

# Till Schwalm's Value Investing Brief

Mai 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,  
sehr geehrte Anleger,

aufgrund der aktuellen Situation werde ich weiterhin ausführlichere Lageberichte schreiben. Zugleich führe ich derzeit keine neuen Analysen durch. Der Grund dafür ist einfach: In der aktuellen Situation gibt es für mich genügend potenzielle Investments, bei denen ich das Unternehmen bereits sehr gut kenne. Hier versuche ich, die Auswirkungen durch die kommende Rezession besser zu verstehen und einen Mehrwert über die Portfolioallokation zu generieren.

Unser Portfolio steht immer in dem Konflikt Geld zu verlieren oder eine Möglichkeit zu verpassen. Die Kunst ist es, sich in diesem Konflikt gut aufzustellen. Bisher habe ich dieses Jahr eine gute Mischung gefunden, da wir von einer Unterrendite gegenüber dem DAX zu einer Überrendite gedreht haben. Den Weg, den ich seit einiger Zeit gehe, ist die Fokussierung des Portfolios auf eine höhere Gewichtung der einzelnen Titel, wie ich es

auch schon im Jahresabschluss 2019 als Ziel formuliert habe.

Dies ist mir auch im April gelungen. Nach zwei rückläufigen Monaten aufgrund der Corona-Pandemie gab es im April eine starke Gegenbewegung, die ich zum Verkauf unserer relativ kleinen Position in der **technotrans AG** genutzt haben.

Hintergrund des Verkaufs sind Probleme und eine schwache Kommunikation im letzten Jahr und die aktuelle Reaktion in der Krise. So wurde im März und April wegen den Problemen aus dem letzten Jahr Personal abgebaut und gleichzeitig der Vorstandskreis erweitert, was für die Motivation der verbleibenden Mitarbeiter in dieser schwierigen Zeit schlecht ist. Daneben wird die jetzt kommende Rezession zu weiteren Schwierigkeiten führen. In Summe war technotrans ein Fehler von mir. Ich bin von einer Erholung des operativen Geschäftes 2020 nach zwei Übergangsjahren 2018 und 2019 ausgegangen. Aufgrund von Corona wird es



nicht zu dieser Erholung kommen und auch wenn ich das Risiko einer Insolvenz für sehr gering halte, gehe ich von einem Abfluss von Knowhow und damit von einer operativen Schwächung der technotrans AG aus, die zu einer langanhaltenden Unterperformance führen kann.

Des Weiteren hat die Berichtssaison begonnen. Bisher haben Alphabet, BASF, BIC, KSB und Tadano aus unserem Portfolio berichtet. Dabei gab es keine größeren Überraschungen. Positiv aus meiner Sicht: Kein Unternehmen gibt einen klaren Ausblick, da dieser momentan nicht möglich ist. Die Zahlen sind im Schnitt ca. zwei Wochen von dem weltweiten Lockdown und acht Wochen von dem chinesischen Lockdown betroffen. Damit lässt sich eine grobe Abschätzung für das zweite Quartal machen. Hier hat H&M (nicht im Portfolio) exemplarisch eine gute Übersicht gegeben, wie sich der Umsatz beim Lockdown in China entwickelt hat. Diese Entwicklung lässt sich auf viele Bereiche der Wirtschaft übertragen: Ein Anstieg in den Wochen vor dem Lockdown; ein tiefer Fall währenddessen und auch nach der Öffnung ein niedrigeres Umsatzlevel.

The development of the H&M group's sales in China since the virus outbreak is shown below.



Dabei ist die wichtigste Frage, die man sich als Investor stellen muss: **Braucht mein Unternehmen in dieser Zeit Liquidität aus externen Quellen?** Bei unseren Unternehmen sieht man dieses Problem

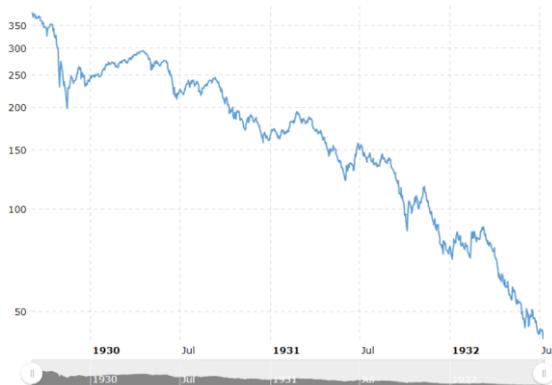
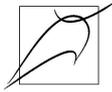
nicht. Im Gegenteil: Im Schnitt sind unserer Unternehmen überkapitalisiert.

Außerdem mache ich mir viele Gedanken, um die allgemeine Stimmung am Finanzmarkt und die vermeintliche Abkopplung der Realwirtschaft. Hier fallen insbesondere die amerikanischen Märkte, repräsentiert durch den S&P 500 und den NASDAQ, auf. Als Grund können hier auch die Big 5 Techunternehmen, die von der Krise profitieren konnten und ca. 20% des S&P und 50% des NASDAQ ausmachen, gesehen werden.

Zudem gab es am 02. Mai die Hauptversammlung von Berkshire Hathaway mit einer 4 1/2 stündigen Rede von Warren Buffett und Greg Abel (seinem wahrscheinlichen Nachfolger), die ich jedem herzlichst empfehlen kann. Aus meiner Sicht war es ein sehr negativer Buffett, auch wenn die Möglichkeiten, die jetzt vor uns liegen, unglaublich vielfältig sind.

Er hat vorab eine sehr lange Ausführung über die amerikanische Wirtschaftsgeschichte gegeben und betont, dass es nach dem Crash 1929 21 Jahre gedauert hat, bis sich die Aktienkurse wieder vollständig erholt hatten und dass es nach dem scharfen Abverkauf (-48%) im September und Oktober 1929 eine Phase der Erholung (+46%) gab. Die Menschen dachten damals nicht, dass sie in der großen Depression waren. Es war zu diesem Zeitpunkt nicht mehr als eine normale Rezession, die damals genauso häufig war. Der große Rückgang (-83%) kam in einer zweiten Welle, die bis 1932 andauert hat (siehe Grafik nächste Seite).

Hier finden Sie diesen Teil des Vortrags: [Warren Buffett zum Marktückgang 1929](#)



Laut Warren Buffett gibt es momentan viele Stellen, wo sich die Probleme zuspitzen können. Er plant nicht nur für ein schlechtes Ereignis, sondern für eine Vielzahl und sagt, dass in so einer Krise nicht alle Probleme am ersten Tag auftauchen. Was im Zusammenhang mit der Referenz zur Großen Depression ein Hinweis darauf sein kann, wie er den Markt momentan sieht. Operativ hat Warren Buffett sich zudem von all seinen Airline-Geschäften getrennt, weil er dort keine Erholung sieht, sondern eine strukturelle Überkapazität und viel neue Verschuldung. Sehr positiv hat er sich dagegen über das amerikanische Bankensystem und die Reaktion der FED und dessen Chairman Powell geäußert. Außerdem hat er seinen typischen

Grundoptimismus gegenüber der unternehmerischen Tätigkeit in einer freien Welt geäußert, die ich mit ihm teile.

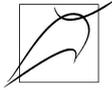
Ich denke und zum Teil sehen wir das auch schon heute, dass die Menschen und mit ihnen die Unternehmen kreative Lösungen und Wege finden, um durch die Pandemie zu kommen. Warren Buffett sagt mehrfach „Never bet against America“. Die Idee dahinter ist, dass die junge Nation USA sich bisher allen Pessimisten zum Trotz durch ihren Erfinder- und Unternehmergeist immer weiterentwickelt hat. Ich würde diesen Satz deshalb gerne abändern und weiterfassen: „Wette niemals gegen den Einfallsreichtum der Menschen“.

Ihr

Till Schwalm

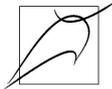


Till Schwalm  
Herausgeber



## **Inhalt**

<b>Marktanalyse:</b> .....	5
<b>Investmentidee des Monats: Discovery Inc. (DISCA)</b> .....	7
<b>Muster-Portfolio:</b> .....	8
<b>Allokation Muster-Portfolio:</b> .....	9
<b>Abonnementen Fragen:</b> .....	13



## Marktanalyse:

Im Markt sind mehrere spannende Dinge zu beobachten.

Erstens haben wir im April den stärksten Anstieg seit Jahren gesehen. Das liegt unter anderem an der von Warren Buffett schon erwähnten Reaktion der Notenbanken und der noch einmal niedrigeren Leitzinsen, wenn diese Senkungen auch weniger ausgeprägt bei den Unternehmenskrediten (-0.03 Prozentpunkte) in der Eurozone ankommen.

Hierbei fällt eine zweite Sache bei meinen Indikatoren auf: Im Verhältnis haben die Dividenden wesentlich stärker nachgegeben, insbesondere im DAX. Die durchschnittliche Dividendenrendite ist um einen ganzen Prozentpunkt gefallen, was an

diversen Streichungen liegt, u.a.: Adidas, Deutsche Bank, Deutsche Lufthansa und MTU.

Zudem sind die Wertpapierkredite in den USA auf den Mittelwert zurückgekommen. Das ist positiv zu deuten, da dies die Gefahr eines Abverkaufs durch Margin-Calls reduziert.

Ansonsten hat sich das Bild trotz des Anstieges nicht verändert.

Ferner habe ich einen guten Artikel gelesen, der auch größtenteils meine Meinung widerspiegelt und versucht die aktuelle Lage makro- und mikroökonomisch einzuordnen: „[Der Blick in die Glaskugel](#)“ von der VERUS Capital Partners AG

## Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im April stark positiv entwickelt. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt, während der deutsche Leitindex relativ günstig bewertet ist.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) <sup>1</sup>	<b>10 861.6</b>	<b>14 662.4</b>	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>2.50%</b>	<b>1.52%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>26.9</b>	<b>17.0</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>53%</b>	<b>53%</b>	→
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>198.0</b>	<b>186.0</b>	→

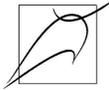
<sup>1</sup> Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise 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.

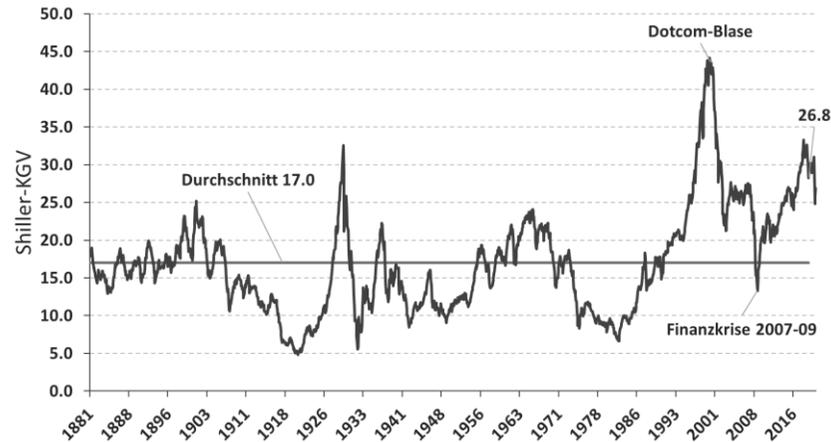
<sup>5</sup> Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



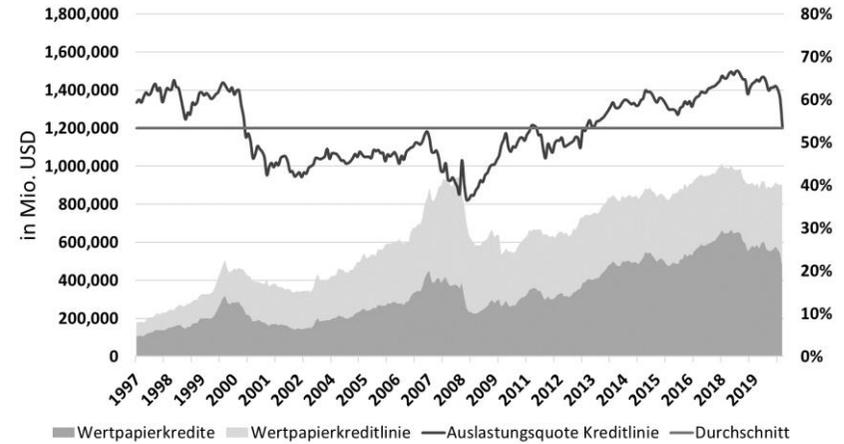
### Ewige Durchschnittsrendite:



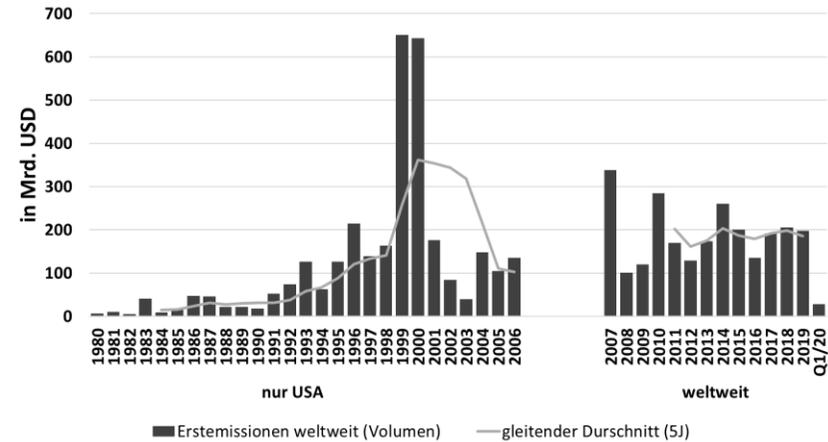
### Shiller KGV:

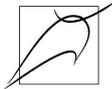


### Kredit-Spekulation:



### Erstmissionen:





## Investmentidee des Monats: Discovery Inc. (DISCA)

### Bewertung (in USD):

	<b>Kurs</b>	<b>21.96</b>	<b>11.7 Mrd.</b>
	<b>DJÜ-Basis</b>	<b>31.68</b>	<b>44.3%</b>
	<b>DCF-Basis</b>	<b>30.53</b>	<b>39.0%</b>
	<b># Aktien</b>	<b>0.5 Mrd.</b>	<b>Easy Buffett:</b>
	<b>Net debt</b>	<b>18.6 Mrd.</b>	<b>27.3%</b>
	<b>Net IB debt</b>	<b>13.7 Mrd.</b>	
	<b>Firmenwert</b>	<b>27.5 Mrd.</b>	

Wie schon im März habe ich weitere Stücke von Discovery Inc. gekauft. Discovery ist ein US-amerikanisches globales Medien- und Unterhaltungsunternehmen, das 1985 in den USA von John Hendricks gegründet wurde.

Das Unternehmen ist im Besitz von John Malone, einem US-amerikanischer Unternehmer und Verleger. Discovery ist der größte Produzent von Dokumentationen, Reportagen, Real-Life-Programmen und Lifestylemagazinen. Die Produktion ist relativ günstig und wird an Kabelgesellschaften wie auch Streaming-Dienste verkauft, wie z.B. «Myth Busters» oder «American Chopper».

Discovery könnte von Quarantäne-Maßnahmen als „Stay-at-Home“-Unternehmen langfristig gewinnen, wenn auch momentan die versicherten Übertragungsrechte an den olympischen Spielen in Tokio negativ wirken und ein Rückgang der Werbeeinnahmen erwartet wird.

Discovery ist operativ eines der profitabelsten TV-Unternehmen mit den besten Kennzahlen (FCF-Rendite, ROE und ROIC) in der Branche. Discovery wird momentan aber bewertet wie die rückläufigen Kabelfernsehbetreiber, dabei hat Discovery selbst keine eigenes Kabelsendernetzwerk und kann sein

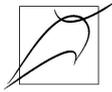
Programm unabhängig vom Kanal vermarkten.

Einer der größten Partner ist Amazon, bei welchen man das Programm von Discovery zusätzlich zu seinem Prime-Abonnement für 4.99 EUR im Monat kaufen kann. Dazu wird das Programm auch bei Streamingdiensten, wie DAZN oder im Joint Venture mit Pro7/Sat1 bei Joyn angeboten.

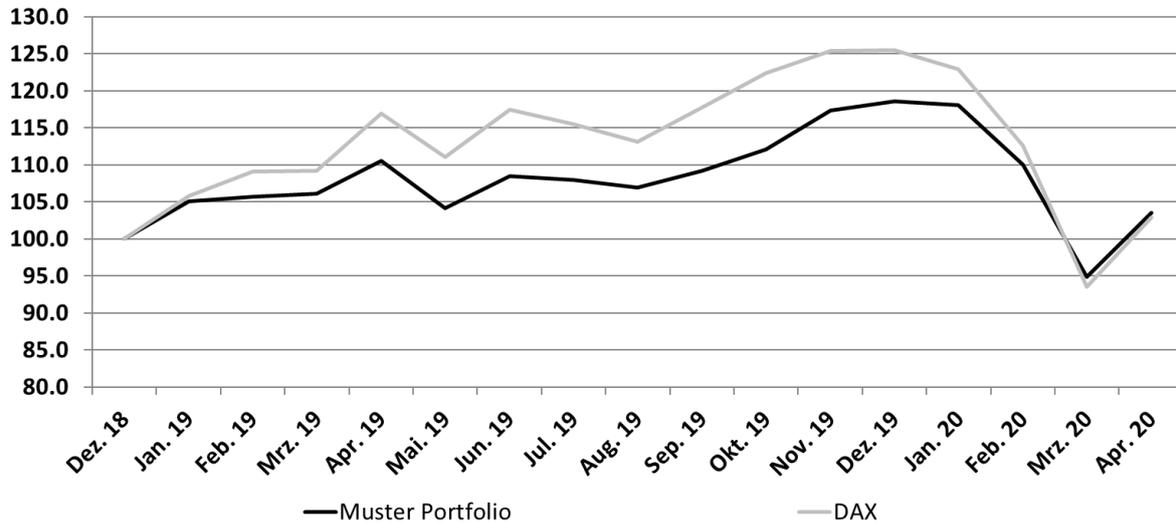
Das Programm von Discovery setzt dabei nicht auf Blogbuster, große Stars oder Marken, sondern auf Masse und Sport – vergleichbar mit Groschenromanen in der Literatur, d.h. das Risiko von Fehlproduktion ist in Summe gering.

Insgesamt bekommt man ein herausragendes Unternehmen zu einem günstigen Preis. Einziges Manko ist die Bilanz und das typisch amerikanische üppige Aktienoptionenpaket für das Management. Der Goodwill ist mit 75% sehr hoch. Die Werthaltigkeit ist jedoch durch Lizenzen, z.B. olympische Spiele, Bundesliga, etc., und die Bilanzierung von Produktionskosten (Abschreibung über vier Jahre) nach meiner Meinung z.T. gegeben.

Zusätzlich wuchs man in der Vergangenheit durch Übernahmen, sodass der Goodwill verständlich ist. Übernahmen waren bisher immer gute Ergänzungen des Geschäftsmodells und damit wertschaffend.

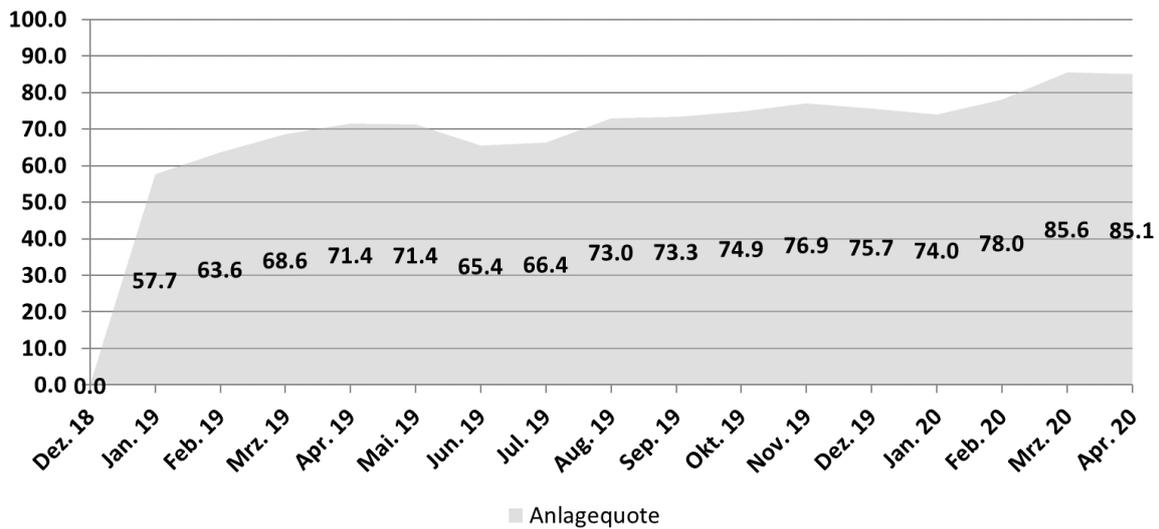


## Muster-Portfolio:

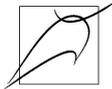


Der Wert des Muster-Portfolios hatte mit + 9,2% im April den stärksten Anstieg seit Auflegung mehr oder weniger gleich mit dem DAX.

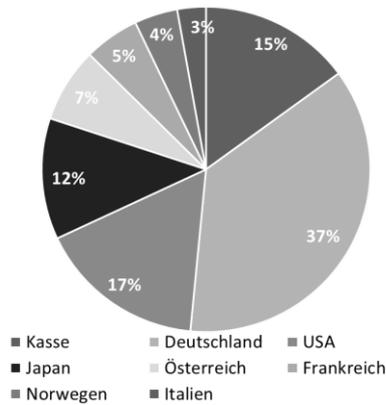
Besonders positiv aufgefallen sind die Unternehmen Hypoport, Alphabet, Takeuchi und Cewe. Negativ entwickelt hat sich nur BIC.



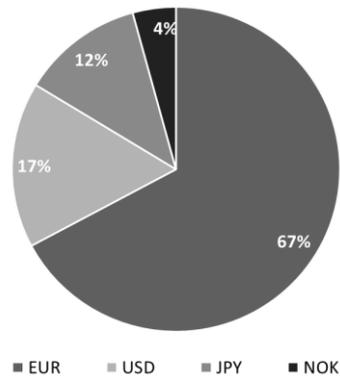




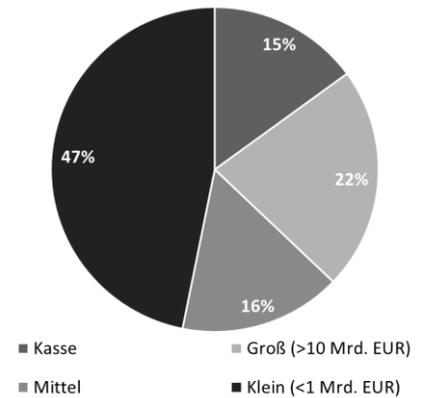
### Länder:



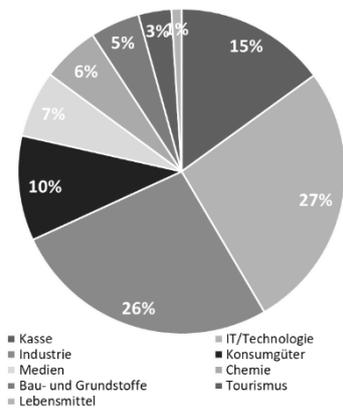
### Währungen:



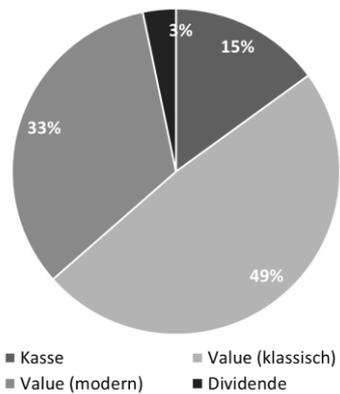
### Marktkapitalisierung:



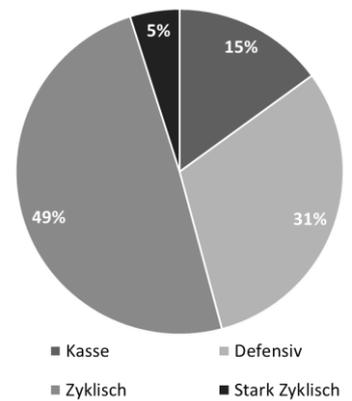
### Branchen:

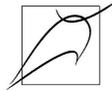


### Investmentstil:



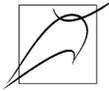
### Konjunkturanfälligkeit:





**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>57%</b>		<b>31%</b>	<b>12%</b>	<b>17.3</b>	<b>2.0</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>		<b>52%</b>		
All for One	A1OS	37.30	Mio.	EUR	61.45	65%	53.00	42%	16%	10.1	1.9	31%	20%	52.2	45%	3.0	1.0
Alphabet	Googl	1 348.66	Mrd.	USD	1 456.49	8%	1 425.99	6%	11%	24.0	3.5	27%	14%	-64.3	74%	2.0	3.0
A.S. Creation	ACWN	13.20	Mio.	EUR	30.13	128%	24.33	84%	9%	47.5	0.5	-10%	-5%	20.3	49%	3.0	0.0
Bakkafrost	bakka	506.50	Mrd.	NOK	626.64	24%	527.71	4%	13%	15.5	2.7	13%	22%	-1.1	68%	3.0	3.0
BASF	BAS	46.69	Mrd.	EUR	62.02	33%	49.26	6%	15%	10.2	1.0	13%	16%	34.7	46%	3.0	1.0
BIC	BB	45.68	Mio.	EUR	81.18	78%	74.82	64%	11%	9.0	1.1	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	94.80	Mio.	EUR	92.22	-3%	88.11	-7%	7%	16.4	2.2	14%	14%	167.4	46%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	22.42	Mrd.	USD	31.68	41%	30.53	36%	27%	9.1	1.0	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0
FJORD1	FJORD	44.80	Mio.	NOK	44.78	0%	23.74	-47%	14%	12.0	3.5	10%	22%	5 186.4	28%	1.0	1.0
Hypoport	hyq	323.50	Mio.	EUR	256.02	-21%	233.36	-28%	7%	67.8	8.6	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB Vorzüge	ksb3	197.00	Mio.	EUR	418.55	112%	364.88	85%	9%	5.8	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	125.40	Mio.	EUR	133.82	7%	103.61	-17%	9%	15.0	1.6	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	16.54	Mio.	EUR	27.75	68%	25.92	57%	11%	15.2	5.7	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Rosenbauer	ros	32.20	Mio.	EUR	56.68	76%	49.67	54%	9%	10.6	0.6	6%	10%	327.5	24%	3.0	1.0
Wacker Neuson	WAC	11.32	Mio.	EUR	20.48	81%	10.58	-7%	12%	8.4	0.5	9%	8%	482.2	54%	2.0	1.0
Pronexus Inc.	7893	1 075.00	Mrd.	JPY	1 390.82	29%	1 241.59	15%	9%	16.1	1.2	24%	9%	-4.6	71%	3.0	2.0
Tadanog	6395	827.00	Mrd.	JPY	2 125.24	157%	1 887.29	128%	13%	10.1	0.5	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi Mfg Co	6432	1 565.00	Mio.	JPY	4 437.37	184%	3 665.65	134%	12%	7.3	0.8	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.

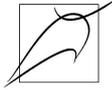
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

<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.

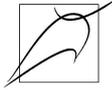


## **Abonnementen Fragen:**

*N/A*

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.