



Till Schwalm's Value Investing Brief

Oktober 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

im letzten Monat gab es wieder einige Veränderung im Portfolio.

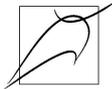
Nachdem sich Aktien durch die Bank seit März überraschend gut entwickelt haben, aber die realwirtschaftlichen Zahlen dieser Entwicklung aus meiner Sicht hinterherlaufen, hatte ich Anfang des Monats die Absicht, Risiko aus dem Portfolio zu nehmen, es weiter zu konzentrieren und habe deshalb BASF mit leichten Verlusten verkauft. Ein Teil des Geldes wurde in Discovery, Cewe Color, AS Creation sowie die Kasse umgeschichtet.

Für BASF, wie schon im Vormonat für Wacker Neuson, fehlt mir die Fantasie für eine positive Geschäftsentwicklung in den nächsten 18 Monaten. Durch die starke Veränderung in der Automobilindustrie ist das Kerngeschäft zusätzlich zur Corona-Krise belastet und durch den starken Verfall der Öl- und Gaspreise ist ein Börsengang der Wintershall Dea unwahrscheinlicher und unökonomischer geworden.

Allerdings hat sich Mitte des Monats dann eine überraschende Investmentchance aufgetan, die, das möchte ich vorwegnehmen, ich zu früh ergriffen haben: die Grenke AG.

Aufgrund der Aktionärsstruktur kenne und beobachte ich Grenke schon seit mehreren Jahren und die Aktie war mir während dieser Zeit immer zu teuer. Aufgrund der Belastung durch die Coronakrise habe ich mir das Unternehmen im August noch einmal intensiv angeguckt und bin zu einer positiven Einschätzung gegenüber dem Management und dem operativen Geschäft gekommen. Mit 60-70 EUR pro Aktie war sie aus meiner Sicht nur weiterhin nicht günstig.

Am 14. September hat Fraser Perring dann mit seinem Konstrukt Viceroy Reserach eine Short-Bericht veröffentlicht, um von fallenden Aktienkursen zu profitieren. Dies hat hervorragend funktioniert. Die Aktie ist am ersten Tag von 55,- EUR auf 40,- EUR gefallen, um am Folgetag auf unter 24,-



EUR zu fallen – ein Mehrjahrestief. Zum Monatsende hat sich der Aktienkurs mit starken Kursschwankungen auf rund 30,- EUR eingependelt. Wir haben für 40,70 EUR gekauft.

In dem Bericht gab es aus meiner Sicht fünf Vorwürfe:

Franchise Unternehmen werden von verbundenen Parteien verkauft. Der Preis, der für diese Unternehmen gezahlt wird, ist deshalb falsch.

Franchise Unternehmen haben kein profitables Geschäft und sind deshalb Luftbuchungen, um Umsatz und Gewinn aufzublähen und dem Unternehmen Cash zu entziehen.

Das Cash auf der Bilanz existiert nicht.

Das Business-Modell funktioniert nicht. Der Umsatz wird mit Gütern gemacht, die Unternehmen eigentlich nicht mehr brauchen, wie Druckern, etc.

Das Überwachungssystem funktioniert nicht. Man betrügt systematisch Kunden und arbeitet mit Betrügern/Geldwäschern zusammen in dem man ihnen Konten zur Verfügung stellt und dem Endkunden vollkommen überteuert billige Produkte verkauft (einen 500,- EUR Bildschirm für 10 000,- EUR).

Entkräftet sind für mich die Vorwürfe 2-3 und da die Vorwürfe 1-3 aneinanderhängen ist der erste Vorwurf für das Unternehmen nicht materiell, d.h. gefährdet das Unternehmen nicht. Denn, wenn das Cash da ist, wurde dem Unternehmen nicht zu viel Cash entzogen und wenn nicht zu viel Cash entzogen wurde, sind die Umsätze und Gewinn auch keine Luftbuchungen und wenn es keine Luftbuchungen sind, ist auch der Preis für die Franchise Unternehmen nicht vollständig falsch gewesen. Was von

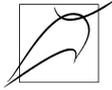
dem ersten Vorwurf nicht ausgeräumt ist, ist, ob die Franchise Unternehmen von verbundenen Parteien verkauft wurden und eigentlich hätten von Anbeginn konsolidiert werden müssen.

Vorwurf 4 ist eine Einschätzung, die jeder Investor für sich selbst treffen muss. Ich halte Büromittel Leasing für ein gutes Geschäft, da es Unternehmen ermöglicht ihre Liquidität zu steuern und Kosten für Investitionen schneller durch die Gewinn- und Verlustrechnung laufen zu lassen, als es unter normalen Abschreibungsregeln möglich wäre. Auch Drucker wird es trotz Digitalisierung noch eine Weile in Unternehmen geben. Und auch wenn es ein Trend zu Abo-Modellen gibt, wird es auf absehbare Zeit noch Investitionsgüter geben, die der Hersteller nicht als Abo anbieten, aber durch Leasing abonisiert werden können.

Vorwurf 5 ist teilweise richtig, es gab einen Vorfall in England, die aus meiner Sicht auch nicht ideal von Grenke gehandhabt wurden und den Ruf dort beschädigt hat, aber bei 40 000 Verkaufspartnern und einer einstelligen Anzahl an Vorfällen würde ich dies nicht als systematisch und materiell bezeichnen.

Ich denke, in Summe ist an dem Vorwurf nichts Materielles dran. Ich könnte mir jedoch vorstellen, dass der Gründer Wolfgang Grenke nicht ganz sauber agiert hat. Meine Spekulation: Nicht zum Nachteil der AG, aber vielleicht zum eigenen steuerlichen Vorteil oder um Vermögen vor der eigenen Familie zu sichern. Auf jeden Fall wird hier noch eine Erklärung kommen müssen, diese Erklärung halte ich aber für die Grenke AG nicht für gefährdend.

Weiter zum Fall Grenke in der [Investmentidee des Monats](#).



Zum Abschluss noch ein Wort zu einem der anderen neueren Portfoliowerte: Trip.com hat Q2 Zahlen berichtet, diese waren nicht überraschend mit Umsatz -64% in Q2 und Verlust. Das Umsatztiefe war im April und der Ausblick für Q3 ist -50% auch nicht gut. Spannend aus meiner Sicht ist, dass laut Management sich Inlandsreservierungen für Hotels und Flüge in China im August für Trip.com vollständig erholt haben, obwohl der Markt erst bei 85% des Vorjahres liegt. Im Vergleich zu Q2 von Booking.com mit - 82% des Umsatzes und Expedia Group mit - 84% des Umsatzes, war das Ergebnis von Trip.com sogar überraschend gut. Es ist für Trip.com von Vorteil in China stark zu sein, wo sich auch der Tourismusmarkt wohl schneller erholt als in Europa

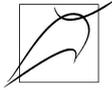
(Booking.com) oder den USA (Expedia Group). Die Bilanz ist weiterhin ohne Probleme. Und auch wenn die Unsicherheit weiterhin hoch ist, setze ich weiterhin auf eine Normalisierung des Reisemarktes 2021/22 und entsprechende positive Performance von Trip.com.

Ihr

Till Schwalm

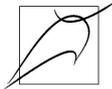


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	5
Investmentidee des Monats: Grenke AG (GLJ)	7
Muster-Portfolio:	9
Allokation Muster-Portfolio:	10
Abonnementen Fragen:	14



Marktanalyse:

Im September gab es eine weitere Verschnaufpause der Märkte und damit keine größeren Veränderungen der Indikatoren.

Vom Sentiment her, gibt es eine negativ abwartende Haltung der Investoren:

Abwartend hinsichtlich der US-Präsidentenwahlen. Bei der sich wenige Investoren trauen klar zu

positionieren und eine Prognose zu wagen, wer gewinnt oder wie sich die Verliererseite verhalten wird.

Negativ hinsichtlich der ansteigenden Corona-Zahlen, die aber für viele Investoren keine Überraschung darstellen. Die entscheidende Frage wird sein, was die neuen Einschränkungen sein werden und wie sich die USA weiterentwickelt.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

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

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 967.4	15 173.0	→
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.02%	1.51%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	30.8	17.1	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	62%	53%	↘
viele Erstemissionen (weltweit) ⁵	139.2	186.0	↗

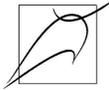
¹ Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8.02% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 09.03.2009 mit 3 666 Punkten nach der großen Finanzkrise gestartet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

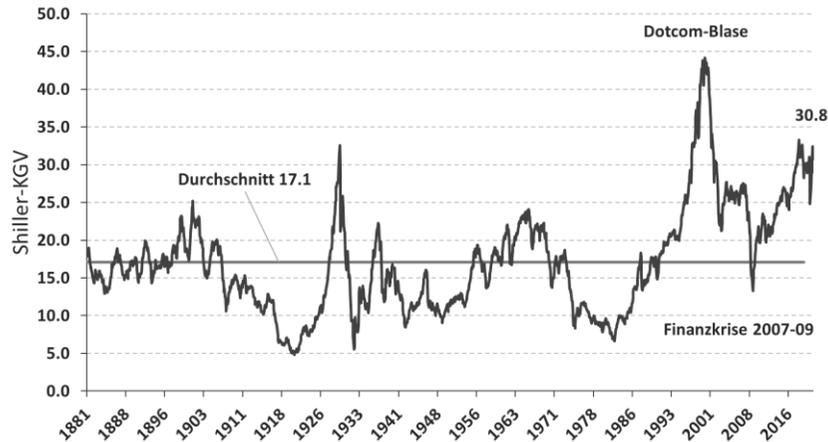
⁵ Die Statistik beruht auf einer vierteljährlich durchgeführten Erhebung von EY und zeigt das Volumen aller Erstemissionen weltweit in USD aus dem letzten Jahr verglichen mit dem durchschnittlichen Volumen der Erstemissionen der letzten 5 Jahren.



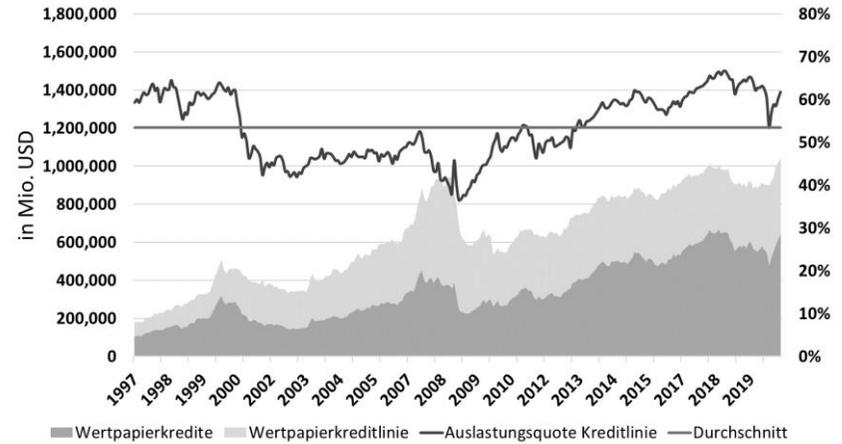
Ewige Durchschnittsrendite:



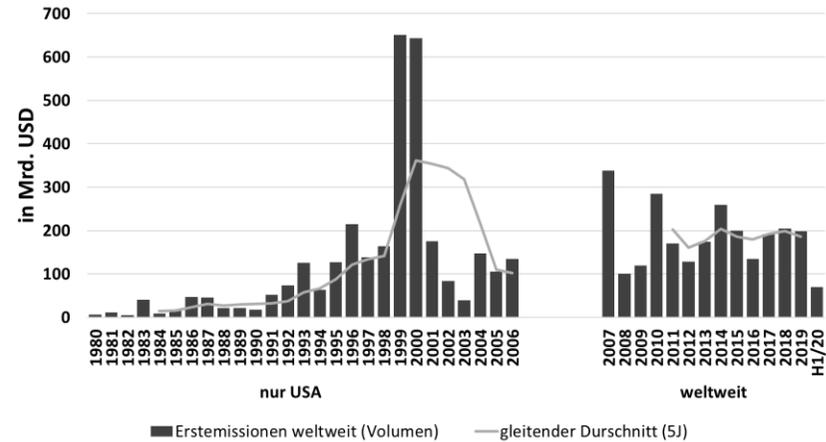
Shiller KGV:

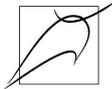


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Investmentidee des Monats: Grenke AG (GLJ)

Bewertung (in EUR):

	Kurs	40.70	1,886.6 Mio.
	DJÜ-Basis	75.28	85.0%
	DCF-Basis	75.78	86.2%
	# Aktien	46.4 Mio.	Easy Buffett:
	Net debt	2 445.4 Mio.	13.3%
	Net IB debt	2 286.6 Mio.	
	Firmenwert	4 173.2 Mio.	

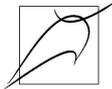
Meine Investment-These für Grenke lautet wie folgt: All die, die sich bei Wirecard verbrannt haben und für Wirecard argumentierten, sind jetzt gegen Grenke. Auch die deutsche Finanzpresse und die BAFIN sind nach dem Wirecard-Skandal verständlicherweise entsprechend vorsichtig. Das hat sich der Shortseller 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 (den laut Shortsellerbericht nicht vorhandenen CFO, er hat halt den Titel Vorstand für Controlling, M&A, Treasury, Recht, Steuern und Investor Relations) 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 bis Mitte des Monats sehr gut, anders als bei Wirecard oder Steinhoff.

Zu Steinhoff gibt es noch eine weitere interessante Parallele: Fraser Perring, der Shortseller, hat nach Steinhoff einen identisch gelagerten Angriff gegen Capitec gestartet (ähnliche Vorwürfe wie gegen Steinhoff), diese haben sich als falsch herausgestellt, man hat sich aber auch hier die Angst im Markt zu Nutze gemacht.

Zusätzlich halte ich es für unwahrscheinlich, dass es zwei so gleichgeartete Betrugsfälle in Deutschland gibt, wie Wirecard war und Grenke jetzt vorgeworfen wird. Aus diesem Grund vertraue ich ebenfalls den entkräftenden Aussagen des Managements.

Und konträr zu Wirecard kann ich bei Grenke zumindest überprüfen, dass es echtes Geschäft gibt. Bei Grenke kann ich nach „Bürobedarf Leasing“ suchen und bekomme dutzende Verkaufspartner, die Leasing von Grenke anbieten. Ich kann mir auf Trustpilot die Bewertungen der Grenke Leasing angucken, die, wenn auch insbesondere in der UK schlecht bewertet, echte Kundenbeziehung darstellen. Ich kann mir einen der größten Konkurrenten in Deutschland anschauen MMV-Leasing und sehe, dass die Zahlen von Grenke zwar besser, aber nicht überraschend sind.

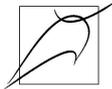


Gleichzeitig muss man sagen, dass Finanzunternehmen von ihrem Ruf leben. Die 140 Mio. EUR Anleihe, die Anfang Oktober fällig ist, war kein Problem, aber danach muss der Ruf wiederhergestellt werden, möchte man keine teure Anschlussfinanzierung. Hier liegt für mich das größte Risiko. Die Anleihen werden derzeit noch notleidend gepreist. Ein Gang zum Kapitalmarkt ist also momentan für Grenke teuer. Gleichzeitig könnte es zu Abflüssen von Bankeinlagen kommen, was die Liquidität in eine kritische Situation bringen könnte. Gut für Grenke ist, dass sie ihr Leasing Portfolio als Assed Backed Securities verkaufen könnten und so kurzfristig an Geld kommen. Dies wäre aber auch alles andere als günstig.

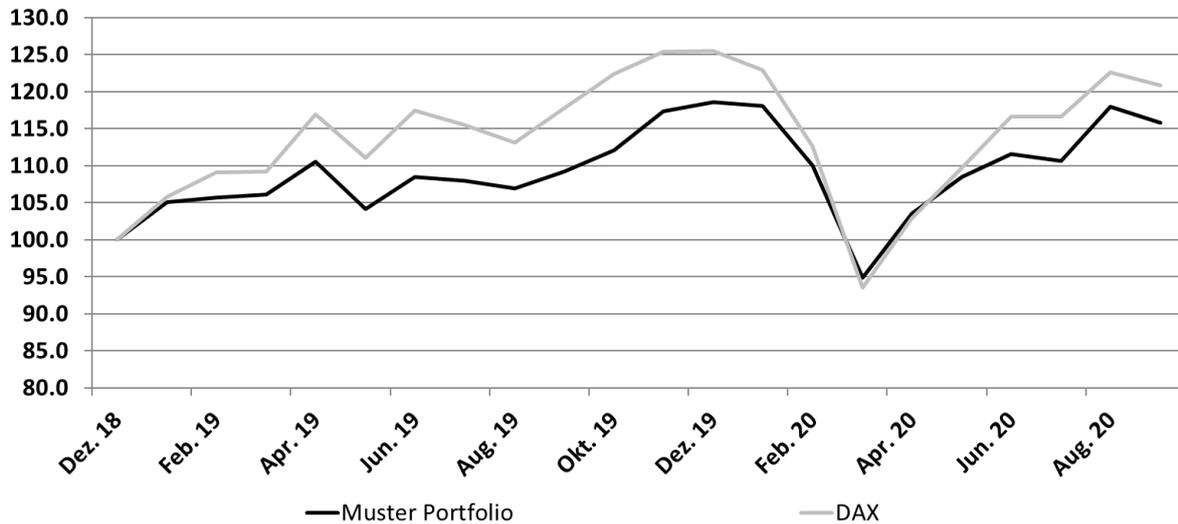
Für uns Investoren gibt es noch die Möglichkeit eines weiteren temporär

schlechten Ausgangs. Und zwar, dass der Aktienkurs für längere Zeit auf niedrigen 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, auch wenn diese durch die Leasingdauer von fast 50 Monaten sich nicht sofort in den Zahlen widerspiegelt. Das heißt, es könnte die nächsten Jahre nur zu marginalem Wachstum kommen und wenn sich der Markt insgesamt etwas abgekühlt hat, könnte Grenke auch in ein paar Jahren noch bei einem KGV von 10-15 handeln und dann wäre das für die „Risiken“, die wir jetzt eingehen, keine gute Rendite.

Im September haben wir eine Position von ca. 5% in Grenke aufgebaut.



Muster-Portfolio:



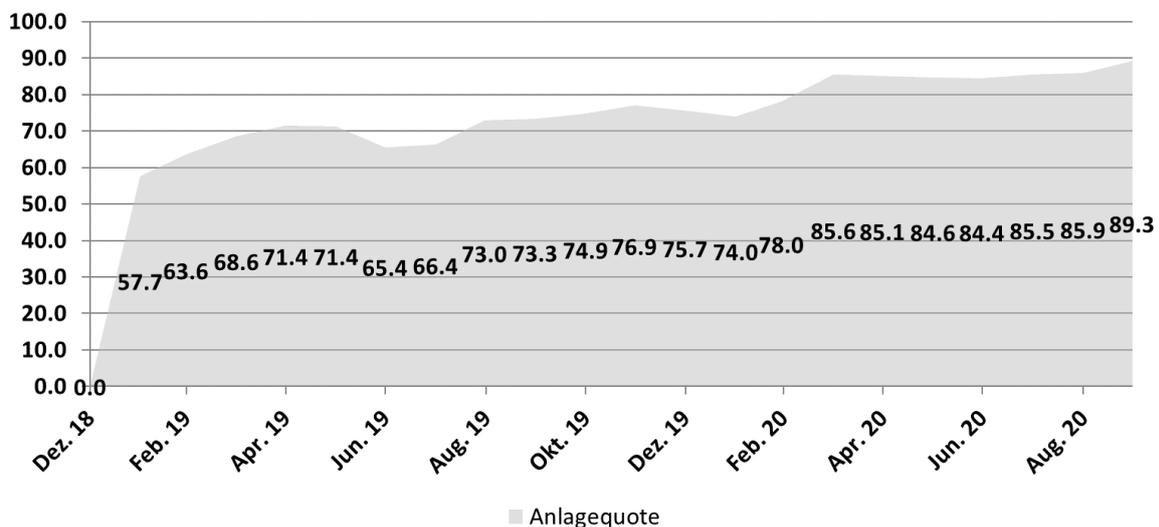
Der Wert des Muster-Portfolios hatte sich mit -1.9% im September schlechter entwickelt als der DAX mit -1.4%.

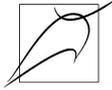
Haupteffekt war der zu frühe Einstieg bei Grenke, welcher mit einem Performancebeitrag von -1.5% einen großen Teil zum Rückgang beigetragen hat.

Die Kasse ist aufgrund der Käufe auf knapp über 10% gesunken.

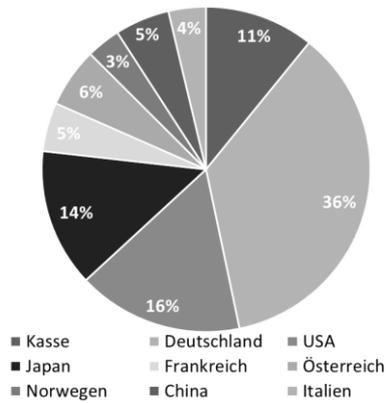
Ansonsten hat sich das Portfolio relativ neutral entwickelt mit einer guten Performance von Hypoport und Mayr-Melnhof und einer eher schlechten Performance von Google, Takeuchi und BIC.

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

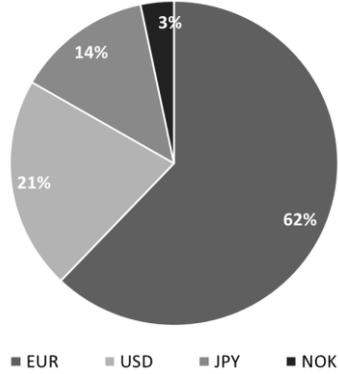




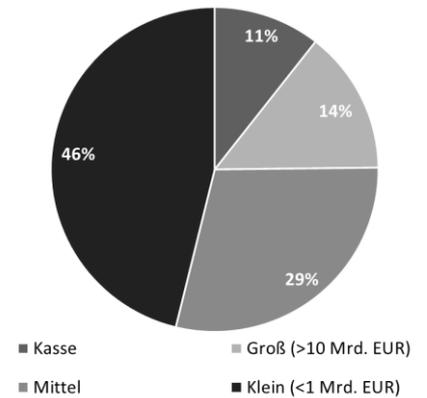
Länder:



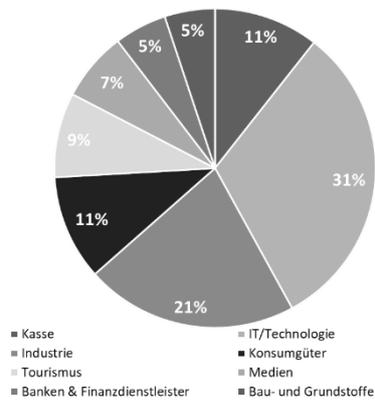
Währungen:



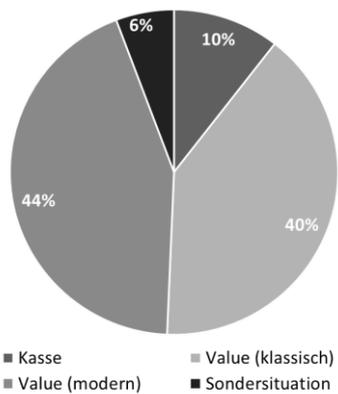
Marktkapitalisierung:



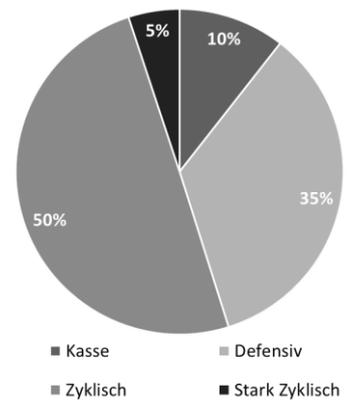
Branchen:

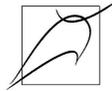


Investmentstil:



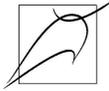
Konjunkturanfälligkeit:





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	3.54	Mio.	EUR	5.23	48%	7.14	102%	33%	15.1	2.3	8%	7%	1 531.5	3%	3.0	0.0
All for One	A1OS	52.20	Mio.	EUR	57.84	11%	54.73	5%	15%	19.7	3.7	14%	15%	84.3	28%	3.0	1.0
Alphabet	GOOGL	1 458.42	Mio.	USD	1 525.76	5%	1 484.88	2%	13%	23.0	3.5	31%	14%	37.8	75%	2.0	2.0
A.S. Creation	ACWN	13.20	Mio.	EUR	34.70	163%	31.75	141%	10%	12.0	0.4	0%	-3%	-0.2	64%	3.0	2.0
BIC	BB	43.10	Mio.	EUR	81.18	88%	74.82	74%	11%	8.5	1.1	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	91.40	Mio.	EUR	96.59	6%	91.55	0%	9%	15.0	2.2	20%	15%	161.0	54%	2.0	2.0
Discovery	DISCA	21.50	Mrd.	USD	31.68	47%	30.53	42%	27%	8.8	0.9	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0
FJORD1	FJORD	44.00	Mio.	NOK	44.78	2%	23.74	-46%	14%	11.8	3.4	10%	22%	5 186.4	28%	1.0	1.0
GRENKE AG	GLJ	31.90	Mio.	EUR	176.16	452%	176.75	454%	11%	7.0	0.3	3%	16%	2 445.4	15%	3.0	1.0
Hypoport	hyq	568.00	Mio.	EUR	256.02	-55%	233.36	-59%	7%	119.1	15.1	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB	ksb3	212.00	Mio.	EUR	418.55	97%	364.88	72%	9%	6.2	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	147.00	Mio.	EUR	133.82	-9%	103.61	-30%	9%	17.6	1.8	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	23.20	Mio.	EUR	27.75	20%	25.92	12%	11%	21.3	8.0	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Trip.com	TCOM	31.03	Mrd.	USD	42.18	36%	41.50	34%	15%	26.4	0.9	504%	1%	6.2	55%	3.0	1.0
Pronexus	7893	1 201.00	Mio.	JPY	1 349.22	12%	1 250.56	4%	13%	18.5	1.4	25%	8%	-3.6	68%	3.0	2.0
Tadano	6395	860.00	Mrd.	JPY	2 125.24	147%	1 887.29	119%	13%	10.5	0.5	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Takeuchi	6432	2 037.00	Mrd.	JPY	4 437.37	118%	3 665.65	80%	12%	9.6	1.0	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.

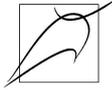
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

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.

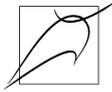


Abonnementen Fragen:

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.