

Till Schwalm's Value Investing Brief

Dezember 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

was für ein Monat liegt hinter uns! Wie Ende des letzten Monats vermutet, war der November von den US-Wahlen geprägt, die nach einer kurzen Unsicherheit für Biden entschieden wurden und von der zweiten Covid-19-Welle, die negativ zu mehreren Lockdowns geführt hat, aber gleichzeitig mit vielversprechenden Impfstoffstudien eine positive Entwicklung genommen hat. In diesem turbulenten Monat hat der DAX mit +15% die beste Monatsperformance seiner Geschichte hingelegt und auch unser Portfolio hat sich sehr gut entwickelt.

Dabei gab es eine Veränderung in unserem Portfolio: den Kauf von naked wines plc. Diese neue Position ist interessant, weil ich mir das Unternehmen schon einmal vor mehr als einem Jahr im März 2019 intensiv angeschaut habe, damals noch unter dem Name Majestic Wine plc und zu einem Aktienkurs von 282 GBp. Meine Entscheidung damals lautete, nicht zu kaufen. Im November 2020 habe ich zu einem Kurs von 464 GBp gekauft. Meine

Entscheidung damals war also eine Fehlentscheidung.

Was hat sich geändert, dass ich meine Entscheidung heute revidierte?

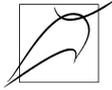
Damals bestand das Geschäft hauptsächlich aus klassischen Weinfachhändlern in der UK mit einem kleinem Onlinearm naked wines, den man zwei Jahre zuvor übernommen hatte. Ich habe das Unternehmen in erster Linie auf Basis des Offline-Geschäftes bewertet, obwohl der CEO aus dem Online Bereich kam und das Wachstum und die Story sich bereits um naked wines gedreht hat. Im Laufe 2019 hat man dann das gesamte Offline-Geschäft verkauft, um sich auf die naked wines Expansion in den USA zu konzentrieren, und der CEO hat sich freiwillig zurückgezogen, um den US-Geschäftsführer an die Spitze zu lassen. Diese Entscheidungen waren für mich nicht verständlich und zu unsicher, als dass ich das Unternehmen daraufhin hätte neubewerten können. Im Nachhinein stellt



sich der Verkauf des Offlinegeschäft und die Konzentration auf das Onlinegeschäft (insb. die USA) als eine der glücklichsten Managemententscheidung des Jahrzehnts heraus. Und da stehen wir heute. Das Unternehmen ist in der Pandemie mit hohen zweistelligen Raten gewachsen, man ist wegen dem Verkauf von Majestic Wine schuldenfrei und alle Kennzahlen sehen exzellent aus. Nach unserem Kauf hat man bombastische Geschäftszahlen vorgelegt. Eigentlich hätte sich dieses Unternehmen als klare Pandemiegewinner dieses Jahr im Aktienkurs vervielfachen müssen. Hat es aber nicht im selben Umfang wie vergleichbare Unternehmen. Ich denke, weil bei vielen Investoren, mich eingeschlossen, es erst jetzt Klick gemacht hat, dass man es nicht mehr mit einem offline Weinfachhändler in England zu tun hat, sondern mit einem regional diversifizierten Onlinegeschäft. Aus diesem Grund haben wir bei naked wine meiner Meinung nach auch zu 464 GBp ein gutes Chancen-Risiko-Verhältnis.

Des Weiteren gab es einige *Geschäftszahlen* in unserem Portfolio, die überwiegend gut ausgefallen sind:

- AS Creation mit starken Zahlen. Überraschend, oder auch nicht. Die Konzentration auf zu Hause mit gleichzeitiger hoher Unsicherheit, was das Einkommen betrifft, spricht für Tapeten.
- Discovery mit Umsatz- und Gewinnrückgang, aber über Erwartungen. Rückgang kommt aus dem Anzeigengeschäft → der Kontrast zu YouTube ist auffällig. Preise für Zugang zu Inhalten konnten angehoben werden. An unserem Investmentcase ändert sich nichts: Discovery ist gut positioniert bzgl. Inhalt und Zuschauerverhalten für die neue Medienwelt.
- Cewe mit Zahlen innerhalb meiner Erwartungen. Q3 war früher das wichtigste Quartal aufgrund von Urlaubsreisen, dies wurde aber schon vor einigen Jahren vom Q4 abgelöst. Trotzdem belastet dieses Jahr das geänderte Reiseverhalten. Umsatzrückgang in Fotofinishing -5%; im kommerziellen Online-Druck -38%; im Einzelhandel -12%. Unterm Strich bleibt mit Kosteneinsparungen ein akzeptabler operativer Verlust von -1.7 Mio. EUR (VJ -0.5 Mio. EUR) in Q3. Gleichzeitig beobachte ich interessiert, wie die Werbung für das wichtige Weihnachtsgeschäft bereits gestartet ist. Die Performance für 2020 entscheidet sich jetzt.
- Mayr Melnhof zeigt erwartbare Kontinuität. Auftragsniveau hat sich nach den Hamsterkäufen in Q2 wieder normalisiert. Die Konzentration auf systemrelevante Produkte, Karton und Kartonverpackung für Güter des täglichen Bedarfs zeigt sich relativ unbeeinflusst von der Krise. Umsatz Q3 -1.8% (Auslastung wegen geplantem Werksumbau leicht auf 95% (VJ 98%) gefallen).
- KSB mit Zwischenmitteilung. Auftragseingang stabilisiert sich auf einem niedrigeren Niveau als im Vorjahr. Erwartbarer Rückgang beim Umsatz -10% in Q3; positiver Cash Flow aufgrund von Working Capital Rückgang mit Nettofinanzposition von +275 Mio. EUR (VJ 68 Mio. EUR; Vorquartal 219 Mio. EUR).
- Agfa mit Zahlen innerhalb der Erwartungen. Der Investmentcase ist



weiter intakt. Das Offset-Geschäft bereitet Probleme und wird restrukturiert. Die restlichen Geschäftsfelder laufen trotz Covid-19 gut. Die Nettokasse ist trotz risikoreduzierender Maßnahmen bei den Pensionsverpflichtungen weiterhin hoch. Innerhalb der nächsten 24 Monate sollte es zu einer Veränderung und/oder Neubewertung des Unternehmens kommen.

- All for One innerhalb meiner Erwartungen. Weniger Projekte und Einmalerlöse, dafür mehr Cloud Service & Support. Umsatz und Gewinn stabil in 2020 und auch in der Prognose für nächstes Jahr. Spannend wird der Moment, wenn die wiederkehrenden Umsätze das Gesamtwachstum treiben. Momentan befindet man sich noch in einer Übergangsphase, bei dem das Wachstum in wiederkehrenden Umsätzen nur den Rückgang bei den Einmalerlösen ausgleicht.
- Fjord 1 weiter ohne Nachricht hinsichtlich potenzieller Übernahme. Q3 Zahlen soweit wie erwartet. Ausbau der elektrisch betriebenen Fähren geht voran. Tourismusumsatz ist erwartungsgemäß eingebrochen, während das Fährgeschäft gewachsen ist, und den Vertragszuwachs an Januar widerspiegelt.
- MutuiOnline mit sehr guter Entwicklung und zwei spannenden Übernahmen, die in die gleiche Richtung, wie Hypoport, schlagen.

Zudem war ich, wie auch schon im letzten Jahr, auf dem Eigenkapitalforum, dem größten deutschsprachigen Investorentreffen. Als reine online Veranstaltung war ich aber enttäuscht, auch wenn ich mich bei viele Unternehmen upgedatet habe. Ich freue mich auf nächstes Jahr mit Impfstoff hoffentlich wieder als Präsenzveranstaltung.

Zum Schluss möchte ich Ihnen allen eine schöne Weihnachtszeit in kleinem Kreis wünschen.

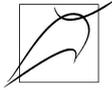
Bleibt gesund!

Ihr

Till Schwalm



Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	5
Investmentidee des Monats: naked wines plc (ISIN: GB00B021F836)	7
Muster-Portfolio:	8
Allokation Muster-Portfolio:	9
Abonnementen Fragen:	13



Marktanalyse:

Im November habe sich die Märkte stark erholt.

Wenn man vom Sentiment ausgeht und sich bspw. den sogenannten Fear and Greed Index von CNN ansieht, der zeigen soll, ob ein Markt eher ängstlich oder gierig ist, sind wir in einem extrem gierigen Markt.



Die Wahlen und die mögliche Corona-Impfstoffe waren positive Trigger-Momente für die Märkte, die den DAX zu seiner besten Monatsperformance in seiner Geschichte und in die Nähe seines Allzeithochs katapultiert haben.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Die Börsen haben sich im November stark positiv entwickelt. Die US-Indikatoren zeigen einen überbewerteten Markt. Der DAX ist in neutralem Territorium.

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	13 291.2	15 383.2	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.21%	1.51%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	33.1	17.1	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	62%	54%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	139.2	186.0	↗

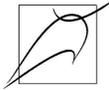
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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

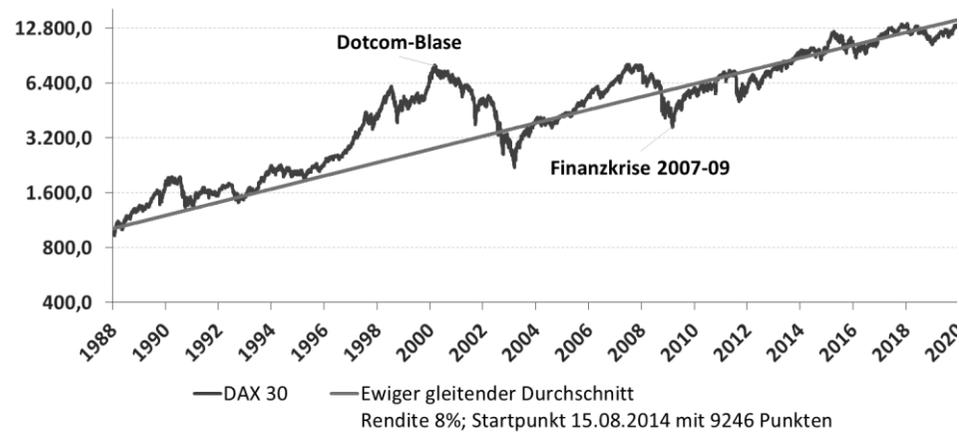
³ Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

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.



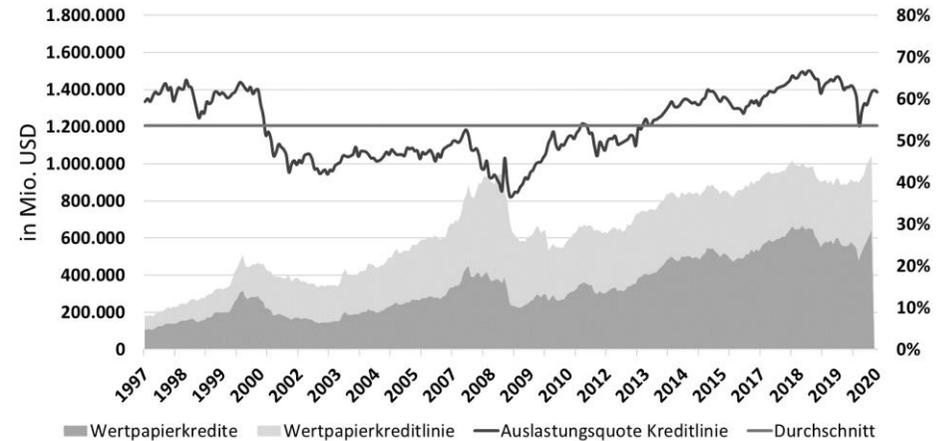
Ewige Durchschnittsrendite:



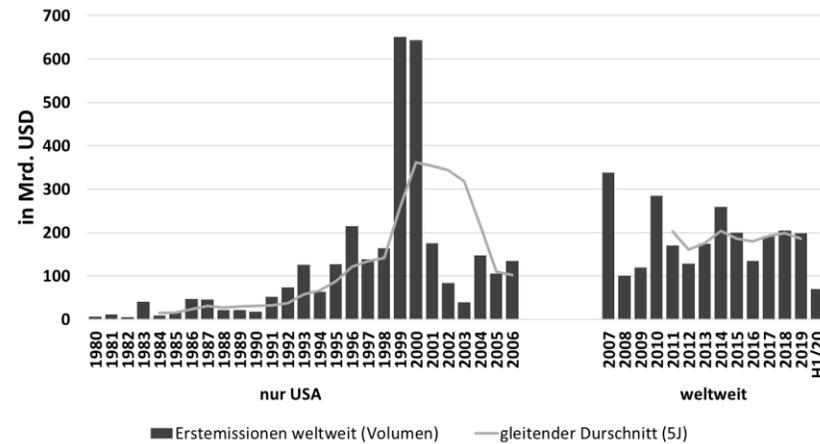
Shiller KGV:



Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: naked wines plc

(ISIN: GB00B021F836)

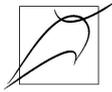
Naked wines plc bringt Weinliebhaber und Winzer direkt zusammen. Das Geschäftsmodell wurde auf Basis der Idee des Crowdfunding entwickelt. Die Kunden unterstützen unabhängige Winzer und erhalten exklusiven Zugang zu hochwertigen Weinen zu unterdurchschnittlichen Preisen. naked wine verfügt über 757 000 Abonnenten/Kunden (Mature Angels) in den Märkten UK, USA und Australien. Es bestehen Kooperationen mit 236 Winzern.

Naked Wines ist die moderne Interpretation eines Weinclubs. Alle Kunden zahlen monatliche Beiträge auf Sparkonten ein, die dazu genutzt werden, Winzer vorzufinanzieren. Durch die Kombination des Direktvertriebs, dem Auslassen verschiedener Mittelsmänner und einer sicheren Abnahmeplanung für den Winzer, kann guter Wein zu deutlich günstigeren Preisen als im stationären Fachhandel angeboten werden. naked wines investiert stark in die Kundengewinnung. Neukunden werden über Gutscheine und kostenlosen Beigaben in Form von Wein bei einer Bestellung belohnt. Neben klassischen Online-Werbekanälen sind der Kern der Vertriebsstrategie Partnerschaften. naked wines bezahlt für den Zugang zu den Kunden anderer Unternehmen, die eine ähnliche Kundenstruktur haben. Damit sind Erstkunden defizitär. Ziel ist es, innerhalb von zehn Jahren einen Rückfluss des Vierfachen des investierten Kapitals bei

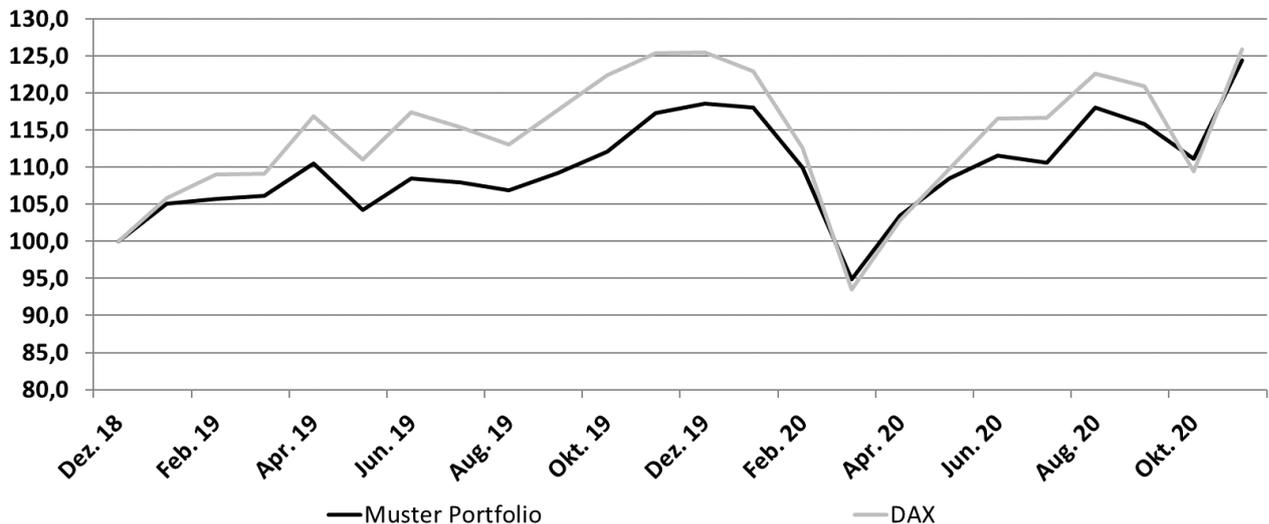
Neukunden zu erzielen. Bisher hat das gut funktioniert.

Das Unternehmen ist in der Pandemie mit hohen zweistelligen Raten gewachsen, man ist wegen dem Verkauf des Offlinegeschäftes 2019 von Majestic Wine schuldenfrei und alle Kennzahlen sehen exzellent aus. Das Wachstum kommt während der Pandemie sowohl aus neuen Kunden +204 000 in den letzten 12 Monaten, also ca. 36%, als auch aus mehr Bestellungen der bestehenden Nutzer, sodass der Umsatz um 50-80% gestiegen ist. Natürlich ist dieses Wachstum nicht nachhaltig, da durch Corona mehr zu Hause getrunken und online bestellt wurde, sobald man wieder regelmäßig ausgeht wird der Umsatz pro Kunde für naked wines wieder mehr auf das Niveau vor Corona sinken. Trotzdem, die gewonnenen Kunden werden zum Teil bleiben und bei gutem Service, wird auch weiterhin mehr bei naked wines bestellt.

Eigentlich hätte sich dieses Unternehmen als klare Pandemiegegner 2020 im Aktienkurs vervielfachen müssen. Hat es aber nicht im selben Umfang wie vergleichbare Unternehmen. Ich denke, weil bei vielen Investoren, mich eingeschlossen, es erst jetzt Klick gemacht hat, dass man es nicht mehr mit einem offline Weinfachhändler in England zu tun hat, sondern ein regional diversifiziertes Onlinegeschäft. Aus diesem Grund haben wir bei naked wine gekauft.



Muster-Portfolio:



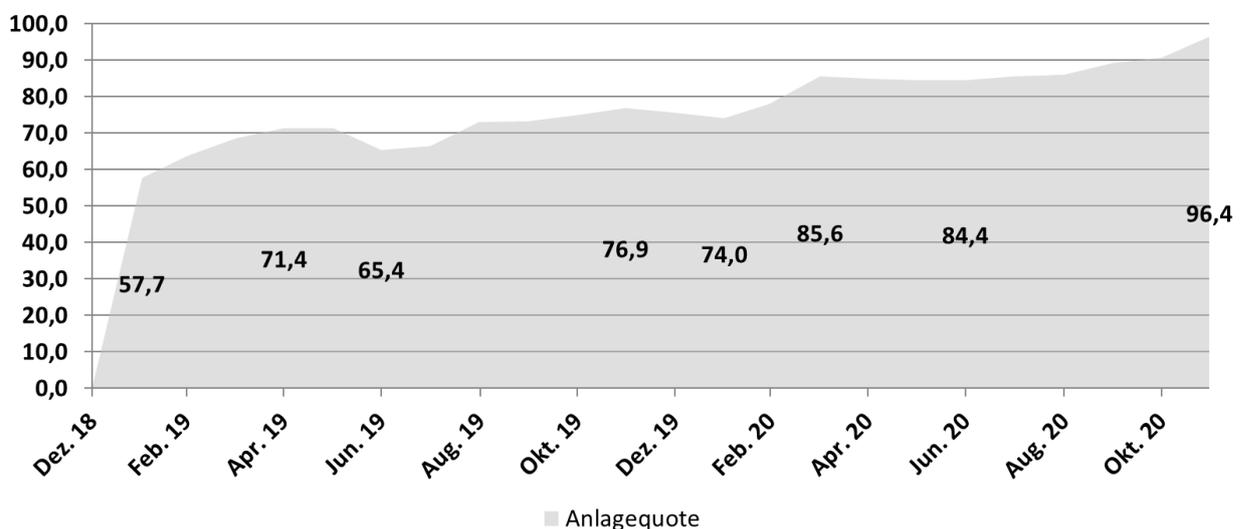
Der Wert des Muster-Portfolios hat sich mit 12% im November schlechter entwickelt als der DAX mit 15%.

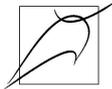
Allerdings war dieser Effekt, in der Aufwärtsbewegung hinter dem Index zu liegen, deutlich kleiner als die Monate zuvor. Dies hat nicht ausschließlich mit der hohen Anlagequote zu tun, die mit über 96% jetzt im Bereich des Vollinvestments liegt, sondern auch mit der herausragenden

Performance einiger Portfoliotitel. Die Sondersituationen mit der Kasse haben sich erwartungsgemäß nicht von der Stelle bewegt.

Dagegen haben sich MutuiOnline, KSB, Discovery, BIC und Naked Wine mit über +25% herausragend entwickelt.

Die einzigen Verlierer im Portfolio waren Hypoport und Pronexus.





Allokation Muster-Portfolio:

Im November gab es nur eine Veränderung im Portfolio: naked wines plc wurde gekauft.

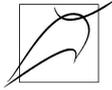
Bei der Länderallokation ist deshalb UK und das britische Pfund bei der Währung

hinzugekommen. Bei der Industrie der Lebensmittelhandel.

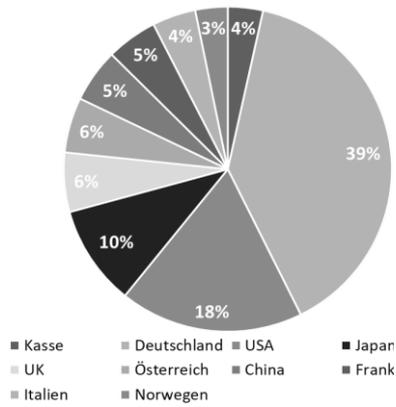
Ansonsten ist das Portfolio, abgesehen von Performanceverschiebungen, zum Vormonat unverändert.

Übersicht:

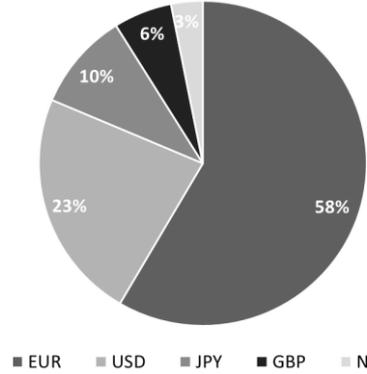
	Portfolio	in %	Performance		Portfolio	in %	Performance
	Kasse	3.6%					
1	Alphabet	9.8%	+2.81%	16	Pronexus	4.0%	-0.32%
2	Discovery Communication	7.9%	+0.28%	17	Fjord1	3.1%	+0.15%
3	All For One	7.2%	+1.13%	18	Agfa	2.2%	-0.10%
4	Naked Wine Plc	5.8%	+1.12%				
5	Takeuchi Mfg Co Ltd	5.7%	+1.74%				
6	Grenke	5.7%	-0.60%				
7	CeWe Color	5.6%	+0.75%				
8	AS Creation Tapeten	5.5%	+1.16%				
9	Mayr-Melnhof Karton	5.4%	+1.33%				
10	Trip.com	5.2%	+0.81%				
11	Grenke Anleihen	5.1%	+0.28%				
12	BIC	4.9%	-1.56%				
13	Hypoport AG	4.6%	+3.06%				
14	KSB AG Vorzüge	4.6%	-0.69%				
15	MutuiOnline	4.2%	+1.92%				



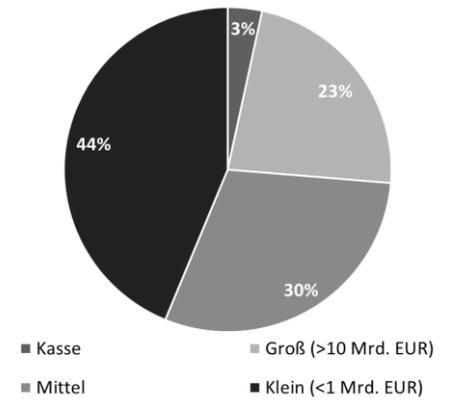
Länder:



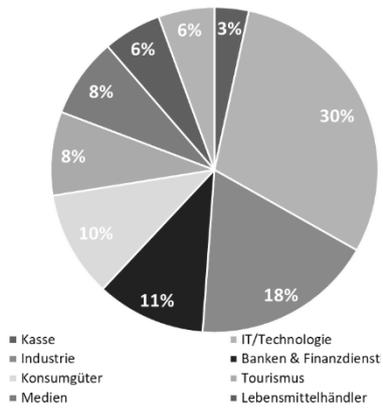
Währungen:



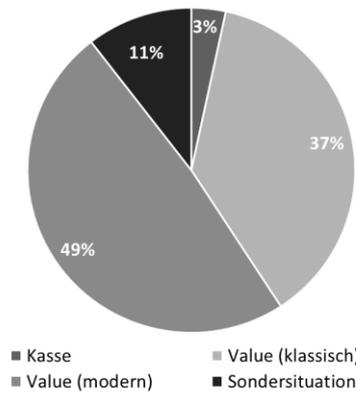
Marktkapitalisierung:



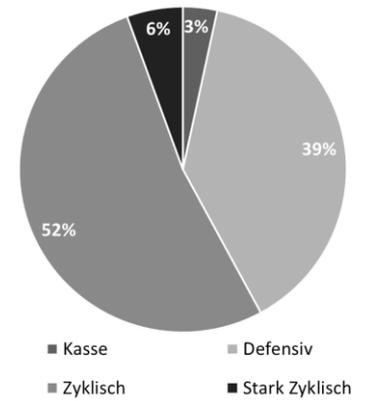
Branchen:

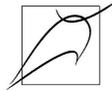


Investmentstil:



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	54.20	Mio.	EUR	57.84	7%	54.73	1%	15%	20.4	3.8	14%	15%	84.3	28%	2.0	1.0	
Alphabet	GOOGL	1 760.74	Mrd.	USD	1 525.76	-13%	1 484.88	-16%	13%	27.8	4.3	31%	14%	37.8	75%	1.0	2.0	
A.S. Creation	ACWN	15.50	Mio.	EUR	34.70	124%	31.75	105%	10%	14.1	0.5	0%	-3%	-0.2	64%	3.0	2.0	
BIC	BB	49.76	Mio.	EUR	81.18	63%	74.82	50%	11%	9.8	1.2	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0	
CeWe	CWC	90.70	Mio.	EUR	96.59	6%	91.55	1%	9%	14.8	2.2	20%	15%	161.0	54%	2.0	2.0	
Discovery	DISCA	26.91	Mrd.	USD	31.68	18%	30.53	13%	27%	11.0	1.2	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0	
FJORD1	FJORD	43.10	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	36.98	Mio.	EUR	176.16	376%	176.75	378%	11%	8.1	0.3	3%	16%	2 445.4	15%	3.0	1.0	
Hypoport	hyq	441.00	Mio.	EUR	256.02	-42%	233.36	-47%	7%	92.5	11.7	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0	
KSB	ksb3	218.00	Mio.	EUR	418.55	92%	364.88	67%	9%	6.4	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0	
Mayr-Melnhof	MMK	147.60	Mio.	EUR	133.82	-9%	103.61	-30%	9%	17.7	1.8	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0	
MutuiOnline	MOL	29.60	Mio.	EUR	27.75	-6%	25.92	-12%	11%	27.2	10.2	62%	43%	92.6	29%	1.0	1.0	
Naked Wines	wine	5.78	Mio.	GBP	6.41	11%	6.15	6%	12%	131.0	0.8	-9%	-2%	-13.8	59%	3.0	2.0	
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	1 075.00	Mrd.	JPY	1 349.22	26%	1 250.56	16%	13%	16.6	1.2	25%	8%	-3.6	68%	3.0	2.0	
Takeuchi	6432	2 457.00	Mrd.	JPY	4 437.37	81%	3 665.65	49%	12%	111.5	1.2	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.

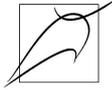
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.

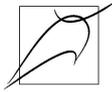


Abonnementen Fragen:

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.