

Till Schwalm's Value Investing Brief

September 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

im letzten Monat gab es einige Veränderung
im Portfolio.

Ich habe Wacker Neuson, nachdem sie über
17,- EUR gestiegen sind, und Bakkafrøst,
den anteilig kleinsten Portfoliotitel,
komplett verkauft. Hiermit bin ich einem
meiner Ziele, das Portfolio 2020
konzentrierter aufzustellen,
nähergekommen.

Die Gründe für die Verkäufe, insbesondere
bei Wacker Neuson, waren aber nicht allein
durch die Portfoliostruktur motiviert.

Mir fehlt bei Wacker Neuson die Fantasie,
mir eine positive Geschäftsentwicklung
über die nächsten 18 Monate vorzustellen.
Da ich vor Corona den fairen Wert um 20,-
EUR gesehen habe, wir mit Verwässerung
zu 13,90 EUR gekauft haben und man ein
bis zwei positive Jahre von der Bewertung
durch Corona abziehen kann, denke ich,
dass wir heute zu einen guten Schnitt
verkauft haben.

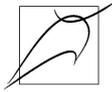
Bakkafrøst haben wir dagegen ideal in der
Krise eingekauft – aus heutiger Sicht mit
einem zu kleinen Anteil – die Aktie hat sich
gut entwickelt und wurde in erster Linie
aufgrund der Portfoliokonzentration
verkauft.

Beide Titel bleiben aber weiter auf meiner
Watchlist für gute Unternehmen. Die
freigewordenen Mittel habe ich in erster
Linie in bestehende Portfoliotitel
reinvestiert.

Zusätzlich habe ich ein Investment in eine
zweite Sondersituation (neben Fjord1)
getätigt: die Agfa-Gevaert.

Die Idee kommt aus einem Fonds, den ich
seit mehreren Jahren verfolge, dem Active
Ownership Capital (AOC). Die
Investmentthese könnt ihr in der Rubrik
[Investmentidee des Monats](#) nachlesen.

Zusätzlich gab es Quartalszahlen von
mehreren unserer Portfoliounternehmen.



Hierbei gab es keine größeren Überraschungen:

- Hypoport mit sehr guten Zahlen, wie schon vorher angekündigt.
- Fjord1 mit erwartbaren Zahlen, die Verträge mit dem norwegischen Staat stabilisieren das Geschäft, dagegen sind Tourismus und Catering eingebrochen.
- Tadano mit schwachen Zahlen und dem ersten operativen Quartalsverlust in neun Jahren. Gründe sind die Integrationskosten aus der Übernahme von Demag (im Plan) und die Effekte der Corona Krise.
- Discovery mit eher schwachen Zahlen, aber über den Erwartungen.
- Cewe mit einer deutlichen Überraschung. Das zweite Quartal war das erfolgreichste 2. Quartal der Unternehmensgeschichte.
- AS Creation mit guten Zahlen innerhalb der Erwartungen. Die Unruhen in Belarus belasten allerdings und erhöhen die Unsicherheit.
- KSB mit schwachen Zahlen, auch unterhalb der Erwartungen (bei KSB gab es kaum Kurzarbeit) und eine unerwartete Abschreibung. Hier kann

ich nicht sagen, ob das Management die Bilanz bereinigt, oder ob der Ausblick des Geschäfts sich tatsächlich dauerhaft eingetrübt hat. Cash-Flow war erwartungsgemäß gut und die Aktie ist weiterhin auf einem sehr günstigen Niveau, auch wenn ähnlich wie bei Wacker Neuson und Tadano das Geschäft über die nächsten 18 Monate eingetrübt sein wird.

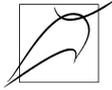
Zusätzlich war ich im August noch auf meiner ersten und wahrscheinlich einzigen offline Kapitalmarktkonferenz dieses Jahr – dem Hamburger Investoren Treffen (HIT). Dort habe ich u.a. einen interessanten Wert getroffen – Vita34. Der ebenfalls auf meine Watchlist guter Unternehmen gelandet ist.

Ihr

Till Schwalm

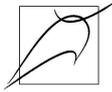


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	4
Investmentidee des Monats: AGFA-Gevaert NV (AGFB)	6
Unternehmensanalyse: Booking.com (BKNG) und Trip.com (TCOM)	7
Muster-Portfolio:	8
Allokation Muster-Portfolio:	9
Abonnementen Fragen:	13



Marktanalyse:

Nach der Verschnaufpause im Juli gab es im August einen weiteren Anstieg der Märkte und damit auch eine Veränderung der Indikatoren.

Die ewige Durchschnittsrendite des DAX ist das erste Mal, seit ich den Investorenbrief schreibe, vom Kaufbereich in den neutralen Haltebereich gewechselt. Damit liegt der DAX aktuell in dem +/-15%

Gürtel, den ich um den fairen Wert nach der ewigen Durchschnittsrendite gezogen habe.

Auch die Dividendenrendite ist näher an den Unternehmenszins herangerückt, sodass ich die Märkte heute sowohl in Deutschland/Europa, als auch in den USA bestenfalls als fair bewertet ansehe. Das heißt, Käufe sollten eher defensiven Charakter haben und es ist eine erhöhte Vorsicht am Markt geboten.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im August weiterhin positiv entwickelt. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt, während der deutsche Leitindex fair bewertet ist.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 945.4	15 066.6	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.13%	1.49%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	32.5	17.1	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	60%	53%	→
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	139.2	186.0	↗

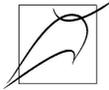
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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



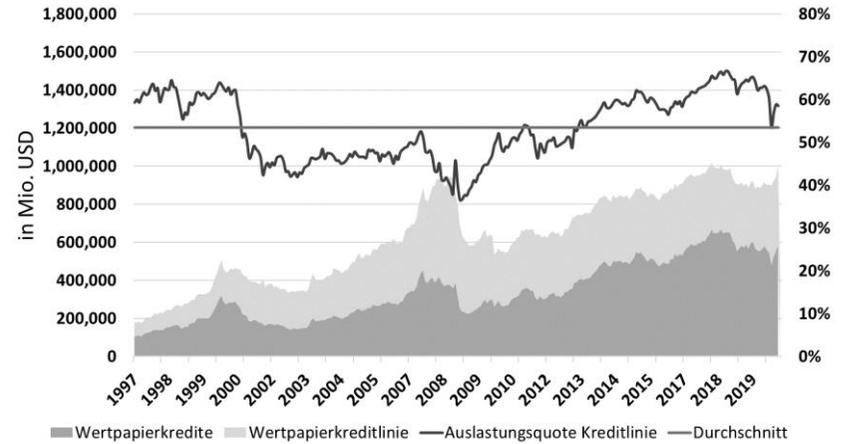
Ewige Durchschnittsrendite:



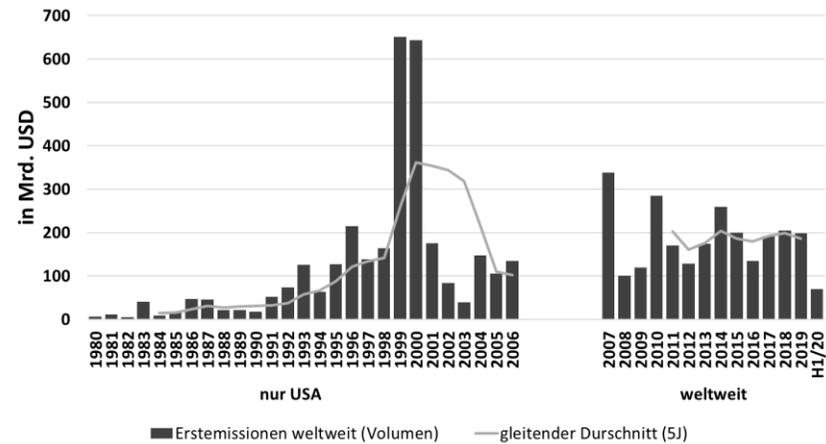
Shiller KGV:

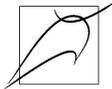


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: AGFA-Gevaert NV (AGFB)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	3.65	612.3 Mio.
	DJÜ-Basis	5.23	43.2%
	DCF-Basis	7.14	95.6%
	# Aktien	167.8 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	1 531.5 Mio.	33.2%
	Net IB debt	-373.7 Mio.	
	Firmenwert	285.6 Mio.	

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.

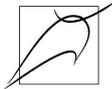
Es gibt unterschiedliche Szenarien, die vorstellbar sind, um die Werte bei AGFA zu heben:

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 August haben wir eine Position von ca. 2.5% in AGFA-Gevaert NV aufgebaut.



Unternehmensanalyse: Booking.com (BKNG) und Trip.com (TCOM)

Booking.com Bewertung (in USD):

Kurs	1 670.00	68.6 Mrd.
DJÜ-Basis	1 399.41	-16.2%
DCF-Basis	1 420.55	-14.9%
# Aktien	0.0 Mrd.	Easy Buffett:
Net debt	7.3 Mrd.	10.5%
Net IB debt	2.2 Mrd.	
Firmenwert	70.9 Mrd.	

Trip.com Bewertung (in USD):

Kurs	26.56	15.8 Mio.
DJÜ-Basis	42.18	58.8%
DCF-Basis	41.50	56.2%
# Aktien	0.6 Mio.	Easy Buffett:
Net debt	6.2 Mio.	15.1%
Net IB debt	1.7 Mio.	
Firmenwert	18.0 Mio.	

Aus dem August Value Investing Brief

Booking.com ist neben Google das wichtigste Unternehmen im weltweiten Tourismus. Man besitzt die größte Plattform mit ca. 2.6 Mio. unabhängigen Unterkünften in 230 Länder (zum Vergleich: Expedia 2.1 Mio. Unterkünfte/200 Länder; AirBnB 0.7 Mio. Unterkünfte/190 Länder). Zudem hat man sehr variable Kosten (viel operativen Leverage); bei einem operativen Umsatzeinbruch um 60% würde das Unternehmen immer noch eine schwarze Null schreiben.

Für Trip.com gelten diese Attribute in China. Trip.com hat sein Tief der Reiseindustrie im Februar gesehen. In der westlichen Welt war das Tief im April. Eine Investition ist ein antizyklischer Kauf auf die Corona-Pandemie. Das Jahr 2020 kann man bei Trip.com und Booking.com abschreiben.

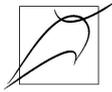
Die Bilanz ist bei beiden Unternehmen mit ausreichend Cash ausgestattet, sodass keine

Liquiditätsengpässe drohen. Man spekuliert bei Booking.com und Trip.com also nicht auf ein Überleben, dieses ist nach aktuellen Kenntnissen sicher, sondern auf die Erholung und eine anschließend bessere Marktposition. Allerdings geht auch der CEO von Booking.com (13.05.2020) von einem mehrjährigen Rückgang aus. Die Bilanz und Zahlen sehen von Booking.com besser aus als von Trip.com. Abgesehen von der Qualität ist bei diesem Investment die Frage der Bewertung von besonderer Bedeutung.

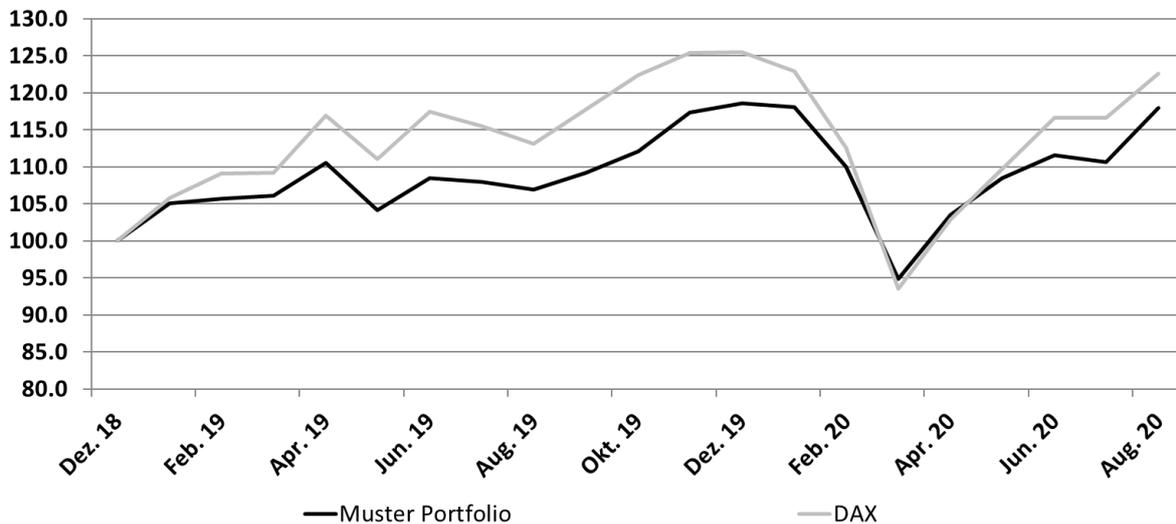
Bei Booking.com lautet die Frage: Wie viel bin ich maximal bereit für 4 Mrd. USD Gewinn in vier Jahren mit dann ca. 10% Wachstum zu bezahlen?

Bei Trip.com lautet die Frage: Wie viel bin ich bereit für 1 Mrd. USD Gewinn in vier Jahren mit dann ca. 20% Wachstum zu bezahlen?

Zur Analyse



Muster-Portfolio:



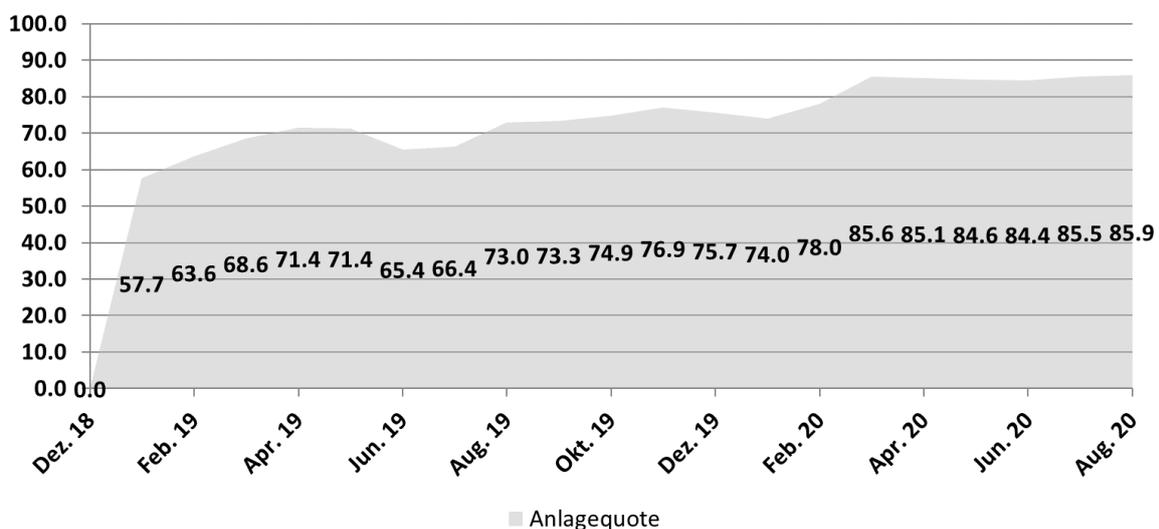
Der Wert des Muster-Portfolios hatte mit +6.6 % im August besser entwickelt als der DAX mit + 5.1 %.

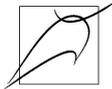
Die Kasse ist nominal aufgrund der Verkäufe leicht gestiegen, aufgrund der Performance ist die Kassenquote trotzdem um 0.4 % gefallen.

Überdurchschnittlich haben sich Hypoport, Takeuchi, All for One und Mutui Online

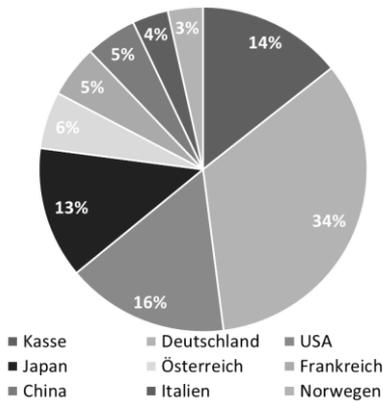
entwickelt. Hypoport ist dabei besonders herauszuheben, da es der erfolgreichste Titel des Portfolios und auch des aktuellen Jahres ist. Weniger gut waren BIC, Fjord1 und KSB. Letzterer hat mit Quartalszahlen unter den Erwartungen die Anleger enttäuscht.

Weiterhin sehe ich momentan keinen großen Handlungsbedarf und tendiere zu einer defensiven Haltung.

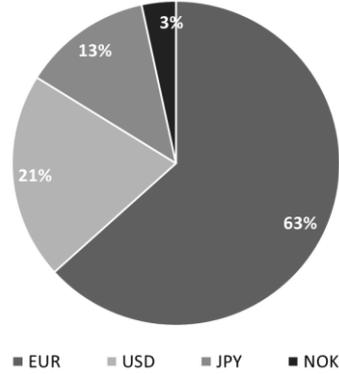




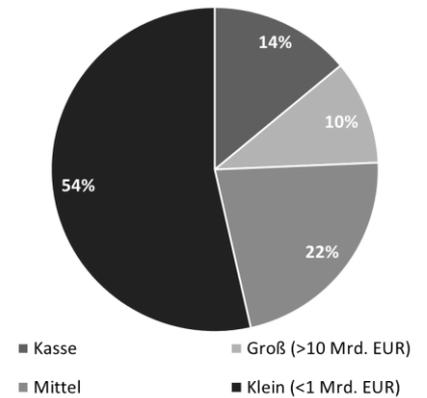
Länder:



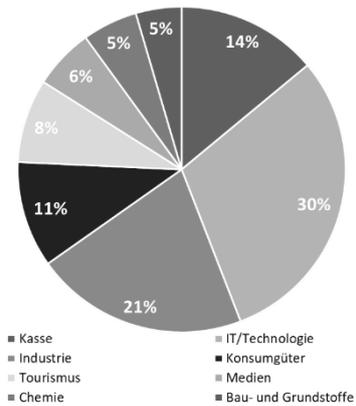
Währungen:



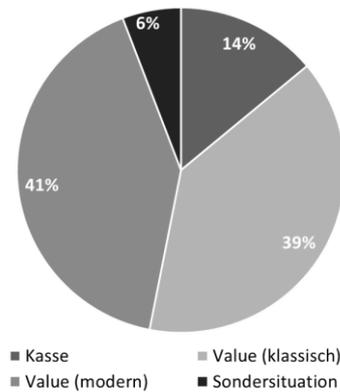
Marktkapitalisierung:



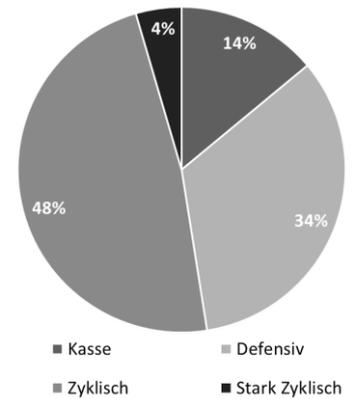
Branchen:

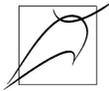


Investmentstil:



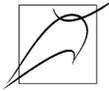
Konjunkturanfälligkeit:





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%		
AGFA	AGFB	3.59	Mio.	EUR	5.23	46%	7.14	99%	33%	15.3	2.3	8%	7%	1531.5	3%	3.0	0.0
All for One	A1OS	52.80	Mio.	EUR	57.84	10%	54.73	4%	15%	19.9	3.7	14%	15%	84.3	28%	2.0	1.0
Alphabet	GOOGL	1634.18	Mio.	USD	1525.76	-7%	1484.88	-9%	13%	25.8	4.0	31%	14%	37.8	75%	1.0	2.0
A.S. Creation	ACWN	13.80	Mio.	EUR	34.70	151%	31.75	130%	10%	12.6	0.4	0%	-3%	-0.2	64%	3.0	2.0
BASF	BAS	51.09	Mrd.	EUR	62.02	21%	49.26	-4%	15%	11.2	1.1	13%	16%	34.7	46%	2.0	1.0
BIC	BB	48.20	Mio.	EUR	81.18	68%	74.82	55%	11%	9.5	1.2	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	100.00	Mio.	EUR	92.22	-8%	88.11	-12%	7%	17.4	2.3	14%	14%	167.4	46%	1.0	1.0
Discovery	DISCA	22.07	Mrd.	USD	31.68	44%	30.53	38%	27%	9.0	1.0	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0
FJORD1	FJORD	43.60	Mio.	NOK	44.78	3%	23.74	-46%	14%	11.6	3.4	10%	22%	5186.4	28%	1.0	1.0
Hypoport	hyq	510.00	Mio.	EUR	256.02	-50%	233.36	-54%	7%	107.0	13.5	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB	ksb3	210.00	Mio.	EUR	418.55	99%	364.88	74%	9%	6.2	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	145.60	Mio.	EUR	133.82	-8%	103.61	-29%	9%	17.5	1.8	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	23.00	Mio.	EUR	27.75	21%	25.92	13%	11%	21.2	7.9	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Trip.com	TCOM	30.24	Mrd.	USD	42.18	39%	41.50	37%	15%	25.7	0.9	504%	1%	6.2	55%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1101.00	Mio.	JPY	1349.22	23%	1250.56	14%	13%	17.0	1.3	25%	8%	-3.6	68%	3.0	2.0
Tadano	6395	864.00	Mrd.	JPY	2125.24	146%	1887.29	118%	13%	10.5	0.5	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi	6432	2209.00	Mrd.	JPY	4437.37	101%	3665.65	66%	12%	10.4	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.

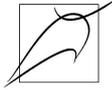
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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 bedeuten 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.

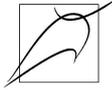


Abonnementen Fragen:

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.