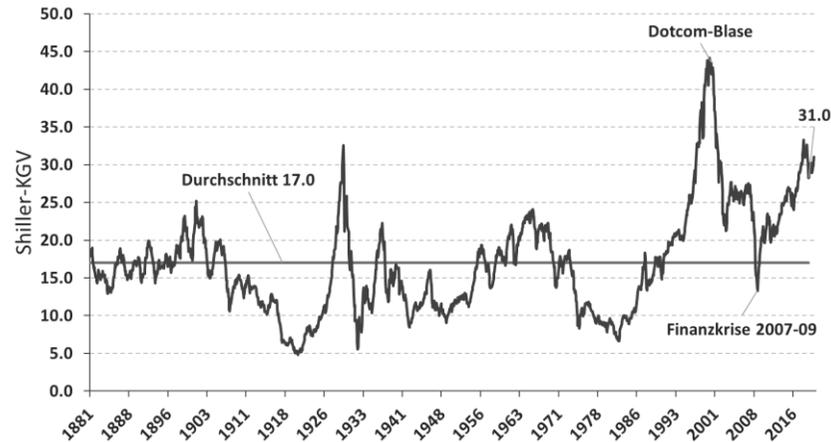
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



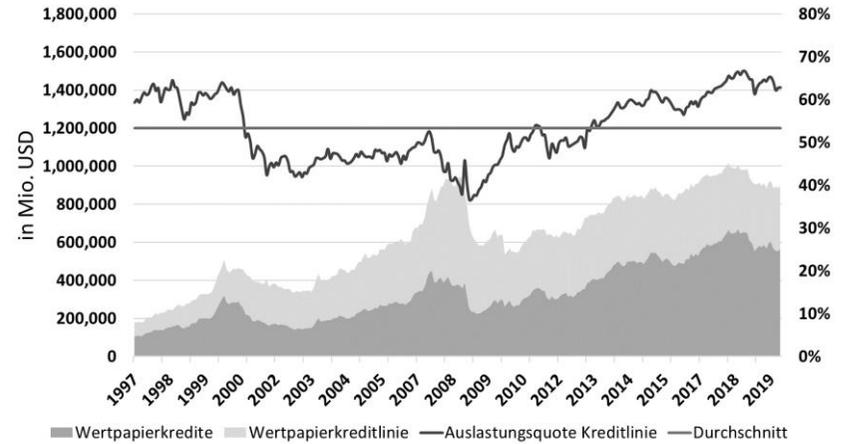
Ewige Durchschnittsrendite:



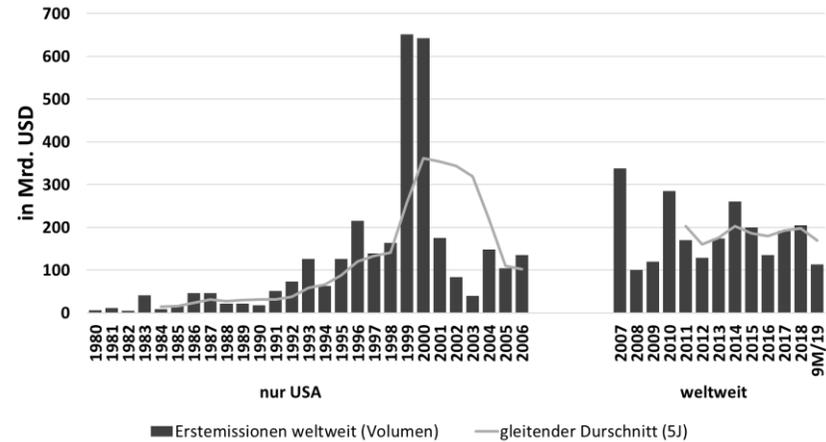
Shiller KGV:

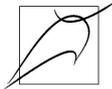


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Alphabet Inc (GOOGL)

Bewertung (in USD):

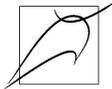
	Kurs	1 400.46	970.5 Mrd.
	DJÜ-Basis	1 456.49	4.0%
	DCF-Basis	1 425.99	1.8%
	# Aktien	0.7 Mrd.	Easy Buffett:
	Net debt	-64.3 Mrd.	11.0%
	Net IB debt	-108.7 Mrd.	
	Firmenwert	851.8 Mrd.	

Alphabet ist im Vergleich zu den anderen großen Tech-Unternehmen im Jahr 2019, was die Börsenkursentwicklung betrifft, zurückgeblieben. Daneben hat man zusammen mit Microsoft Apple als Cash-König abgelöst: Microsoft hatte zu den letzten berichteten Zahlen 136 Mrd. USD flüssige Mittel, Alphabet 121 Mrd. USD und Apple «nur» noch 100 Mrd. USD. Zieht man alle zinstragenden Schulden von der Kasse ab, hat Alphabet sogar die größte Nettokasse mit 108 Mrd. USD (Microsoft 65 Mrd. USD; Apple ist mit -7 Mrd. USD verschuldet). Zwar würde ich diese enormen Geldbeträge als ökonomischen ineffizient bezeichnen. In Bewegung gebracht können sie aber zur weiteren Wertentwicklung in den nächsten Jahren beitragen.

Daneben ist das aktuelle Kerngeschäft unter der Annahme, dass der Werbemarkt

weltweit um ca. 3-4% wächst, Google sein Anteil im Onlinewerbemarkt halten kann und die Verteilung von online/offline Werbeeinnahmen in den nächsten Jahren auf 50:50 steigt, fair bewertet. Aufgrund der stabilen Trends und der starken Wettbewerbsposition in der Onlinesuche und bei Smartphone-Betriebssystemen sehe ich die Annahmen als relativ sicher. Hinzu kommen diverse „Wetten“ auf die Zukunft, sowie Android als dominantes Smartphone-Betriebssystem, welche noch nicht monetarisiert sind.

Größtes Risiko liegt in einer politischen Zerschlagung, die Alphabet die Möglichkeit nehmen würde, weiterhin in alle Wetten mit voller Finanzkraft zu investieren. Auf Basis einer Zerschlagung würde aber immer noch genügend Wert bleiben, um einen Kauf zum aktuellen Kurs zu rechtfertigen.



Unternehmensanalyse: DEFAMA AG (DEF)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	17.00	66.3 Mio.
	DJÜ-Basis	15.29	-10.0%
	DCF-Basis	14.48	-14.8%
	# Aktien	3.9 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	66.4 Mio.	2.1%
	Net IB debt	64.7 Mio.	
	Firmenwert	131.4 Mio.	

Heute stelle ich mit der DEFAMA AG ein interessantes kleines Unternehmen mit viel Potenzial vor. Allerdings bin ich während meiner Analyse auf zwei Probleme gestoßen:

1. Investoren in die DEFAMA können durch das Einbringen eines neuen Objektes durch die DEFAMA einen Bewertungsgewinn verbuchen, da das Objekt im Portfolio der DEFAMA laut Finanzmarkt mehr wert ist, als allein betrachtet. Ob dieser Bewertungsaufschlag von 9-11x zu 15-16x gerechtfertigt ist, ist eine entscheidende Frage für ein Investment. Ich bejahe die Frage (über die Höhe lässt sich streiten), da es Vorteile einer Portfoliostruktur gibt, die man bei Einzelobjekten nicht hat. Hier ist insbesondere die Risikostreuung zu nennen. Wenn man nur ein Objekt besitzt und der Hauptmieter sich zurückzieht und nicht zu ersetzen ist, ist dies ein Totalverlust. Bei

einem Portfolio von 30+ Objekten, ist der Schaden überschaubar.

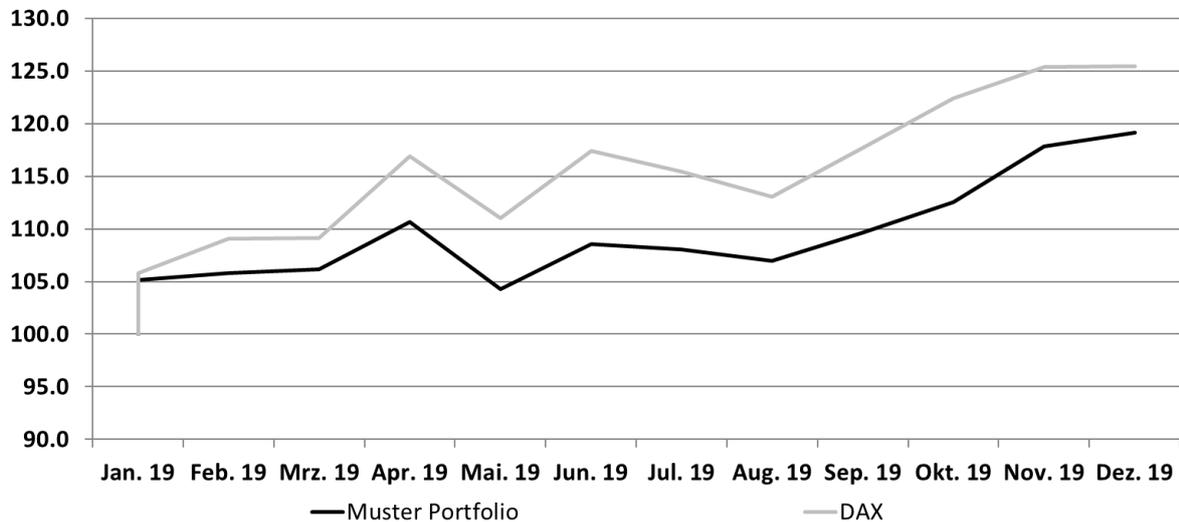
2. Der Gründer Matthias Schrade ist in der Vergangenheit als Opportunist (positiv wie negativ) aufgetreten, was als Geschäftspartner schwierig ist. Momentan ist er noch mit 30% an der DEFAMA beteiligt, was ihn im gleichen Boot sitzen lässt, wie die Minderheitsaktionäre. Ob er als CEO tatsächlich im gleichen Boot sitzt oder wie lange, dass ist schwer abzuschätzen. Wenn man Investor der DEFAMA AG wird, muss man auf jeden Fall das Verhalten des CEOs genau beobachten. Die Firmengründung ist nicht seine erste und aus meiner Sicht keine Herzensangelegenheit, sondern ein Weg relativ schnell, relativ viel Geld zu verdienen.

Aus dem zweiten Grund schließe ich ein Investment für das Muster Portfolio aus.

[Zur Analyse](#)

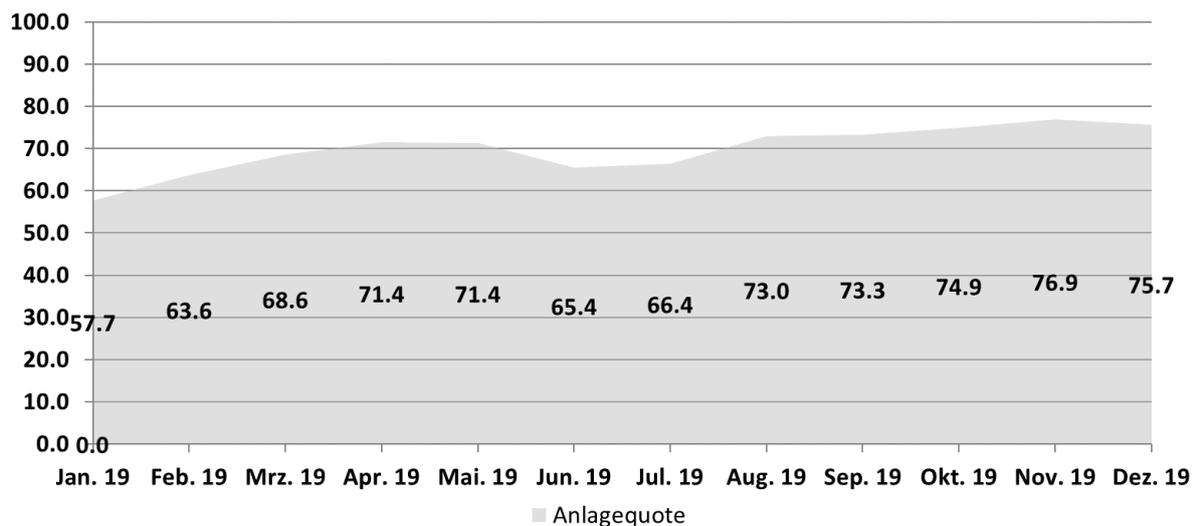


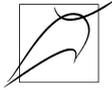
Muster-Portfolio:



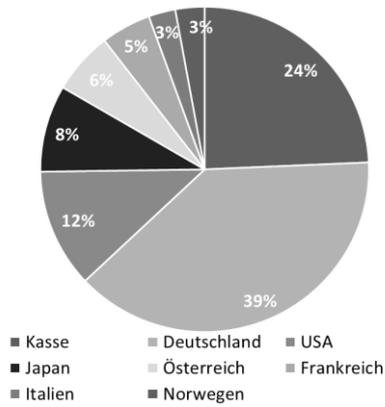
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich in im ersten Jahr der Auflegung sehr erfreulich entwickelt. Der Dezember war insbesondere im Vergleich zum DAX wieder ein guter Monat. Besonders hervorzuheben ist dabei Apple, welche verkauft wurde, und Hypoport.

Insgesamt wird im Muster-Portfolio ein großer Teil Kasse gehalten. Im Dezember wurden neben der All for One Group weiter Stücke der BIC, Fjord1 und Tadano eingesammelt. Die Anlagequote lag damit bei ca. 75%.

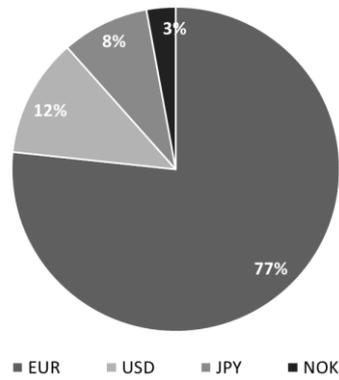




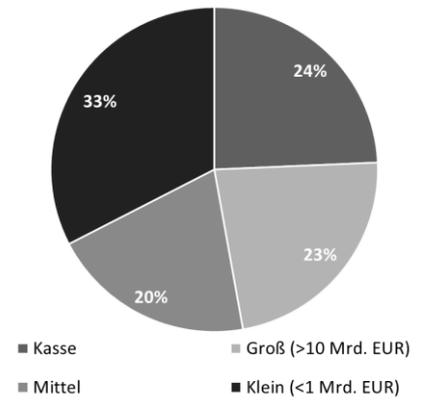
Länder:



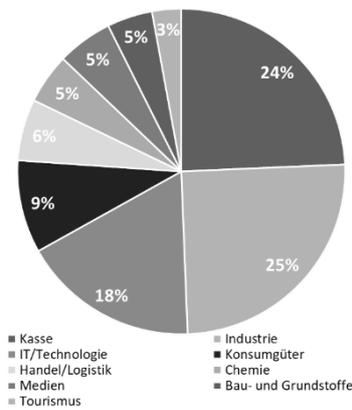
Währungen:



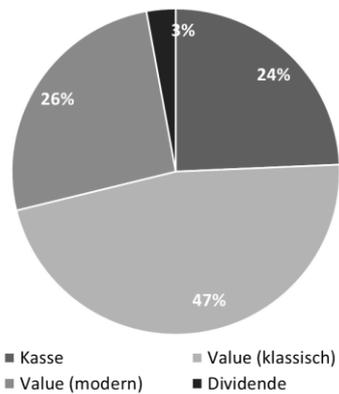
Marktkapitalisierung:



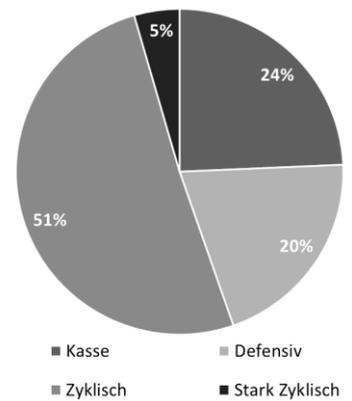
Branchen:

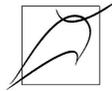


Investmentstil:



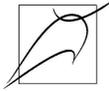
Konjunkturanfälligkeit:





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						20%		2%	11%	23.8	2.4	26%	14%		48%		
All for One	A1OS	52.80	Mio.	EUR	61.45	16%	53.00	0%	16%	14.2	2.7	31%	20%	52.2	45%	3.0	1.0
Alphabet	Googl	1350.00	Mrd.	USD	1456.49	8%	1425.99	6%	11%	24.0	3.5	27%	14%	-64.3	74%	2.0	3.0
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	BAS	67.42	Mrd.	EUR	59.87	-11%	60.28	-11%	11%	14.6	1.4	12%	13%	39.8	40%	1.0	1.0
BIC	BB	62.80	Mio.	EUR	81.18	29%	74.82	19%	11%	12.4	1.5	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	107.20	Mio.	EUR	93.34	-13%	74.34	-31%	10%	21.2	3.2	20%	16%	165.5	46%	1.0	1.0
Deutsche Post	DPW	33.77	Mrd.	EUR	27.03	-20%	24.51	-27%	9%	16.1	3.4	22%	20%	28.7	27%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	32.22	Mio.	USD	30.84	-4%	31.18	-3%	14%	20.5	1.6	96%	14%	20577.9	31%	1.0	1.0
FJORD1	FJORD	37.20	Mio.	NOK	44.78	20%	23.74	-36%	14%	9.9	2.9	10%	22%	5186.4	28%	2.0	1.0
Hypoport	hyq	329.00	Mio.	EUR	231.06	-30%	213.51	-35%	9%	86.1	10.8	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
KSB	ksb3	300.00	Mio.	EUR	418.55	40%	364.88	22%	9%	8.8	0.6	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	121.00	Mio.	EUR	128.21	6%	111.66	-8%	9%	15.7	1.6	11%	12%	75.6	66%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	20.25	Mio.	EUR	24.92	23%	23.02	14%	11%	23.2	6.6	63%	37%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1285.00	Mrd.	JPY	1390.82	8%	1245.95	-3%	9%	19.2	1.5	24%	9%	-4.6	71%	1.0	2.0
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	6395	1001.00	Mrd.	JPY	2125.24	112%	1887.29	89%	13%	12.2	0.6	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi	6432	1646.00	Mrd.	JPY	3629.95	121%	2902.06	76%	10%	7.9	0.8	25%	15%	-34.3	74%	3.0	3.0
technotrans	TTR1	18.74	Mio.	EUR	26.00	39%	20.98	12%	11%	12.1	1.3	12%	13%	29.5	51%	3.0	2.0
Wacker Neuson	WAC	17.14	Mio.	EUR	17.94	5%	13.51	-21%	13%	12.6	0.9	10%	8%	385.6	53%	1.0	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.

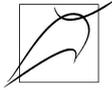
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 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.

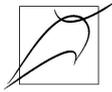


Abonnementen Fragen:

Keine.

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.