

# Till Schwalm's Value Investing Brief

März 2021

Sehr geehrte Anlegerinnen,  
sehr geehrte Anleger,

Im Februar ist bei unseren Portfolio-  
unternehmen viel passiert – negativ wie  
positiv. Aus diesem Grund gibt es einige  
Dinge, die ich Ihnen in diesem Brief  
mitteilen möchte und in den neuen Punkt  
„Unternehmensentwicklungen“ gepackt  
habe. Im Detail geht es um Grenke, BIC und  
Discovery.

In Summe hatten wir im Februar eine  
großartige Performance, was unter anderem  
mit einer glücklichen Allokation zu tun  
hatte. Die Unternehmen mit positiven  
Nachrichten waren deutlich höher  
gewichtet als die Unternehmen mit  
schlechten Nachrichten.

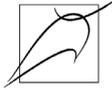
Immer noch gilt weiterhin: Bleibt gesund!

Ihr

Till Schwalm

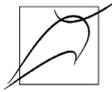


Till Schwalm  
Herausgeber



## **Inhalt**

<b>Unternehmensentwicklungen:</b> .....	3
<b>Marktanalyse:</b> .....	8
<b>Investmentidee des Monats: AGFA-Gevaert NV (AGFB)</b> .....	10
<b>Muster-Portfolio:</b> .....	11
<b>Allokation Muster-Portfolio:</b> .....	12
<b>Abonnementen Fragen:</b> .....	16



## Unternehmensentwicklungen:

### Grenke:

Grenke war der turbulenteste Wert im Portfolio. Am 08.02.2021 gab es eine überraschende Nachricht vom Ausscheiden des Managers Mark Kindermann, der bis zum Sommer 2020 für Accounting und Compliance im Unternehmen zuständig war. Vermutlich, weil die BaFin große Kritik an ihm und der internen Revision und Compliance geübt hat. Diese Nachricht war unklar formuliert und wurde zwei Tage später vom Aufsichtsratsvorsitzendem Prof. Dr. Ernst-Moritz Lipp in Teilen erklärt. Der Kurs ist allerdings infolge von 40 EUR auf 24 EUR gefallen, um dann wieder auf 32 EUR zu steigen.

Des Weiteren gab es eine weitere längere Meldung am 26.02.2021, die das Zwischenergebnis von Mazars, der beauftragten Prüfungsgesellschaft der BaFin, zeigt. Dieser Bericht ist vom Tenor her positiv und ohne größere Überraschungen.

Nach meinem heutigen Verständnis und leider ist dies hier nicht ausreichend, weshalb wir einiges an der Position von Grenke verändert haben, stimmt etwas nicht mit den internen Abläufen und, wenn zutreffend, wesentlich schlimmer, der Risikoversorge. D.h. im ungünstigen Fall gehe ich momentan von einer Sonderabschreibung aus, wenn man die Leasingverträge/Kredite in der Bank nicht so bewerten darf, wie sie derzeit in den Büchern bewertet werden. Hier ist die Höhe entscheidend. Der Zwischenbericht klingt da zwar erstmal positiv, ist aber im Detail sehr vage.

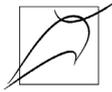
Mit der Entlassung von Kindermann sehe ich, dass man in die letzte heiße Phase des Wirtschaftskrimis um Grenke tritt. Letztes Jahr gab es den Abschluss Mitte Februar. Dieses Jahr kommt er erst im zweiten Quartal. Auf die ein oder andere Weise werden wir dann sehen, was richtig ist. Ich gehe weiterhin davon aus, dass es sich bei Grenke nicht um Wirecard 2.0 handelt. Die Nachricht im Februar hat mich aber ehrlicherweise stark verunsichert.

Ich denke, es gibt zwei grundsätzlich mögliche Sichtweisen auf Grenke:

A) Mittelständler/Leasingunternehmen, welches an die Börse gekommen und zur Bank geworden ist und die Prozesse, etc. nicht mitgewachsen sind. Hierfür spricht, dass die Kasse da und das Geschäft mit Höhen und Tiefen vorhanden ist (Betrugsfälle hingegen sind bis zum Auffliegen häufig auf dem Papier sehr gradlinig).

B) Betrugsfall: Die Grenke AG ist über ein atypische Franchisesystem und der Vergabe von Krediten betrogen worden, die Bilanz stimmt nicht, insbesondere die Risikoversorge muss hoch- und die Leasing- und Kreditverträge müssen abgeschrieben werden. Hierfür spricht, die immer noch vorhanden Intransparenz von Seiten der Wolfgang Grenke und den Vorbesitzern des Finanzierungsunternehmens CTP, die merkwürdige Entlassung von Kindermann, kaum Berichtigung durch Covid-19 und die Industrie „Leasing“ in der wir uns befinden.

Ich gehe zu ~80% von Szenario A aus. Trotzdem habe ich das Portfolio, was Grenke betrifft, radikal umgebaut. Ich habe die Aktie für über 32 EUR und die kurzfristige Anleihe für 97.5% verkauft und



die freigewordenen Mittel vollständig in die 2024er Anleihe (XS1956014531) zu unter 80% gesteckt. Im Fall von Szenario A sehe ich die Anleihe schnell wieder über 95% (wo sie vor der Entlassung von Kindermann stand), die Aktie sehe ich aber nicht deutlich über 40 EUR, da die Unsicherheit über die Zukunft des Geschäftes von Grenke zu hoch ist und man viel Vertrauen bei den Investoren in den letzten Monaten verspielt hat. D.h. die Upside ist bei beiden Wertpapieren ungefähr gleich. Sollte jedoch Szenario B eintreten, wäre die Aktie schnell ein Totalverlust, während ich bei der Anleihe zumindest im laufenden Handel nur eine Halbierung sehe. Das Chancen-Risikoprofil ist also bei der Anleihe momentan besser und man bekommt eine risikogewichtete Rendite von 10% in einem Monat.

#### **Pronexus:**

Pronexus hat Anfang Februar gute Zahlen berichtet. Pronexus ist das japanische Gegenstück zur EQS Gruppe in Deutschland, die sich um Investor Relations und die marktrechtlich richtige Kommunikation kümmert. Es ist interessant, das Unternehmen als Cross-Read zu dem Zustand des japanischen Kapitalmarkts zu lesen – dieser war 2020 in einem guten Zustand. Anders als das deutsche Pendant gab es für Pronexus 2020 aber keine Sonderkonjunktur. Hauptsächlich, weil Pronexus stark in den alten Strukturen gefangen ist. EQS ist da als digitales Unternehmen deutlich besser aufgestellt. Das macht Pronexus weniger attraktiv und ich haben meine Einschätzung hinsichtlich Wachstum gegenüber dem Unternehmen angepasst. 2020 hätte deutlich besser laufen müssen. Ein Unternehmen mit entsprechend agiler Kultur hätte dies geschafft. Diese Kultur hat

Pronexus offensichtlich nicht. Aus diesem Grund habe ich die Position vollständig verkauft. Die freien Mittel sind zum Teil in der Kasse gelandet und zum Teil in Agfa investiert worden.

#### **Takeuchi:**

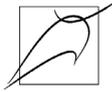
Takeuchi, unser letzter verbliebender japanischer Wert, hat mit einer zweiten positiven Anpassung der Jahresvorhersage (letzte von Oktober) überrascht. Man erwarte ca. 10% mehr Umsatz und 20% mehr Gewinn für das Geschäftsjahr 2020/21, welches bis Ende Februar ging. Man erreicht jetzt die Ziele, die man sich vor Covid-19 gesetzt hatte. Was, wenn man sich an die Informationen, die man im Frühling/Sommer 2020 bekommen hat, milde gesagt, mehr als überraschend ist. Aber die Investitionszurückhaltung im ersten Lockdown konnte im zweiten Halbjahr vollständig kompensiert werden.

#### **Google:**

Auch Google hat mit sehr guten Zahlen aufgewartet. So gab es im zweiten Halbjahr Nachholeffekte bei den Werbebudgets, die im ersten Halbjahr nicht abgerufen wurden. Die ehemals größten Branche „Tourismus“ ist immer noch sehr volatil, dafür haben Einzelhandel bzw. E-Commerce und PR gegläntzt. Interessant aus der Meldung von Alphabet war noch, dass Smart-TVs in den USA der größte Bildschirmtreiber sind, also das Wachstumsmedium, um noch mehr Werbung an die Leute zu bringen.

#### **Discovery:**

Ich hatte schon im Vormonat geschrieben, dass unsere Investmentthese aufzugehen scheint und Discovery nicht mehr als Kabelfernsehanbieter, sondern als Content-



und Streaming-Anbieter wahrgenommen wird.

Jetzt gibt es dazu auch die ersten echten Zahlen: Discovery hat 12 Mio. zahlende Subscriber über alle Plattformen. Das ist kein Vergleich zu Netflix' 200 Mio. und Disneys 140 Mio. (Disney+ ca. 95 Mio.), allerdings für zwei Monate nicht schlecht. Insbesondere, weil alle Kennzahlen über den Erwartungen liegen: Der Umsatz pro Nutzer (APU) liegt höher als im alten linearen TV (je nach Modell zwischen 7-9 USD), die Zeit vor dem Bildschirm ist doppelt so hoch wie beim linearen Angebot, 93% der 55 000 Episoden wurden bereits gestreamt, im werbefinanzierten Modell liegt der Umsatz pro 1 000 Betrachtungen (CPM) 3x über den Werten im linearen TV (hier nutzt man Magnite als Anbieter) und die Churn (wie lange Nutzer bleiben) liegt über den eigenen Erwartungen (leider keine konkreten Zahlen dazu). Ich halte die Churn nach acht Wochen in einer Pandemie allerdings nicht für aussagekräftig – hier wird man für stabile Zahlen auf 2022 warten müssen.

Laut Aussage des CEOs hat Disney+ die Grundlage für Discovery geschaffen. Discovery+ sieht sich selbst als Ergänzung für die großen Streaming Plattformen mit nicht fiktionalen Inhalten. Tatsächlich kommt man mit Disney+ und Discovery+ ungefähr auf die gleichen Kosten pro Haushalt wie für Netflix, mit einem deutlich größeren und breiteren Angebot. Außerdem sind die Kritiken über das Angebot von Discovery+ weiterhin gut.

Interessant ist ebenfalls, dass in den 12 Mio. Nutzern bisher noch nicht die Nutzer aus den Partnerprogrammen von z.B. Vodafone enthalten sind. Daneben will Discovery+ mithilfe der olympischen Spiele, den Roll-Out in Europa Mitte des Jahres

beschleunigen. So werden die gesamten olympischen Spiele vollständig in Discovery+ zu sehen und abzurufen sein. Der Eurosport-Player wird in Discovery+ aufgehen. Zwar hat man in einigen Ländern, wie in Deutschland, Sublizenzen vergeben, trotzdem denke ich, wird dies aus Marketingaspekten nicht schlecht sein. Wer Olympia in Europa gestreamt haben möchte, muss zu Discovery+.

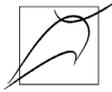
Diese Nachrichten passen weiterhin zu unserer Investmentthese.

Ich rechne damit, dass Discovery ca. 10% des Umsatzes 2021, ca. 1.2 Mrd. USD, mit Subscriber bzw. Direct-To-Consumer Einnahmen erzielt wird. Und dass die Wachstumsrate deutlich über 50% liegt und den Rückgang im linearen Fernsehen ausgleichen kann. Daneben wird man weiterhin ein nachhaltigen FCF von rund 3 Mrd. USD oder 5 USD pro Aktien haben. Trotz der Kursverdoppelung in den letzten drei Monaten halte ich Discovery Inc. mit 27 Mrd. USD Marktkapitalisierung nicht für teuer.

#### **BIC:**

Der Schreibwaren/Feuerzeug/Rasier-Hersteller hat Mitte Februar schwache Zahlen und Ausblick berichtet. So erwartet man für dieses Jahr nur 5-7% organisches Wachstum nach fast 13% Rückgang im Jahr 2020. BIC machte auch 2020 nur wenig Online-Umsatz mit 7.3%. Q4 war noch einmal besonders schwach mit -18% Umsatz, insbesondere in den Emerging Markets mit Afrika, wo das Virus im letzten Quartal für viele Einschränkungen gesorgt hat.

Für **Schreibwaren** mit -26% Umsatz war 2020 kein gutes Jahr. Home-Schooling verbraucht nicht die gleiche Menge Stifte &



Co. wie normaler Schulunterricht. Gleichzeitig wurden zwar Bundstifte vermehrt nachgefragt, was aber den allgemeinen Schreibwarenbedarfsrückgang nicht ausgleichen konnte.

Im Segment **Feuerzeuge** (stabilstes Segment mit -9%) hat sich der Trend vom Taschenfeuerzeug zum Stabfeuerzeug (+27%) durch Corona in der westlichen Welt noch einmal beschleunigt.

Durch Homeoffice hat sich der Durchschnittsmann weniger rasiert und Frauen haben ihre Pflegerituale reduziert, sodass das Segment **Rasierer** auch um -18% zurückgegangen ist.

In Summe halte ich die Rückgänge in den einzelnen Segmenten für wenig nachhaltig, auch wenn es Argumente gegen eine Rückkehr zu den alten Gepflogenheiten gibt: so ist die IT-Ausstattung in den Schulen/bei den Schülern besser geworden und der Schreibmittelbedarf könnte dauerhaft niedriger ausfallen; der Trend bei Feuerzeugen war schon vorher da und hat sich durch Corona nur beschleunigt; die Schönheitsideale könnten sich geändert haben. Meine These ist dies nicht.

Positiv an BIC ist, dass man 2020 Gewinne von 100 Mio. EUR (inkl. 40 Mio. EUR Sonderabschreibung, 130 Mio. EUR normale Abschreibungen) schrieb und der Free-Cash-Flow positiv mit über 270 Mio. EUR (inkl. CAPEX 80 Mio. EUR (untypisch niedrig)) war. Trotzdem entspricht dies in einem schwachen Jahr einem nachhaltigen Gewinn für die Aktionäre von ca. 150 Mio. EUR. In einem normalen Jahr sollte die Zahl eher Richtung 250 Mio. EUR tendieren. Dazu hat man eine netto Kasse von 180 Mio. EUR (VJ 140 Mio. EUR). In Summe kommen wir damit auf einen EV von 1.8 Mrd. EUR oder ein

KGV von 12x in einem sehr schwachen Jahr und 7x in einem normalen Jahr.

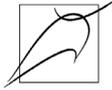
Im Februar 2021 wurden zwei Gebäude mit 170 Mio. EUR Gewinn verkauft, um Akquisitionen zu tätigen. Die Dividenden wurde auf 1.80 EUR (VJ 2.45 EUR) festgelegt. Gleichzeitig wird das Aktienrückkaufprogramm auf 40 Mio. EUR (VJ 10 Mio. EUR) deutlich erhöht, was aufgrund des niedrigen Aktienkurses durchaus Sinn macht. In Summe wird der gleiche Betrag an die Aktionäre ausgeschüttet, wie im Vorjahr.

BIC ist ein Investment, was mir in Summe bisher wenig Freude bereitet hat und einer der Corona-Verlierer ist, wenn auch nicht so offensichtlich wie Tourismus und Einzelhandel. Grundsätzlich sehe ich hier aber die Wahrscheinlichkeit für eine Erholung als hoch an und ich erwarte bessere Nachrichten mit Wachstumsinitiativen 2021.

Aus meiner Sicht schreibt der Kapitalmarkt fälschlicherweise das schlechte Geschäft 2020 einfach in die Zukunft fort. Ich sehe nicht, dass das Ende von Schreibwaren, Feuerzeugen und Rasieren gekommen ist. BIC ist in allen drei Kategorien gut positioniert, die Gesamtkapitalrendite ist zweistellig, die Eigenkapitalquote ist hoch und man schüttet rund 5% der Marktkapitalisierung an die Aktionäre aus. Für eine unsicherer Marktlage halte ich es für ein attraktives Investment. Über eine Vergrößerung der Position habe ich noch nicht abschließend entschieden.

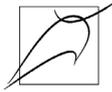
### Fjord 1:

Fjord 1 ist vom Kursverlauf der langweiligsten Titel in unserem Portfolio – seit mehr als einem Jahr stehen wir ungefähr bei 43,- NOK. Das Unternehmen ist als



Fähranbieter in Norwegen gut aufgestellt. Bekommt den größten Teil seines Umsatzes direkt vom Staat und hat einen Mehrheitsaktionär, der das Unternehmen für einen zu niedrigen Kurs 48,- NOK von der Börse nehmen will. Negativ ist allerdings, dass man als Klein-Aktionär auch faktisch kein Mitspracherecht hat und auf das Wohl des Großaktionärs hoffen muss. Die Zahlen für das letzte Quartal 2020 waren gut, ohne Überraschungen. So

ist der Umsatz und das EBITDA aufgrund von neuen geplanten Verbindungen deutlich gestiegen. Der Umsatz in den freien Geschäftsfeldern „Catering“ und „Tourismus“ ist dagegen durch Corona eingebrochen, hier gehe aber von einer Normalisierung in den nächsten zwei Jahren aus, ob wir dann noch beteiligt sind, kann ich nicht sagen. Als unser kleinstes Investment steht es momentan auf der Kippe zum Verkauf.



## Marktanalyse:

Die Märkte sind im Februar leicht gestiegen. In einigen Teilssegmenten, insb. Tech, gab es Korrekturen, allerdings muss man diese Rückgänge in Perspektive zu den Kursanstiegen der letzten Monate setzen. Nimmt man einen Horizont, der nur über einen Monat hinausgeht, ist der Markt hier aus meiner Sicht weiter teuer und weitere Kursrückgänge nicht überraschend.

Die Berichtsaison für Q4 2020 ist aus meiner Sicht bisher positiv ausgefallen, viele hohe Erwartungen konnten erfüllt werden und dort, wo man eigentlich pandemie-bedingt schlechte Zahlen angenommen hatte, konnten häufig überraschend gute Gewinne vorgelegt werden.

Einer der Gründe dafür waren sicherlich die massiven Geldschwämme der Staaten, aber auch Sparmaßnahmen und kurzfristige Ausgabestopps der Unternehmen sowie eine besser Auslastungssteuerung durch staatliche Transferleistungen. Produzierende Unternehmen konnten einige Monate ihre Auslastung auf Idealniveau fahren und in anderen Monaten einen Großteil ihrer Fixkosten durch die Corona Hilfen übernehmen lassen, das hilft beim Gewinn.

Weiterhin erwarte ich eine Rückkehr zu mehr Normalität und weniger negative Nachrichten in den nächsten Wochen. Gleichzeitig bleibt es mittelfristig spannend, ob nach Auflösen des Lockdowns unerwartete Verwerfungen in der Wirtschaft auftauchen.

## Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im Februar positiv entwickelt. An den Bewertungen hat sich nichts verändert. Das einzige Argument für Aktien bleibt der niedrige Zins.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) <sup>1</sup>	<b>13 786.3</b>	<b>15 681.4</b>	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>2.44%</b>	<b>1.51%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>34.5</b>	<b>17.1</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>63%</b>	<b>54%</b>	↘
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>263.0</b>	<b>198.6</b>	↘

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

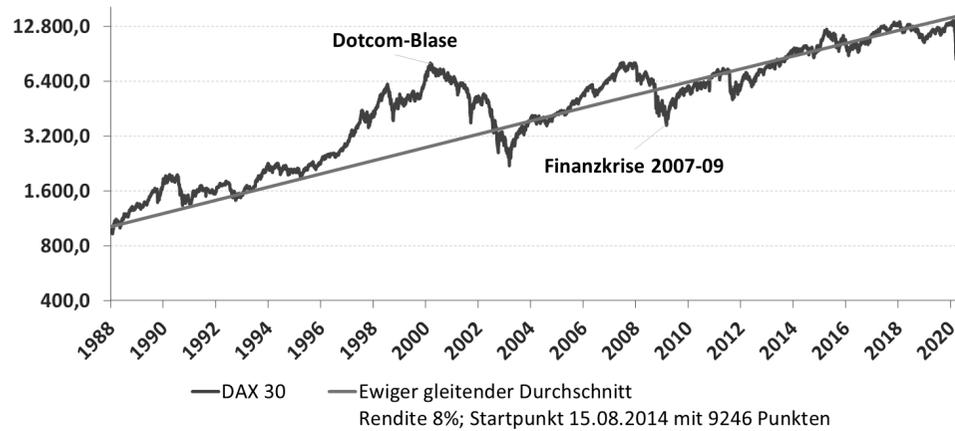
<sup>3</sup> Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

<sup>4</sup> 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.

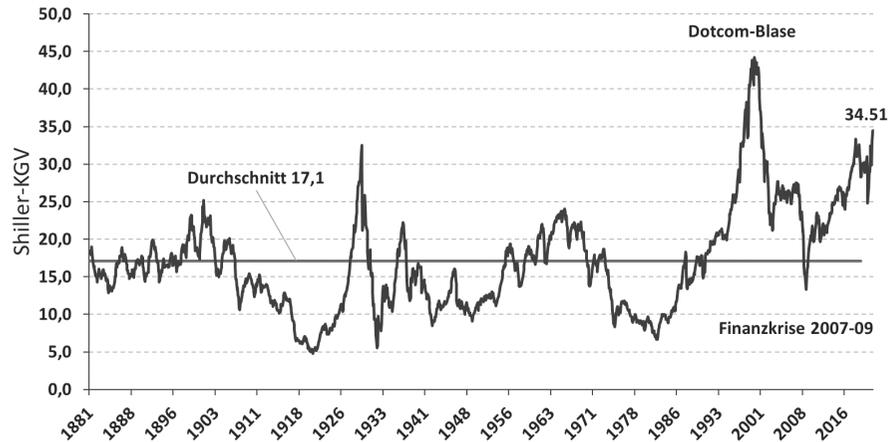
<sup>5</sup> Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



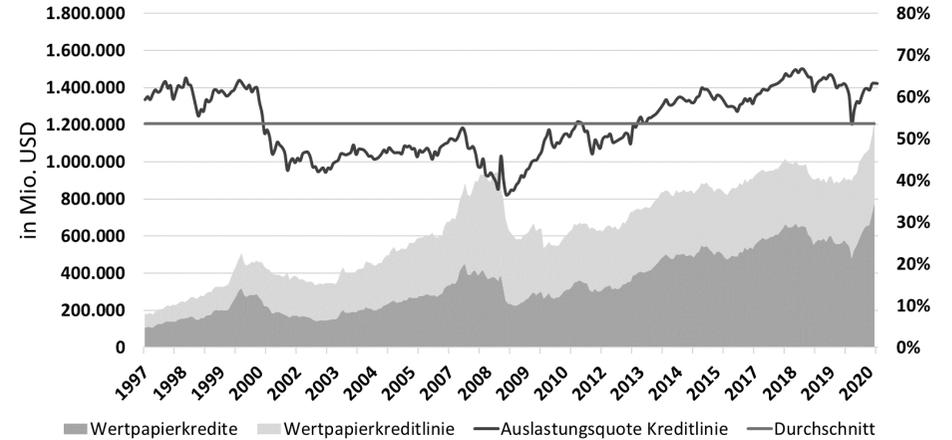
### Ewige Durchschnittsrendite:



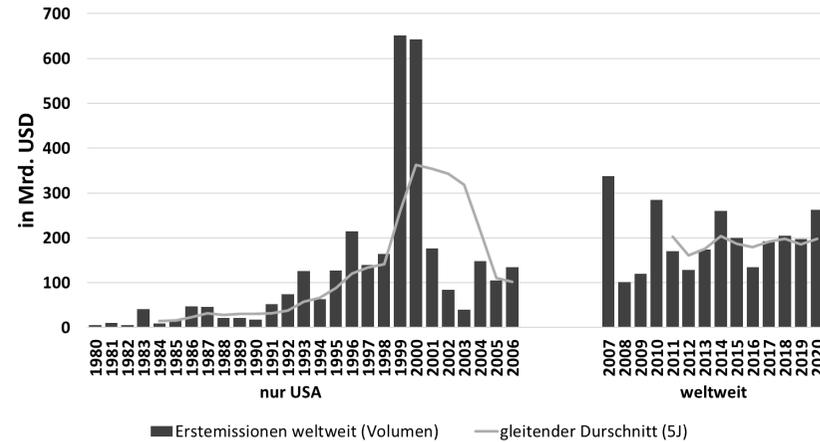
### Shiller KGV:

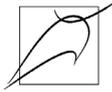


### Kredit-Spekulation:



### Erstmissionen:





## Investmentidee des Monats: AGFA-Gevaert NV (AGFB)

### Bewertung (in EUR):

<b>Kurs</b>	<b>3.85</b>	<b>645.8 Mio.</b>
<b>DJÜ-Basis</b>	<b>5.23</b>	<b>45.7%</b>
<b>DCF-Basis</b>	<b>7.14</b>	<b>85.4%</b>
<b># Aktien</b>	<b>167.8 Mio.</b>	<b>Easy Buffett:</b>
<b>Net debt</b>	<b>1 531.5 Mio.</b>	<b>32.5%</b>
<b>Net IB debt</b>	<b>-373.7 Mio.</b>	
<b>Firmenwert</b>	<b>285.6 Mio.</b>	

AGFA-Gevaert kommt historisch aus dem Fotofilm-Geschäft und war, wie Kodak, bekannt für Fotos. Heute ist von diesem Geschäft nicht mehr viel übriggeblieben bis auf hohe Pensionsverpflichtungen und dass die Geschäftstätigkeiten mit Bildern zu tun haben.

So stellt man heute Offset-Druckplatten und die Maschinen zur Belichtung dieser, mit entsprechender Software, her (41% des Umsatzes). Dies ist ein strukturell schwaches Geschäft, welches in Zukunft auch weiter schrumpfen und kein Geld verdienen wird. Zudem stellt AGFA-Gevaert Röntgengeräte her und liefert den entsprechenden Service (28% des Umsatzes). Außerdem stellt man Druckfarben für große Druckmaschinen her (17% des Umsatzes). Man ist in der IT-Gesundheit tätig, bei der man z.B. Röntgenaufnahmen digitalisiert und diese damit für den Arzt besser nutzbar macht (14% des Umsatzes). Diese drei Geschäftsfelder haben gute Zukunftsaussichten.

In Summe setzt man ca. 1.8 Mrd. EUR um und verdient nach meiner Kalkulation magere 4%, also rund 70 Mio. EUR. Interessant ist, dass man das Unternehmen derzeit zu rund 600 Mio. EUR an der Börse bekommt. Das heißt, liefe alles so weiter hätte man eine Rendite von knapp über 10%. Dies ist erstmal nicht sonderlich interessant.

Allerdings hält ein aktivistischer Investor AOC ca. 13.5% der Anteile und transformiert seit zwei Jahren das Geschäft. So hat man im letzten Quartal ein Teil des IT-Geschäftes verkauft, was

das Unternehmen in mit einer Nettokasse von 300 Mio. EUR ausstattet.

Das heißt, man kauft ein Unternehmen, welches auf eine Enterprise Value von 300 Mio. EUR ca. 70 Mio. EUR verdient und mit AOC an Bord, wird die Kasse wahrscheinlich sinnvoll eingesetzt.

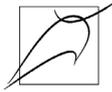
Es gibt unterschiedliche Szenarien, die vorstellbar sind, um die Werte bei AGFA zu heben:

1. Man kauft mit den freien Mitteln Aktien zurück und erhöht damit den Gewinn pro Aktien und den Aktienkurs.
2. Man kann eine hohe Sonderdividende ausschütten und reduziert damit den Einstiegskurs der bestehenden Aktionäre.
3. Man restrukturiert weiter und kann das Offset-Geschäft abgeben und ist damit auch die meisten Pensionsverpflichtungen los und wäre anschließend eine IT-Gesundheits-Firma, die eine höhere Bewertung verdient hätte.

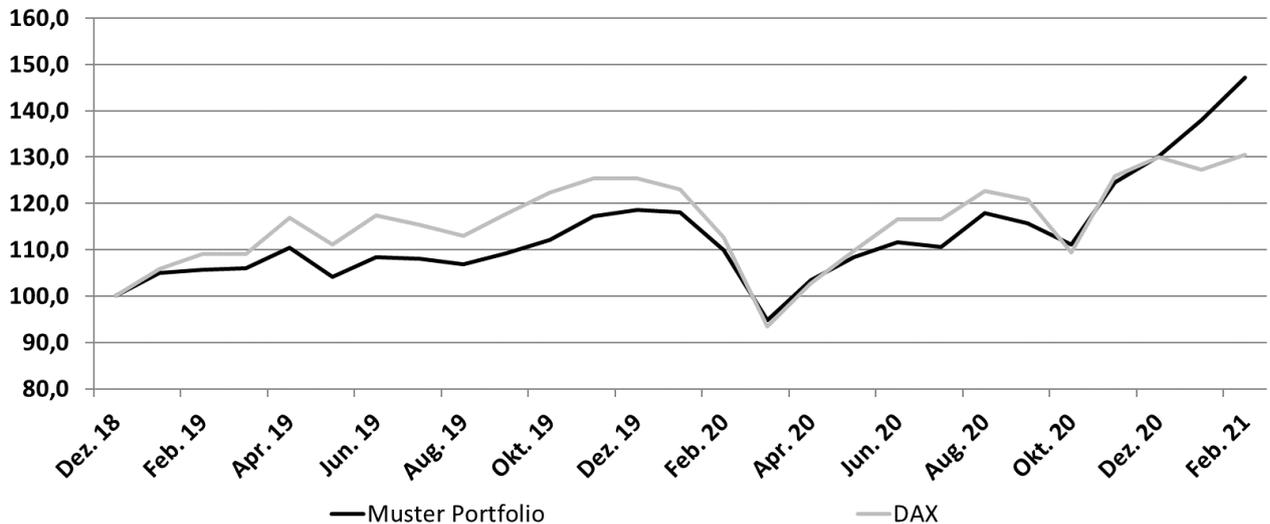
Alle drei Szenarien sollten zu einer positiven Aktionärsrendite führen und in den nächsten 6-24 Monaten eintreten.

Jetzt muss man sich noch fragen, warum man die AGFA günstig bekommt. Möglich ist der günstige Einstieg aufgrund der höheren Unsicherheit durch die Corona-Krise und dass von den meisten Investoren ein kleiner Industriewert aus Belgien eher vernachlässigt wird bzw. nicht ins Anlageuniversum passt.

**Im Februar 2021 haben wir unsere Position von ca. 4% auf 5.5% ausgebaut.**



## Muster-Portfolio:

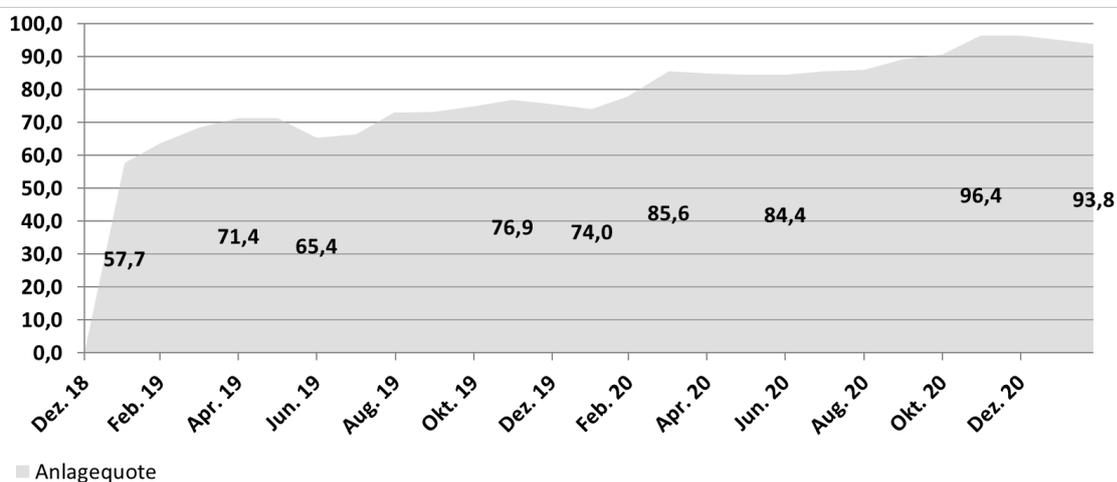


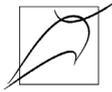
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich mit +6.7% im Februar den zweiten Monat in Folge sehr gut entwickelt und zeigte über 4% Outperformance (DAX im Februar +2.6%). Damit hat sich das Portfolio einen weiteren Monat besser entwickelt als der Markt.

Dies haben wir vor allem einer hochgewichteten Position zu verdanken, bei der die Entwicklung, wie eingangs erwähnt, aus meiner Sicht durch das operative Geschäft und die sich daraus ergebenden Neubewertung des Marktes getragen wurde – so ist Discovery wieder um über 30% (ytd +80%) gestiegen.

Unterschlagen möchte ich aber nicht, dass uns Grenke zeitweise fast -2% Performancebeitrag gekostet hat und den Monat mit nur -0.3% Performancebeitrag abschließt.

Grenke und Discovery stehen symbolisch für die geringe Aussagekraft einer kurzfristigen Performance. Beide Investmentthesen haben ihre Gültigkeit, aber wann eine These aufgeht (Timing) und welche Ereignisse bis dahin zusätzlich eintreten können, ist nur schwer vorherzusehen.



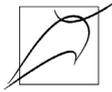


## Allokation Muster-Portfolio:

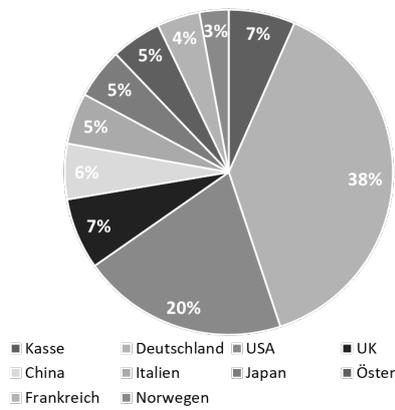
Im Februar gab es einige Veränderung im Portfolio. So wurde Pronexus mit entsprechender Reduktion Japan und JPY vollständig verkauft, dafür wurde für 1.5% Agfa gekauft, der Rest hat die Kasse auf über 6% erhöht. Zusätzlich wurde die Grenke-Position vollständig umgebaut. Alle Aktien und kurzfristigen Anleihen wurden verkauft und dafür langfristige Anleihen gekauft. Die Position ist von 10.1% Ende Januar (Grenke Anleihen und Aktien) auf 9.8% des Portfolios gefallen, stellt aber die größte Position eines Einzelunternehmens dar. Allerdings ist das Risikoprofil, wie auch bei Agfa, als Sondersituation ein anderes als bei den anderen Positionen. Bewusst habe ich den Anteil Sondersituation/Kasse auf jetzt fast 24% (Vormonat 17%) des Portfolios angehoben.

### Übersicht:

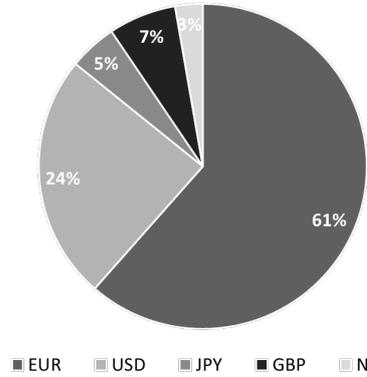
	Portfolio	in %	Performance		Portfolio	in %	Performance
	Kasse	6.6%					
1	Grenke Anleihen	9.8%	+0.53%	16	Fjord1	2.7%	+0.15%
2	Alphabet	9.6%	+3.60%				
3	Discovery Communication	9.5%	+4.79%				
4	Naked Wine Plc	6.7%	+2.67%				
5	All For One	6.4%	+1.72%				
6	CeWe Color	5.8%	+1.60%				
7	Agfa	5.5%	-0.04%				
8	AS Creation Tapeten	5.2%	+1.93%				
9	Trip.com	5.2%	+1.42%				
10	MutuiOnline	4.8%	+2.83%				
11	Takeuchi Mfg Co Ltd	4.7%	+1.57%				
12	Mayr-Melnhof Karton	4.7%	+1.80%				
13	Hypoport AG	4.6%	+3.44%				
14	KSB AG Vorzüge	4.3%	-0.19%				
15	BIC	4.0%	-1.62%				



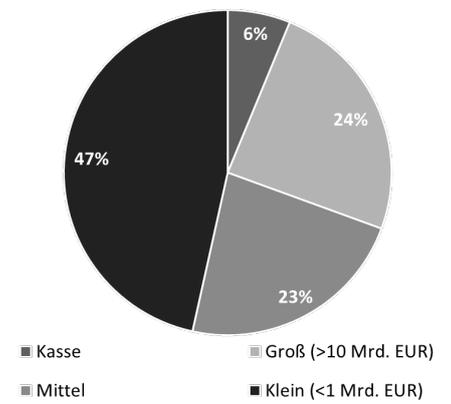
### Länder:



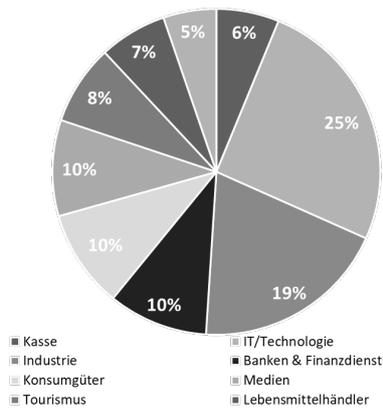
### Währungen:



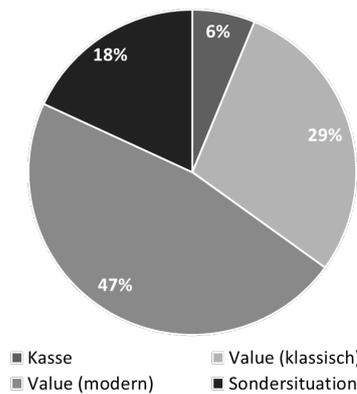
### Marktkapitalisierung:



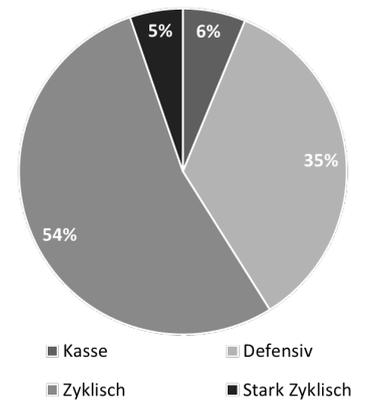
### Branchen:



### Investmentstil:



### Konjunkturanfälligkeit:





**Bewertung des Musterportfolios:**

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ <sup>1</sup>	%	DCF <sup>2</sup>	%	Easy Buffett <sup>3</sup>	KGV t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC <sup>4</sup>	5 yr. Ø ROE <sup>5</sup>	Net Debt <sup>6</sup>	EK-Quote	Bewertung <sup>7</sup>	Sicherheit <sup>8</sup>
<b>Gewichteter Ø</b>						<b>3%</b>		<b>-3%</b>	<b>15%</b>	<b>38.9</b>	<b>3.7</b>	<b>27%</b>	<b>13%</b>		<b>48%</b>		
All for One	A1OS	61.80	Mio.	EUR	57.84	-6%	54.73	-11%	15%	23.3	4.4	14%	15%	84.3	28%	1.0	1.0
Alphabet	GOOGL	2 036.86	Mrd.	USD	1 525.76	-25%	1 484.88	-27%	13%	32.1	5.0	31%	14%	37.8	75%	1.0	2.0
A.S. Creation	ACWN	19.50	Mio.	EUR	34.70	78%	31.75	63%	10%	17.8	0.6	0%	-3%	-0.2	64%	3.0	2.0
BIC	BB	46.50	Mio.	EUR	81.18	75%	74.82	61%	11%	9.1	1.1	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	108.80	Mio.	EUR	96.59	-11%	91.55	-16%	9%	17.8	2.6	20%	15%	161.0	54%	1.0	2.0
Discovery	DISCA	53.03	Mrd.	USD	31.68	-40%	30.53	-42%	27%	21.6	2.3	72%	14%	18.6	35%	1.0	1.0
Fjord1	FJORD	42.80	Mio.	NOK	44.78	5%	23.74	-45%	14%	11.4	3.3	10%	22%	5 186.4	28%	1.0	1.0
Hypoport	hyq	581.00	Mio.	EUR	256.02	-56%	233.36	-60%	7%	121.8	15.4	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB	ksb3	240.00	Mio.	EUR	418.55	74%	364.88	52%	9%	7.1	0.5	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	180.80	Mio.	EUR	133.82	-26%	103.61	-43%	9%	21.7	2.2	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	39.30	Mio.	EUR	27.75	-29%	25.92	-34%	11%	36.2	13.5	62%	43%	92.6	29%	1.0	1.0
Naked Wines	wine	7.52	Mio.	GBp	6.41	-15%	6.15	-18%	12%	170.4	1.0	-9%	-2%	-13.8	59%	1.0	2.0
Trip.com	TCOM	39.45	Mrd.	USD	42.18	7%	41.50	5%	15%	33.6	1.1	47%	1%	6.2	55%	2.0	1.0
Takeuchi	6432	2 695.00	Mrd.	JPY	4 437.37	65%	3 665.65	36%	12%	12.6	1.3	24%	15%	-34.5	75%	3.0	3.0



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

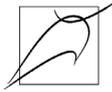
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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:

*Welche Informationsquellen (Medien) benutzt du, um dir täglich einen groben Überblick über das Gesamtbild zu verschaffen? (z.B. Handelsblatt, CNN, ...)*

Erst einmal vorweg: Auch als professioneller Investor muss ich mit den gleichen Zutaten arbeiten, wie jeder andere. Bei meinem alten Arbeitgeber hatte ich eine Bloomberg-Terminal, der ist natürlich Wahnsinn. Aber letztendlich werden auch dort nur die gleichen Informationen zusammengesucht, die alle haben. Und filtern, was relevant ist, muss man immer selbst.

Ich habe für alle Portfoliofirmen Google-Alerts eingerichtet, die einmal täglich an mich geschickt werden. Diese versuche ich zu bereinigen, um computergenerierten Blödsinn. Eine einfache Suche sieht dann z.B. so aus:

"Mayr-Melnhof

- site:https://www.wetter.travel/ - site:https://www.thecoingossip.com/ - site:https://www.moekern24.de/ - site:http://fipoblog.de/"

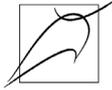
Natürlich setzte ich mich auch auf alle E-Mail-Verteiler der Unternehmen, in denen wir investiert sind, um dort die ad-hoc auch als Erster zu bekommen. Zudem nutze ich Watchlisten auf unterschiedlichen Seiten, u.a. [investing.com](https://investing.com) und TIKR (hier ein Einladungslink: <https://app.tikr.com/register?ref=5acpas>), die auch gute Informationen zu den einzelnen Unternehmen liefern.

Zudem bin ich auf diversen Verteilern, die ich häufig nur überfliege, aber wenn man morgens fünf E-Mails von guten Bloggern, Journalisten oder Investoren bekommt, kann man sich sicher sein, dass man ein paar Informationen zumindest frühzeitig sieht. Für Hintergrundinformationen des allgemeinen Weltgeschehens lese ich den Spiegel (weniger für Wirtschaftsnachrichten) und natürlich alles andere was mir so aus meinem Netzwerk empfohlen wird.

Du siehst, die eine perfekte Quelle habe ich nicht.

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.