



Till Schwalm's Value Investing Brief

November 2020

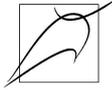
Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

der letzte Monat war geprägt von fallenden Börsen durch die erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der neuen Covid-19-Welle und den US-Wahlen. In diesem Umfeld hat sich unser Portfolio sehr gut entwickelt.

Hauptgrund waren gute Unternehmensberichte. So haben Takeuchi und Tadano die Guidance insbesondere für Europa signifikant angehoben und berichten bessere Zahlen als erwartet. BIC und Grenke habe innerhalb der Erwartungen berichtet. Insbesondere für Grenke waren das positive Nachrichten. In einer schwierigen Situation mit einer Doppelbelastung aus Coronakrise und Short Seller Attacke hat man einen soliden Auftritt hingelegt und meinen Eindruck aus dem letzten Monat bestätigt. Hier haben wir unser Exposure über kurzfristige Anleihen weiter erhöht. Zudem hat Google den Markt mit sehr guten Zahlen überrascht. Als unser größter Portfoliowert hat dies zur Performance beigetragen.

Die einzige negative Ausnahme bei den Quartalsberichten war Hypoport. Hypoport hat in einem kurzen Update ein sehr schwaches Umsatzwachstum gezeigt. Aufgrund der sehr hohen Bewertung hat die Aktie 20% an einem Tag verloren, was aus meiner Sicht in Ordnung war. Weniger aufgrund der schwachen Zahlen, die im Detail gar nicht so schlecht aussehen (weniger Projektumsatz, dafür mehr wiederkehrende Umsätze), sondern aufgrund der sehr hohen Bewertung. Hypoport ist mit Abstand der beste Titel in unserem Portfolio mit einer Wertentwicklung nach dem Kurssturz von immer noch mehr als 200% in nicht einmal zwei Jahren. Aufgrund der langfristig herausragenden operativen Entwicklung halten wir auch weiter an dem Unternehmen fest.

Daneben gab es aus meiner Sicht noch eine weitere schlechte Nachricht, die uns aber keine Performance gekostet hat. Aufgrund dieser habe ich das an der Börse nicht teuer



bewertete Unternehmen Tadano zu einem Zeitpunkt, den ich normalerweise nicht gewählt hätte, verkauft. Obwohl der gesunde japanische Mutterkonzern eine gute Prognose vorgelegt hat, hat Tadano, beraten durch ein Frankfurter M&A-Team, seine zwei deutschen Töchter (min. 10% des Umsatzes) insolvent gehen lassen, um einen Kündigungsschutz bis 2021 und Tarifverträge zu umgehen. Eine Managemententscheidung, die ich falsch finde und nicht mit unserem Investment unterstützen möchte!

Zum Schluss möchte ich aufgrund der aktuellen Lagen noch einmal auf den Schluss meines April-Brief hinweisen: Auch wenn wir in den letzten sechs Monaten große Erkenntnisgewinne hinsichtlich Corona hatten, gilt ein Grundsatz weiterhin: Die Krankenhäuser müssen funktionieren! Sollten sie an ihr Limit kommen, steigt die Sterblichkeit dramatisch an und die Chance insbesondere unserer älteren Mitmenschen zu überleben, sinkt dramatisch. Der einfachste Weg sich

zu schützen ist, seine Kontakte zu reduzieren. So einfach ist das!

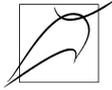
In diesem Sinne, bleibt gesund!

Ihr

Till Schwalm

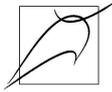


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

| | |
|---|----|
| Marktanalyse: | 4 |
| Investmentidee des Monats: Grenke Anleihen (ISIN: XS1377248635 und XS1527138272) | 6 |
| Muster-Portfolio: | 7 |
| Allokation Muster-Portfolio: | 8 |
| Abonnementen Fragen: | 12 |



Marktanalyse:

Im Oktober haben die Märkte stark korrigiert. So hat der DAX über 9% abgeben und ist jetzt wieder in der Region „Kaufen“. Im gesamten Jahr bedeutet das für den DAX aber „nur“ ein Rückgang von etwas über 12%.

Vom Sentiment ausgehend gab es weiterhin eine abwartende Haltung: Abwartend hinsichtlich der US-Präsidentenwahlen, der aktuellen Berichtssaison und der Pandemie.

Die Wahl könnte ein Trigger-Moment sein. Insbesondere, wenn die Mehrheit der

Investoren auf dem falschen Fuße erwischt wird.

Die Berichtssaison ist bisher von der Überraschung her eher positiv für die von der Pandemie stärker getroffenen Unternehmen und negativ für die Profiteure, was mit der Erwartungshaltung der Investoren zu tun hat.

Die Pandemie entwickelt sich aus meiner Sicht wenig überraschend. Sie wird die Märkte aus meiner Sicht durch den Winter belastend, da bis zum Frühling mit wenig positiven Nachrichten zu rechnen ist.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im Oktober stark negativ entwickelt. Die US-Indikatoren zeigen trotzdem weiter einen überbewerteten Markt.

| | Ist | Vergleich | Investorenampel |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹ | 11 556.5 | 15 280.2 | ↗ |
| geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ² | 2.21% | 1.51% | ↗ |
| Shiller KGV S&P 500 (USA) ³ | 29.9 | 17.1 | ↘ |
| viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴ | 62% | 53% | ↘ |
| viele Erstemissionen (weltweit) ⁵ | 139.2 | 186.0 | ↗ |

¹ 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.

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.

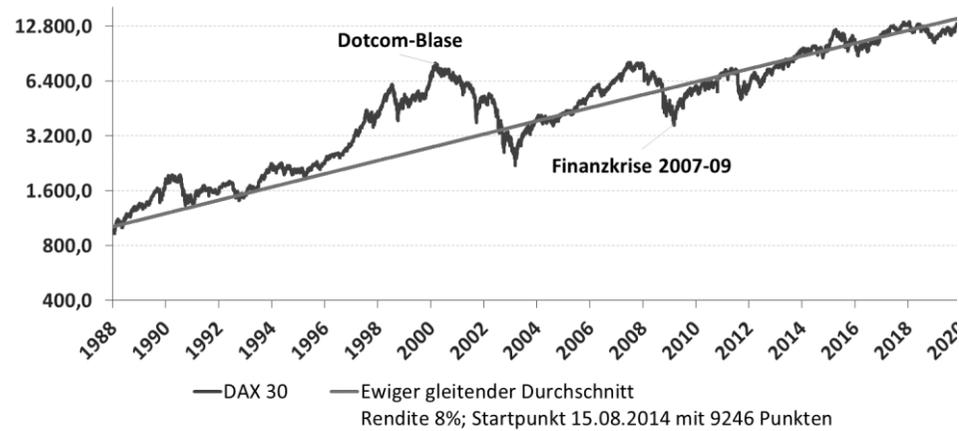
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.



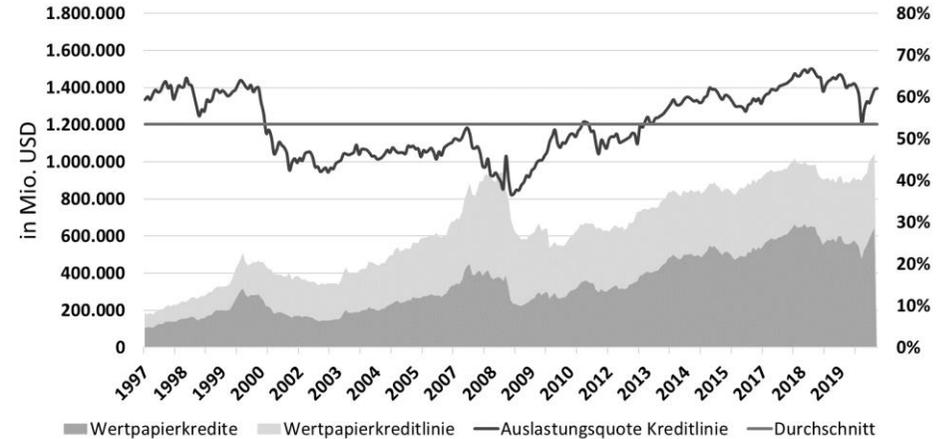
Ewige Durchschnittsrendite:



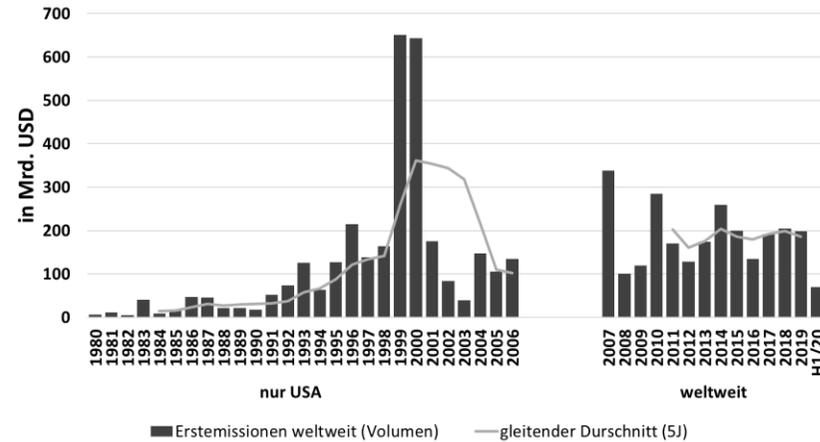
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Grenke Anleihen

(ISIN: XS1377248635 und XS1527138272)

Meine Investment-These für die Grenke-Anleihen ist die gleiche, wie für die Aktien im letzten Monat: der Short Seller Case ist falsch! Wichtig für die Anleihehalter ist jedoch, dass folgendes nicht gilt:

Für uns Aktionäre gibt es die Möglichkeit eines temporär schlechten Ausgangs. Und zwar, dass der Aktienkurs für längere Zeit auf niedrigem Niveau bleibt. Das Wachstum von Grenke lies schon vor Corona etwas nach. Durch Corona könnte es zu einer längeren Durststrecke des Neugeschäfts und damit der Gewinne kommen.

Für die Anleihehalter ist dies egal. Für sie ist nur entscheiden, ob an den Short Seller Vorwürfen etwas dran ist und ob das Geld zurückgezahlt werden kann. Dazu noch einmal Teile meiner These von letztem Monat:

All die, die sich bei Wirecard verbrannt haben und für Wirecard argumentierten, sind jetzt gegen Grenke. Auch die deutsche Finanzpresse und die BAFIN sind nach dem Wirecard-Skandal verständlicherweise entsprechend vorsichtig. Das hat sich der Shortseller Fraser Perring zu Nutze gemacht.

Gegen einen großen Betrug und unwahre Aussagen der Entkräftung spricht in erster Linie die Kultur von Grenke. Eine der wichtigsten Fragen in meinem Analyseprozess ist diejenige, ob ich das Management für integer halte. Ich durfte Sebastien Hirsch einmal persönlich kennenlernen. Im Gegensatz zu Gesprächen mit einem anderen Betrugsfall in

Deutschland, der Steinhoff AG, hat man mir nicht versucht Nebelkerzen vorzuwerfen, sondern meine Fragen beantwortet und hat einen sehr offenen Eindruck gemacht. Diese Kultur hat sich in diversen Gesprächen mit Investoren über Grenke bestätigt - der Ruf von Grenke war bisher sehr gut, anders als bei Wirecard oder Steinhoff.

Der [Zwischenbericht von Grenke](#) über den aktuellen Stand der beauftragten Sonderprüfungen lässt auch keine anderen Schlüsse zu.

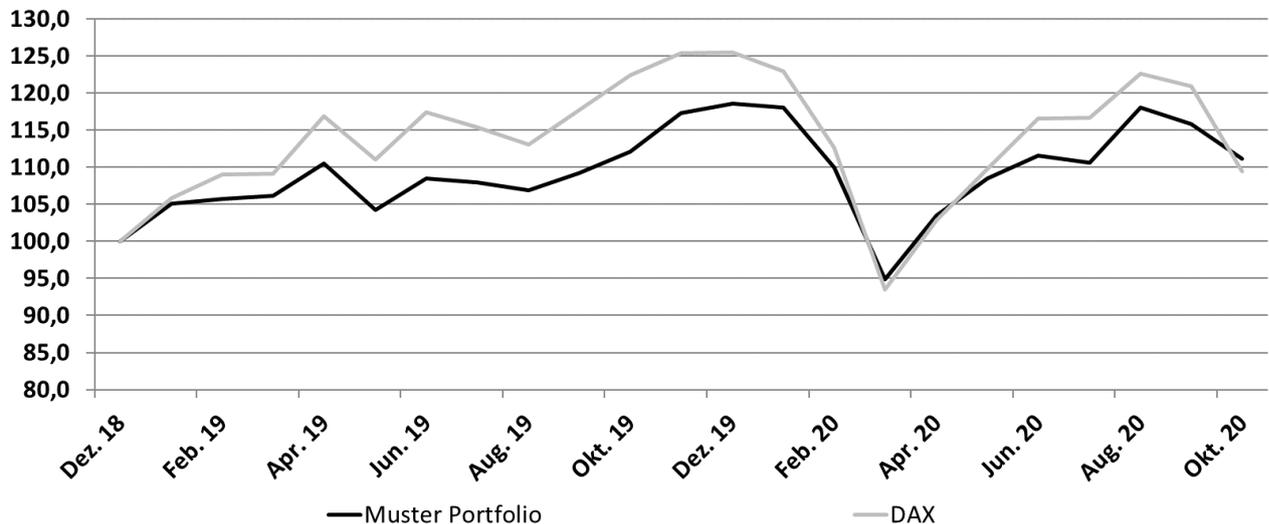
Gleichzeitig muss man sagen, dass Finanzunternehmen von ihrem Ruf leben. Die 140 Mio. EUR Anleihe, die Anfang Oktober fällig war, wurde wie erwartet problemlos aus dem Kassenbestand zurückgezahlt. Trotzdem werden die Anleihen derzeit immer noch notleidend gepreist. Das ist die Chance für den Anleihekauf.

Ein Gang zum Kapitalmarkt ist deshalb für Grenke momentan teuer und ein Risiko. Abflüsse bei den Bankeinlagen waren bisher nicht zu sehen, was ein gutes Zeichen ist. Gleichzeitig bedeutet ein rückläufiges Geschäft von Grenke, wie derzeit durch die Coronakrise ausgelöst, einen netto Geldzufluss. Alte Verträge werden weitergezahlt und das Geld kann nicht im gleichen Maß in neue Verträge investiert werden. Dies entspannt die Liquiditätssituation.

Im Oktober haben wir eine Position von ca. 5% in Grenke-Anleihen zu der 5% Position in der Aktie aufgebaut.



Muster-Portfolio:



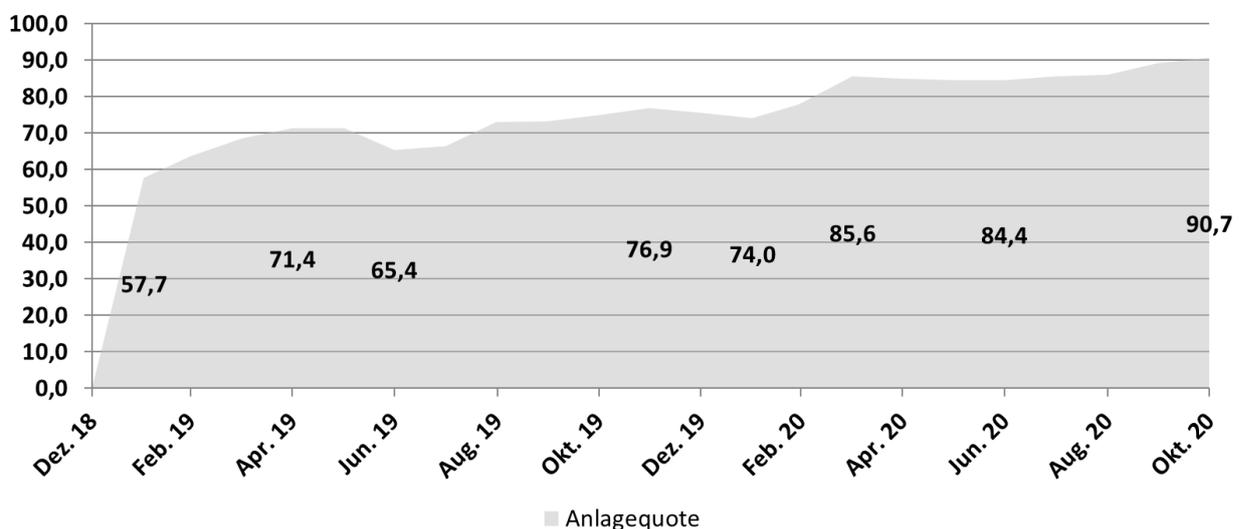
Der Wert des Muster-Portfolios hatte sich mit -4,0 % im Oktober deutlich besser entwickelt als der DAX mit -9,5 %.

Haupteffekt der Outperformance waren die guten Quartalszahlen und die Belastung durch SAP des DAX.

Die Kasse ist aufgrund der Anleihen-Käufe und dem Verkauf von Tadano auf knapp unter 10% gesunken.

Am besten entwickelt haben sich konträr zum letzten Monat: Takeuchi, Alphabet, Grenke und BIC. Am schlechtesten: Hypoport, KSB, All for One und Cewe.

Aufgrund der aktuellen Turbulenzen werden ich Ausschau nach guten Gelegenheiten, sowohl im Portfolio als auch außerhalb, halten.





Alokation Muster-Portfolio:

Im Oktober gab es wenige Veränderungen im Portfolio. Tadano wurde verkauft und Grenke Anleihen gekauft.

Bei der Länderallokation ist der Anteil Deutschlands auf fast 40% gestiegen, während Japan und der Yen gesunken sind.

Der Anteil Banken & Finanzdienstleister (#3 in Industrie) ist durch den Kauf der Grenke Anleihe gestiegen und stellt

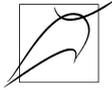
vollständig unsere Position in Grenke über die Aktien und Anleihe dar.

Auch betrachte ich die Investition in die Grenke-Anleihe als eine Art Sondersituation, da ich gedenke die Anleihen, bis zur Fälligkeit zu halten.

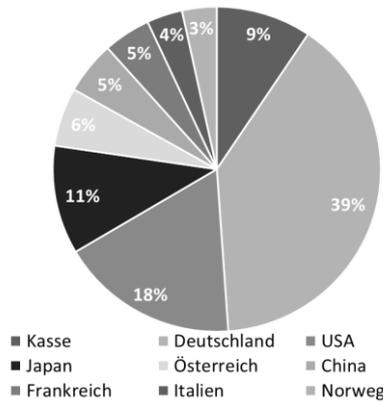
Die erwartete Rendite bei den Anleihen zu unseren Kaufkursen sind: 18.3% (14.6% p.a.) bis zum 02.02.2022 und 8.1% (18.8% p.a.) bis zum 09.04.2021.

Übersicht:

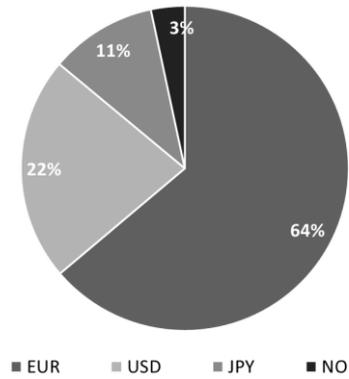
| | | | | | | | |
|----|-------------------------|-------|--------|----|--------|------|--------|
| | Kasse | 9.2% | +4.07% | | | | |
| 1 | Alphabet | 10.4% | +2.53% | 16 | Fjord1 | 3.3% | +0.00% |
| 2 | All For One | 7.0% | +0.23% | 17 | Agfa | 2.4% | -0.26% |
| 3 | Discovery Communication | 6.8% | -1.72% | | | | |
| 4 | Takeuchi Mfg Co Ltd | 5.9% | +1.47% | | | | |
| 5 | Grenke | 5.8% | -1.24% | | | | |
| 6 | Mayr-Melnhof Karton | 5.7% | +1.18% | | | | |
| 7 | CeWe Color | 5.6% | +0.22% | | | | |
| 8 | Grenke Anleihen | 5.6% | +0.15% | | | | |
| 9 | Hypoport AG | 5.3% | +3.53% | | | | |
| 10 | Trip.com | 5.1% | +0.19% | | | | |
| 11 | AS Creation Tapeten | 5.1% | +0.18% | | | | |
| 12 | Pronexus | 4.6% | -0.21% | | | | |
| 13 | BIC | 4.6% | -2.71% | | | | |
| 14 | KSB AG Vorzüge | 4.2% | -1.71% | | | | |
| 15 | MutuiOnline | 3.4% | +0.89% | | | | |



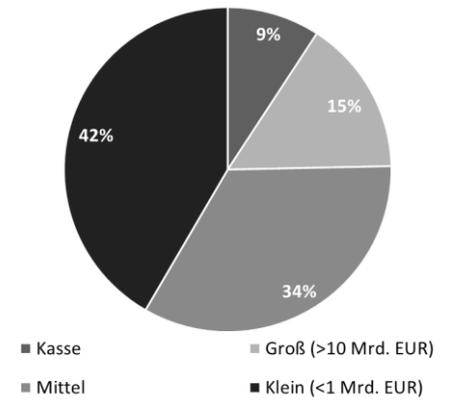
Länder:



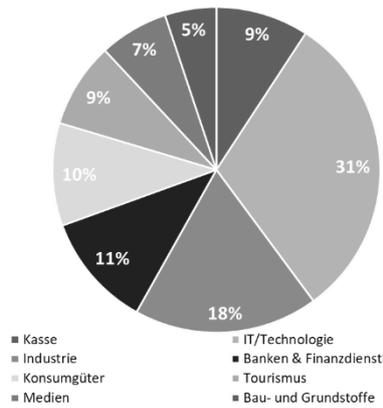
Währungen:



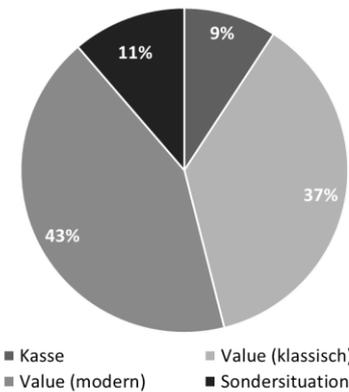
Marktkapitalisierung:



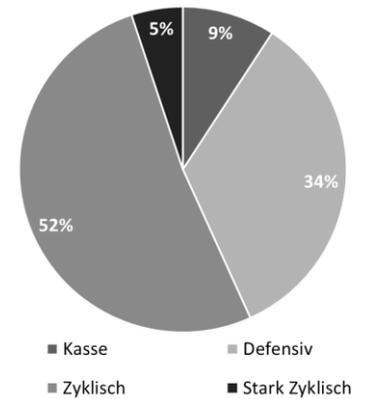
Branchen:

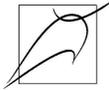


Investmentstil:



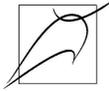
Konjunkturanfälligkeit:





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 | | | | | | 34% | | 20% | 13% | 21.8 | 2.9 | 54% | 14% | | 51% | | | |
| All for One | A1OS | 46.70 | Mio. | EUR | 57.84 | 24% | 54.73 | 17% | 15% | 17.6 | 3.3 | 14% | 15% | 84.3 | 28% | 3.0 | 1.0 | |
| Alphabet | GOOGL | 1 621.01 | Mrd. | USD | 1 525.76 | -6% | 1 484.88 | -8% | 13% | 25.6 | 3.9 | 31% | 14% | 37.8 | 75% | 1.0 | 2.0 | |
| A.S. Creation | ACWN | 12.70 | Mio. | EUR | 34.70 | 173% | 31.75 | 150% | 10% | 11.6 | 0.4 | 0% | -3% | -0.2 | 64% | 3.0 | 2.0 | |
| BIC | BB | 41.10 | Mio. | EUR | 81.18 | 98% | 74.82 | 82% | 11% | 8.1 | 1.0 | 14% | 15% | 247.5 | 60% | 3.0 | 2.0 | |
| CeWe | CWC | 81.80 | Mio. | EUR | 96.59 | 18% | 91.55 | 12% | 9% | 13.4 | 2.0 | 20% | 15% | 161.0 | 54% | 3.0 | 2.0 | |
| Discovery | DISCA | 20.24 | Mrd. | USD | 31.68 | 57% | 30.53 | 51% | 27% | 8.2 | 0.9 | 72% | 14% | 18.6 | 35% | 3.0 | 1.0 | |
| FJORD1 | FJORD | 43.00 | Mio. | NOK | 44.78 | 4% | 23.74 | -45% | 14% | 11.5 | 3.3 | 10% | 22% | 5 186.4 | 28% | 1.0 | 1.0 | |
| GRENKE AG | GLJ | 33.56 | Mio. | EUR | 176.16 | 425% | 176.75 | 427% | 11% | 7.4 | 0.3 | 3% | 16% | 2 445.4 | 15% | 3.0 | 1.0 | |
| Hypoport | hyq | 449.50 | Mio. | EUR | 256.02 | -43% | 233.36 | -48% | 7% | 94.3 | 11.9 | 67% | 22% | 158.7 | 45% | 1.0 | 1.0 | |
| KSB | ksb3 | 178.00 | Mio. | EUR | 418.55 | 135% | 364.88 | 105% | 9% | 5.2 | 0.4 | 4% | 4% | 569.0 | 37% | 3.0 | 0.0 | |
| Mayr-Melnhof | MMK | 140.20 | Mio. | EUR | 133.82 | -5% | 103.61 | -26% | 9% | 16.8 | 1.7 | 11% | 12% | 427.6 | 59% | 1.0 | 2.0 | |
| MutuiOnline | MOL | 21.65 | Mio. | EUR | 27.75 | 28% | 25.92 | 20% | 11% | 19.9 | 7.4 | 62% | 43% | 92.6 | 29% | 3.0 | 1.0 | |
| Trip.com | TCOM | 28.76 | Mrd. | USD | 42.18 | 47% | 41.50 | 44% | 15% | 24.5 | 0.8 | 504% | 1% | 6.2 | 55% | 3.0 | 1.0 | |
| Pronexus | 7893 | 1 094.00 | Mrd. | JPY | 1 349.22 | 23% | 1 250.56 | 14% | 13% | 16.9 | 1.3 | 25% | 8% | -3.6 | 68% | 3.0 | 2.0 | |
| Takeuchi | 6432 | 2 319.00 | Mrd. | JPY | 4 437.37 | 91% | 3 665.65 | 58% | 12% | 10.9 | 1.1 | 24% | 15% | -34.5 | 75% | 3.0 | 3.0 | |



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.

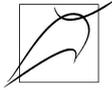
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.

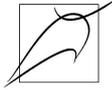


Abonnementen Fragen:

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.