

Till Schwalm's Value Investing Brief

Februar 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

der erste Monat 2020 war ein durchwachsender Börsenmonat mit vielen dunklen und ein paar hellen Momenten (Irakrise, Brände in Australien, Davos, Coronavirus in China). Neben der Performance des Portfolios, die mit -0,4% gut war (im Vergleich DAX -2,0%), ist positiv zu erwähnen, dass die Anlagequote trotz der Zuflüsse zum Jahresbeginn und dem Verkauf der Deutschen Post stabil gehalten wurde.

Dabei wurde vor allem Alphabet und All for One nachgekauft, welche sich im Januar auch sehr gut entwickelt haben und mit Discovery die größten Positionen im Portfolio sind, sowie Pronexus und Wacker Neuson. Letztere hat eine überraschende Gewinnwarnung ausgegeben, obwohl man den Umsatz über die prognostizierten Zahlen heben konnte. Hier werden die endgültigen Zahlen am 16. März und die anschließenden Gespräche interessant.

Der Februar wird für mich ein spannender Monat, weil ich zusammen mit meiner

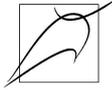
Familie privat nach Südafrika fliege. Dies wird seit 2016 die erste Reise für mich außerhalb der ersten Welt und wird mein Horizont als Mensch und Investor erweitern. Ich gehe nicht davon aus, dass ich konkrete Investmentideen aus Südafrika mitbringen werde, aber ich werde Ausschau halten, wie unsere Firmen hier vertreten sind und Eindrücke sammeln, um meine Investmententscheidungen zu verbessern.

Ihr

Till Schwalm

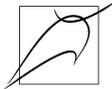


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	3
Investmentidee des Monats: Wacker Neuson (WAC)	5
Unternehmensanalyse: DEFAMA AG (DEF)	6
Muster-Portfolio:	7
Allokation Muster-Portfolio:	8
Abonnementen Fragen:	12



Marktanalyse:

Die hier aufgelisteten Indikatoren sollen ein besseres Verständnis für die großen Marktphasen ermöglichen.

Dabei geht es nicht darum, den richtigen Zeitpunkt für ein Investment zu finden, sondern die großen Auf- und Abs am Markt zu nutzen, um sich eher offensiv oder defensiv zu positionieren und dabei antizyklisch zu investieren.

Das antizyklische Investieren kann helfen, günstige Unternehmen zu finden.

Kombiniert man den antizyklischen Ansatz mit einer wertorientierten Unternehmensbewertung, kann man auf außergewöhnliche Anlagemöglichkeiten stoßen.

Um das antizyklische Investieren zu ermöglichen stelle ich meine Werkzeuge aus dem Buch „Einfach Investieren – Grundlagen des Value Investing“ zur Verfügung.

Die Werkzeuge können bei der Anlagenverteilung insbesondere hinsichtlich Kassenposition unterstützen, sie können aber nicht allein als Investmentgrund verwendet werden.

Die Werkzeuge sind teils auf Deutschland, teils auf die USA angewandt. Hierbei hat die Qualität der Daten eine ausschlaggebende Rolle gespielt.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die US-Börsen haben sich im Januar trotz vieler Unsicherheiten im Gegensatz zum deutschen Leitindex 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	12 946.8	16 090.7	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.83%	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	→

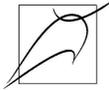
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständige Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash gestartet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

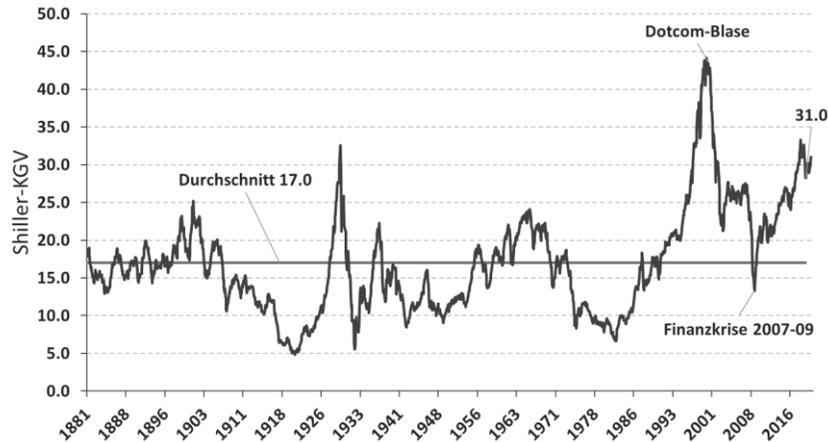
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



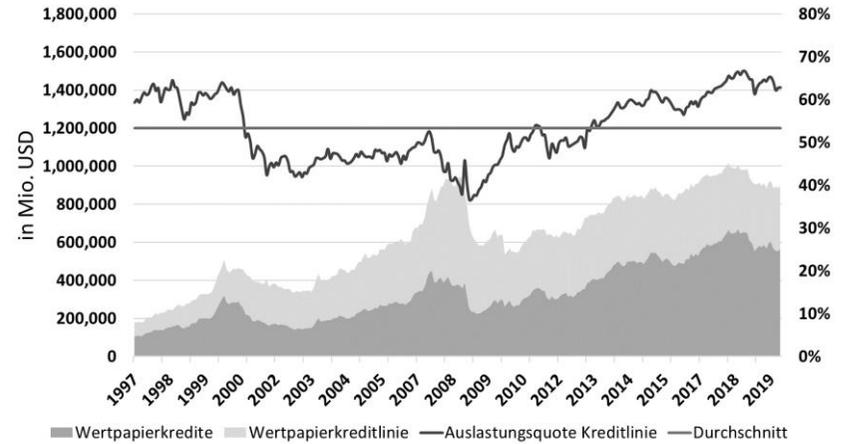
Ewige Durchschnittsrendite:



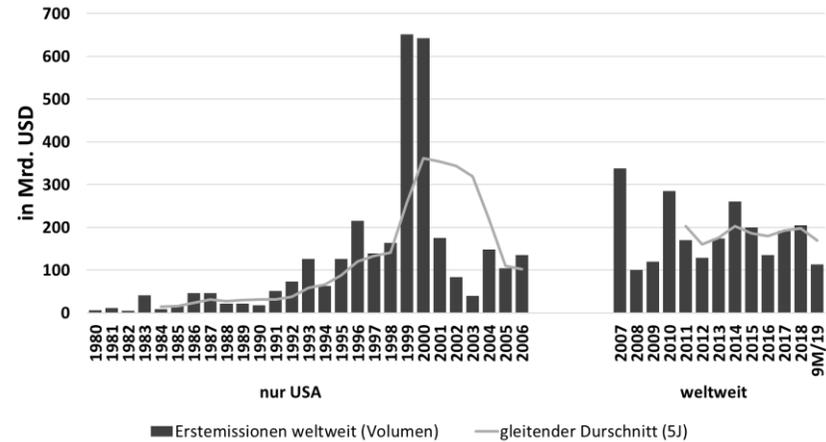
Shiller KGV:

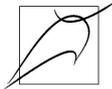


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Wacker Neuson (WAC)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	14.53	1 019.1 Mio.
	DJÜ-Basis	21.95	51.1%
	DCF-Basis	12.03	-17.2%
	# Aktien	70.1 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	382.2 Mio.	12.9%
	Net IB debt	-37.7 Mio.	
	Firmenwert	981.5 Mio.	

Wer länger wartet, der gewinnt. Ich hatte Wacker Neuson bereits im November als Idee des Monats zu einem Kurs von 15.42 EUR hier stehen. Der Kurs ist seitdem gut gestiegen, allerdings mit der aktuellen Gewinnwarnung wieder deutlich unter meinen fairen Wert gefallen.

Mit Wacker Neuson bekommt man ein zyklisches Unternehmen mit solider Kapital- und Aktionärsstruktur, sowie einer guten Marktposition in der DACH-Region.

Nach 2008 und 2016 war 2018 laut des Branchenverbandes VDMA in der Bauindustrie ein Rekordjahr. Die Erwartungen für 2019 waren gut, aber ohne Steigerung des Gesamtmarktes. Im kleineren Segment Agrarindustrie war der Ausblick noch schwächer. Wacker Neuson hat das Marktwachstum hinsichtlich des Umsatzes übertroffen. Auch für 2020 wird für den Baumaschinenmarkt keine Veränderung erwartet.

Trotzdem spiegelte sich der Peak in der Bauindustrie im Aktienkurs wider, der seit gut anderthalb Jahren nachgibt und nach den vorläufigen Zahlen im Januar für das

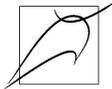
Gesamtjahr 2019 dem enttäuschenden Ausblick noch einmal, mit einem temporären Tiefpunkt, stark nachgelassen hat. Die Sorgen sind aus meiner Sicht zum großen Teil im Aktienkurs eingepreist und viele zittrige Anleger haben ihre Stücke nach zwei Gewinnwarnungen in Folge verkauft.

Insgesamt ist Wacker Neuson ein gut geführtes Unternehmen. Wenn ich auch von der zweiten Gewinnwarnung überrascht wurde und enttäuscht bin, ist positiv zu erwähnen, dass man keine Ausflüchte sucht, sondern die Schuld bei sich selbst sieht. Die Bilanz ist sehr solide und der Markt, wie auch das Unternehmen, nicht strukturell gefährdet.

Sollten sich die Sorgen um Wacker Neuson nicht vollständig bewahrheiten, ist ein schneller Anstieg des Aktienkurses im Jahr 2020 zu erwarten, ansonsten sollte über einen Zeitraum von fünf Jahren die Rendite der Investition über 10% p.a. liegen. Hierbei wird die relativ kurzfristige Sicht vieler Anleger auf die nächsten 12 Monate, die momentan nicht gut aussehen, das Unternehmen aber nicht gefährden, genutzt.

Zur Analyse

vom 30.11.2018



Unternehmensanalyse: DEFAMA AG (DEF)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	16.30	63.6 Mio.
	DJÜ-Basis	15.75	-3.4%
	DCF-Basis	14.92	-8.5%
	# Aktien	3.9 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	66.4 Mio.	2.4%
	Net IB debt	64.7 Mio.	
	Firmenwert	128.7 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:

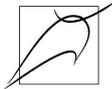
1. Aktionäre der DEFAMA können durch das Einbringen eines neuen Objektes durch die DEFAMA einen Bewertungsgewinn verbuchen, da das Objekt im Portfolio der DEFAMA laut Finanzmarkt mehr wert ist, als allein betrachtet. Ob dieser Bewertungsaufschlag von 9-11x zu 15-16x gerechtfertigt ist, ist eine entscheidende 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.

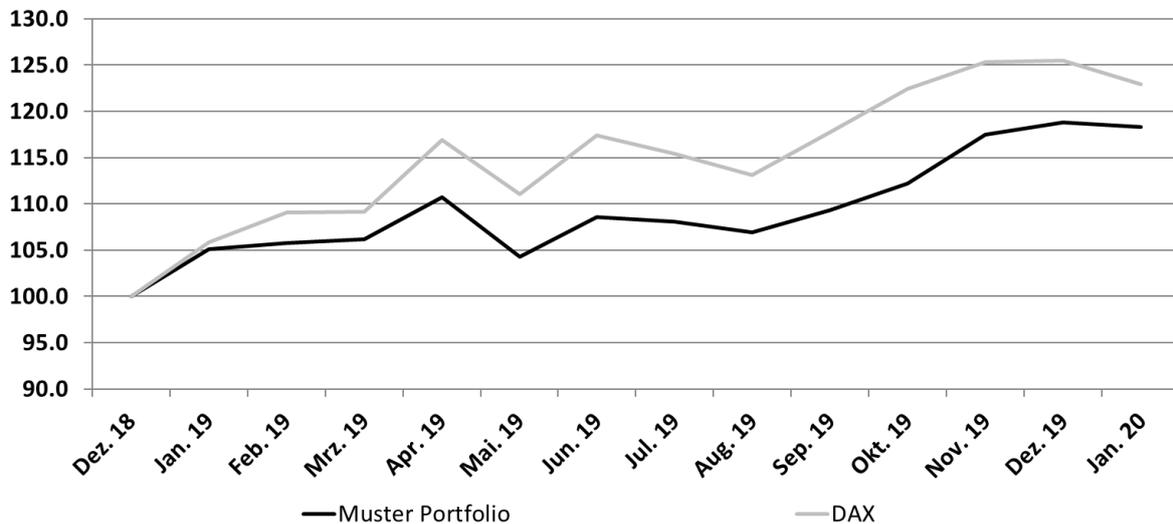
2. Der Gründer Matthias Schrade ist in der Vergangenheit als Opportunist (positiv wie negativ) aufgetreten, was als Geschäftspartner schwierig ist. Momentan ist er noch mit 30% an der DEFAMA beteiligt, was ihn im gleichen Boot sitzen lässt, wie die Minderheitsaktionäre. Ob er als CEO tatsächlich im gleichen 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](#)

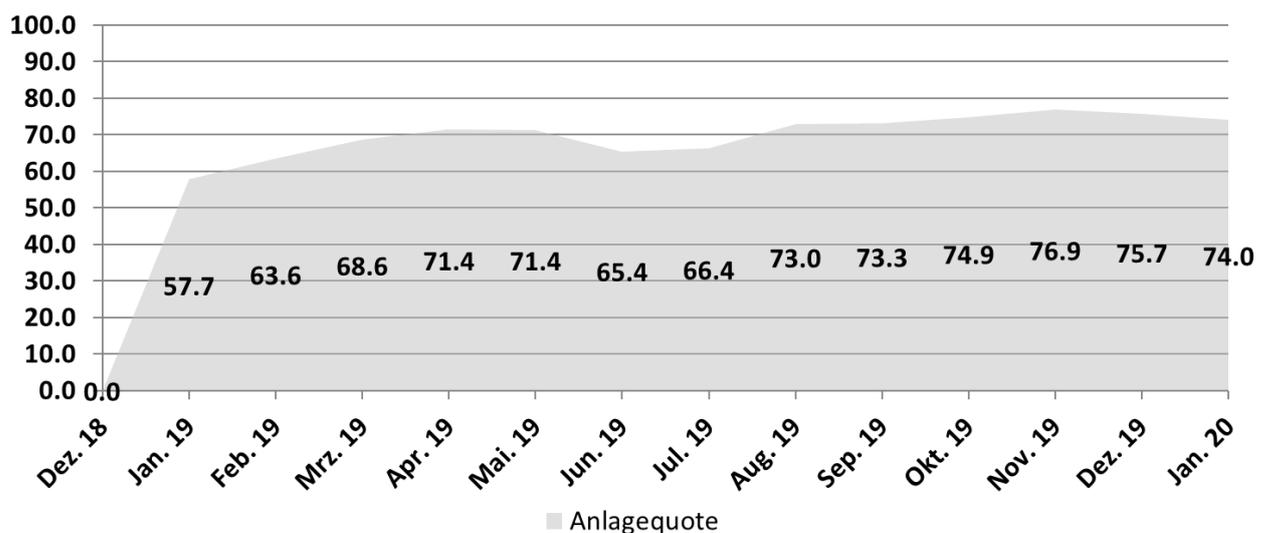


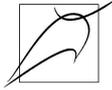
Muster-Portfolio:



Der Wert des Muster-Portfolios hat sich trotz leichter Verluste im ersten Monat des neuen Jahres erfreulich entwickelt. Der Januar war insbesondere im Vergleich zum DAX wieder ein guter Monat. Besonders hervorzuheben ist dabei Takeuchi mit über 10% Rendite.

Insgesamt wird im Muster-Portfolio weiter ein großer Teil Kasse gehalten. Im Dezember wurden neben Alphabet, der All for One Group, Pronexus und Wacker Neuson weitere Stücke der BIC, Mayr Melnhof, KSB, Discovery, AS Creation Tapeten und BASF gekauft, um die Anlagequote relativ konstant zu halten. Zudem wurde die Deutsche Post verkauft.





Allokation Muster-Portfolio:

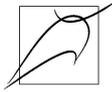
Die Allokation hat sich aufgrund der Zuflüsse und Nachkäufe stärker als in den Monaten zuvor verändert. Das Portfolio ist aber weiterhin nach ökonomischen Gesichtspunkten eines europäischen Investors geführt.

Die beiden größten Branchen bleiben die klassische Industrie u.a. mit Wacker Neuson sowie die IT / Technologie Branche mit Unternehmen, wie z.B. der größten Portfolioposition Alphabet (Google).

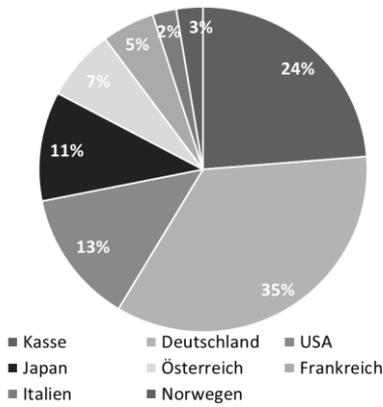
Übersicht:

	Kasse	26.0%	
1	Alphabet	7.7%	+1.57%
2	All For One	5.3%	+0.65%
3	Discovery	5.2%	+0.57%
4	BIC	5.0%	-0.85%
5	Wacker Neuson	5.0%	-0.16%
6	BASF	4.8%	-0.03%
7	Takeuchi Mfg Co Ltd	4.6%	+0.41%
8	KSB AG Vorzüge	4.5%	+0.35%
9	AS Creation Tapeten	4.3%	+0.74%
10	Mayr-Melnhof Karton	4.1%	+0.33%
11	CeWe Color	3.6%	+1.28%
12	Tadano	3.5%	-0.19%
13	Hypoport AG	3.4%	+1.84%
14	technotrans	2.8%	-0.24%

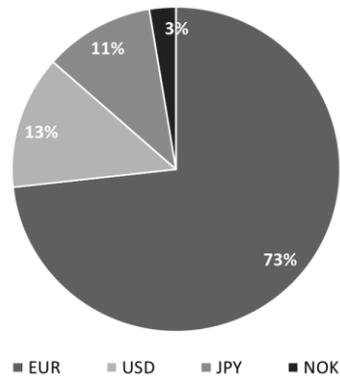
15	Rosenbauer	2.8%	+0.12%
16	Fjord1	2.5%	-0.13%
17	Pronexus	2.5%	+0.08%
18	MutuiOnline	2.3%	+0.49%



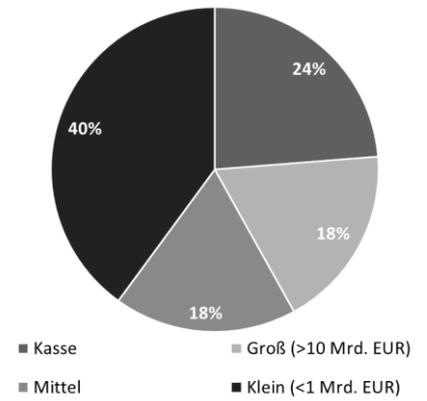
Länder:



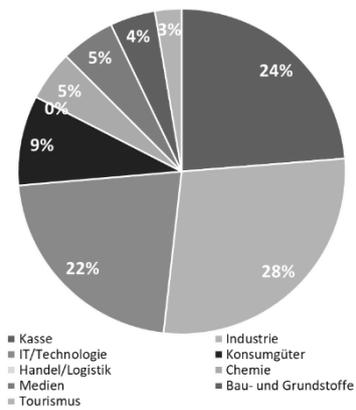
Währungen:



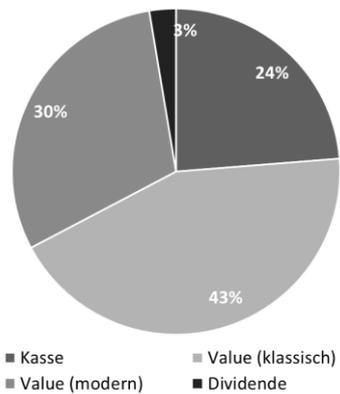
Marktkapitalisierung:



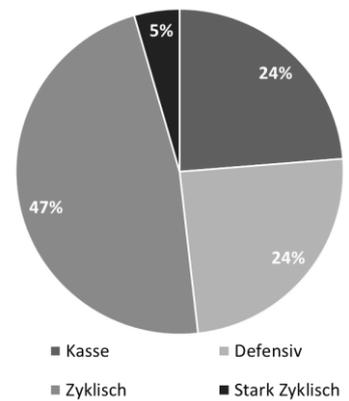
Branchen:

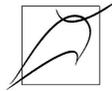


Investmentstil:



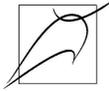
Konjunkturanfälligkeit:





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						33%		12%	11%	20.4	2.2	25%	13%		51%		
All for One	A1OS	54.60	Mio.	EUR	61.45	13%	53.00	-3%	16%	14.7	2.7	31%	20%	52.2	45%	2.0	1.0
Alphabet	Googl	1 429.83	Mrd.	USD	1 456.49	2%	1 425.99	0%	11%	25.5	3.7	27%	14%	-64.3	74%	1.0	3.0
A.S. Creation	ACWN	15.30	Mio.	EUR	30.13	97%	24.33	59%	9%	55.1	0.6	-10%	-5%	20.3	49%	3.0	0.0
BASF	BAS	61.07	Mrd.	EUR	62.02	2%	49.26	-19%	15%	13.4	1.3	13%	16%	34.7	46%	1.0	1.0
BIC	BB	60.95	Mio.	EUR	81.18	33%	74.82	23%	11%	12.0	1.5	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	103.00	Mio.	EUR	92.22	-10%	88.11	-14%	7%	17.9	2.4	14%	14%	167.4	46%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	29.26	Mio.	USD	30.84	5%	31.18	7%	14%	18.7	1.5	96%	14%	20 577.9	31%	2.0	1.0
FJORD1	FJORD	37.00	Mio.	NOK	44.78	21%	23.74	-36%	14%	9.9	2.9	10%	22%	5 186.4	28%	2.0	1.0
Hypoport	hyq	319.50	Mio.	EUR	231.06	-28%	213.51	-33%	9%	83.6	10.5	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
KSB	ksb3	301.00	Mio.	EUR	418.55	39%	364.88	21%	9%	8.9	0.6	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	124.00	Mio.	EUR	133.82	8%	103.61	-16%	9%	14.9	1.5	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	20.10	Mio.	EUR	27.75	38%	25.92	29%	11%	18.5	6.9	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1 201.00	Mrd.	JPY	1 390.82	16%	1 241.59	3%	9%	17.9	1.4	24%	9%	-4.6	71%	3.0	2.0
Rosenbauer	ros	42.00	Mio.	EUR	56.68	35%	49.67	18%	9%	13.8	0.8	6%	10%	327.5	24%	3.0	1.0
Tadano	6395	940.00	Mrd.	JPY	2 125.24	126%	1 887.29	101%	13%	11.5	0.6	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi	6432	1 889.00	Mio.	JPY	4 437.37	135%	3 665.65	94%	12%	8.9	0.9	24%	15%	-34.5	75%	3.0	3.0
technotrans	TTR1	19.80	Mio.	EUR	27.37	38%	23.07	17%	11%	12.6	1.2	14%	14%	30.4	51%	3.0	2.0
Wacker Neuson	WAC	14.53	Mio.	EUR	20.48	41%	10.58	-27%	12%	10.8	0.7	9%	8%	482.2	54%	2.0	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.

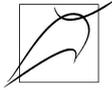
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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:

Was ist der ROCE und wie hängt er mit dem Wachstum zusammen?

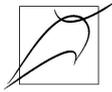
Der ROCE (eng. Return on Capital Employed) oder Rendite auf das eingesetzte Kapital ist eine von wenigen Privatinvestoren betrachteten Kennzahl. Sie zeigt die Rendite des Unternehmens, die allen Kapitalgebern zur Verfügung steht. Warum ist diese Kennzahl für Investoren spannend? Die Verzinsung des eingesetzten Kapitals schränkt das selbstfinanzierte Wachstum naturgemäß ein.

Stellt man sich vor, dass man statt eines Unternehmens ein Konto mit 100 EUR und einem Zinssatz von 10% hat. Dann ist dieser Zinssatz die Rendite auf das eingesetzte Kapital. Wenn man kein zusätzliches Geld einahlt, kann das Konto um höchstens 10% wachsen, selbst wenn alle Zinsen reinvestieren werden. Möchte man, dass das Kapital auf diesem Konto schneller als 10% wächst, muss man zusätzliches Bargeld einsetzen. Das Geld kann aus der eigenen Tasche kommen (Kapitalerhöhung) oder man leiht es sich (Fremdkapital). So oder so, es gibt keinen magischen Geldbaum und das Wachstum über die Kapitalrendite hinaus muss extern finanziert werden.

Für Unternehmen heißt das, wenn das Wachstum langfristig über dem ROCE liegt, muss das Unternehmen aus anderen Quellen Geld aufnehmen, um dieses Wachstum zu finanzieren.

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.