



# Till Schwalm's Value Investing Brief

November 2019

Sehr geehrte Anlegerinnen,  
sehr geehrte Anleger,

kommt die Rezession? Im letzten Monat ist die Berichtssaison gestartet. Während die in diesem Brief erwähnten Indikatoren zur Marktanalyse ein Bild hinsichtlich der langfristigen Lage am Markt liefern, lese ich aus den Unternehmensberichten die Stimmung in der Wirtschaft.

Hier sind die Signale aus dem deutschen Mittelstand schlecht, so hat das Portfoliounternehmen *technotrans* eine Gewinnwarnung ausgegeben. Zudem hat die aktuelle Investmentidee *Wacker Neuson AG* seine vorläufigen schwachen Q3 Zahlen veröffentlicht, was ich für einen Einstieg genutzt habe.

Im letzten Monat habe ich mich zudem intensiv mit einem neuen Unternehmen, der *All for One Group*, auseinandergesetzt. All for One ist interessant, da es aufgrund der Kunden konjunkturanfällig ist. Auch hier stehen die Signale auf Rezession.

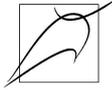
Dies wird auch von den fundamentalen Wirtschaftsdaten unterstützt, die zum Beispiel in einem Indikator, wie den LEI zusammengefasst werden, der seit Monaten für Deutschland fällt und damit auf eine Rezession hindeutet.

Ihr

Till Schwalm

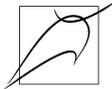


Till Schwalm  
Herausgeber



## **Inhalt**

<b>Marktanalyse:</b> .....	3
<b>Investmentidee des Monats: Wacker Neuson (WAC)</b> .....	5
<b>Unternehmensanalyse: All for One Group</b> .....	6
<b>Muster-Portfolio:</b> .....	7
<b>Allokation Muster-Portfolio:</b> .....	8
<b>Abonnementen Fragen:</b> .....	12



## Marktanalyse:

Diesen Monat ergänze ich die hier aufgelisteten Indikatoren einmalig um den Leading Economic Index (LEI) von der Forschungsorganisation «The Conference Board». Innerhalb dieses Indexes werden saisonbereinigt Daten, wie der Industrieauftragseingang, die Zinsstrukturkurve, das Konsumklima, das reale Bruttoinlandsprodukt, der Auftragseingang im Wohnungsbau, der Aktienmarkt und das Kapitaleinkommen, verarbeitet.

Der Index fällt schon seit Anfang 2018. Seit Juli 2019 steht der LEI für Deutschland und die Eurozone auf Rezession. Der Index versucht, die kurzfristige Entwicklung der Wirtschaft vorherzusagen. Dies ist ihm in der Vergangenheit relativ gut gelungen.

Ist der LEI ein guter Indikator? Dafür spricht seine breite Datenbasis, die eine Vielzahl von Blickwinkeln mit einbezieht.

Dagegen, dass alle Daten bei Veröffentlichung schon veraltet sind, so ist der aktuelle LEI-Stand der August 2019.

Der Ifo-Geschäftsklima-Index, der zwar weniger breit ist, berichtet dagegen direkt aus dem Zentrum der deutschen Wirtschaft indem ca. 7 000 Unternehmen nach ihren Erwartungen für die nächsten sechs Monate befragt werden. Dieser Index war im Oktober für Deutschland aufhellend mit der Aussage: «Die deutsche Konjunktur stabilisiert sich.»



## Werkzeuge zur Markteinschätzung:

Wie im Vormonat herrscht, trotz eines vor allem in Deutschland starken Börsenmonats, eine unklare Situation an den Märkten. 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) <sup>1</sup>	<b>12937.6</b>	<b>15779.7</b>	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) <sup>2</sup>	<b>2.71%</b>	<b>1.56%</b>	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) <sup>3</sup>	<b>30.3</b>	<b>17.0</b>	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) <sup>4</sup>	<b>62%</b>	<b>53%</b>	↘
viele Erstemissionen (weltweit) <sup>5</sup>	<b>205.0</b>	<b>198.4</b>	→

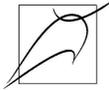
<sup>1</sup> Die Annahmen für die Durchschnittsrendite sind historisch begründet und liegen bei 8% (tatsächliche Rendite des DAX liegt bei 8,43% seit Gründung). Der Startpunkt des Durchschnittskurses ist der letzte vollständigen Börsenzyklus, welcher am 13.03.2003 mit 2202 Punkten nach dem großen Dot-Com-Crash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

<sup>2</sup> 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.

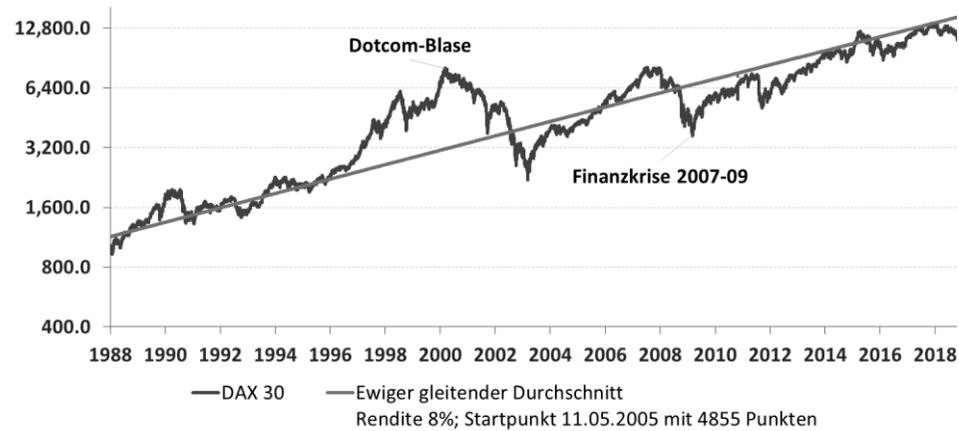
<sup>3</sup> Das Shiller-KGV basiert auf den durchschnittlichen inflationsbereinigten, berichteten Erträgen der letzten 10 Jahre, die auch als konjunkturbereinigtes KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) bezeichnet werden.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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.



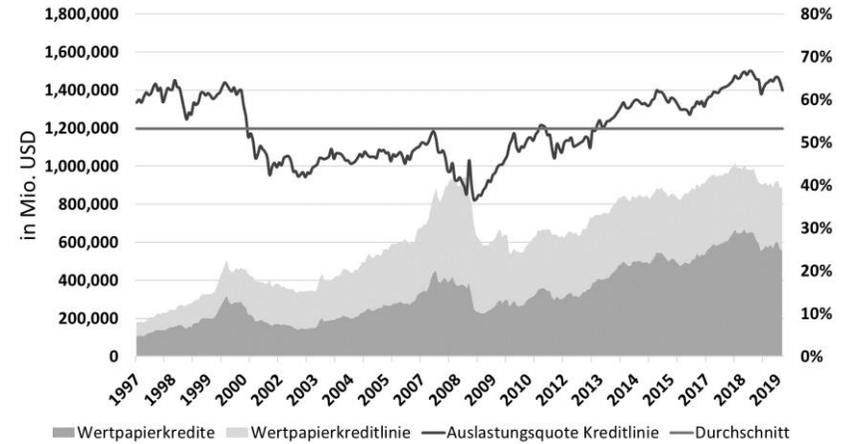
### Ewige Durchschnittsrendite:



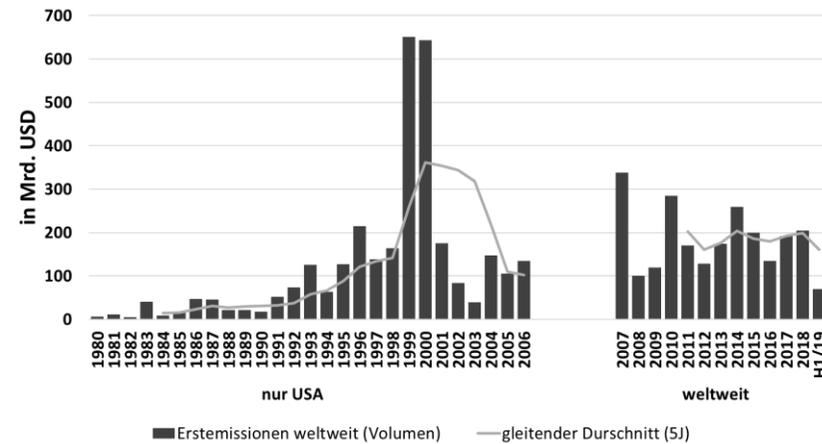
### Shiller KGV:

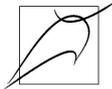


### Kredit-Spekulation:



### Erstmissionen:





## Investmentidee des Monats: Wacker Neuson (WAC)

### Bewertung (in EUR):

	<b>Kurs</b>	<b>15.42</b>	<b>1,081.6 Mio.</b>
	<b>DJÜ-Basis</b>	<b>17.66</b>	<b>14.5%</b>
	<b>DCF-Basis</b>	<b>13.23</b>	<b>-14.2%</b>
	<b># Aktien</b>	<b>70.1 Mio.</b>	<b>Easy Buffett:</b>
	<b>Net debt</b>	<b>385.6 Mio.</b>	<b>12.5%</b>
	<b>Net IB debt</b>	<b>-65.6 Mio.</b>	
	<b>Firmenwert</b>	<b>1,016.0 Mio.</b>	

Wer wartet, der gewinnt. 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 ist der Ausblick schwächer.

Der Peak in der Bauindustrie spiegelte sich auch im Aktienkurs wider, der seit gut anderthalb Jahren nachgibt und nach den vorläufigen Zahlen in Q3/19 und dem enttäuschenden Ausblick noch einmal, mit einem temporären Tiefpunkt, stark

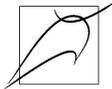
nachgelassen hat. Jetzt sind die Konjunktursorgen und die Rezession aus meiner Sicht zum Teil im Aktienkurs eingepreist.

Insgesamt ist Wacker Neuson ein gut geführtes Unternehmen. Die Bilanz ist sehr solide und der Markt, wie auch das Unternehmen, nicht strukturell gefährdet.

Sollten sich die Konjunktursorgen nicht 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: All for One Group

All for One ist ein gutes, solides, kapitalarmes Geschäft, welches eher auf die Mitarbeiter als auf die Investoren ausgerichtet ist. Es gibt relativ viel Potenzial für sicheres Wachstum. Eine Investition hängt von der Anlegermentalität ab.

Wenn einem ein stabil wachsendes Geschäft ohne große Marge reicht, dann ist All for One ein Kauf. Als Rendite kann man die Dividende von 2,5% plus das organische Wachstum von rund 6% erwarten. Und dies mit relativ hoher Sicherheit für die nächsten Jahre.

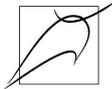
Einen Margenanstieg und überproportionales Wachstum, wie es vom Unternehmen erwartet wird, sehe ich nicht. Das Ziel des Unternehmens ist ein zweistelliges Umsatzwachstum organisch und durch M&A, sowie eine EBIT-Marge von 8-10%. All for One hat aber zu viele Schwächen im Geschäftsmodell, als dass die Marge ausbaufähig wäre. Der Großteil des Geschäftes ist nicht skalierbar und

M&A Wachstum bezahlt man im aktuellen Niedrigzinsumfeld entsprechend.

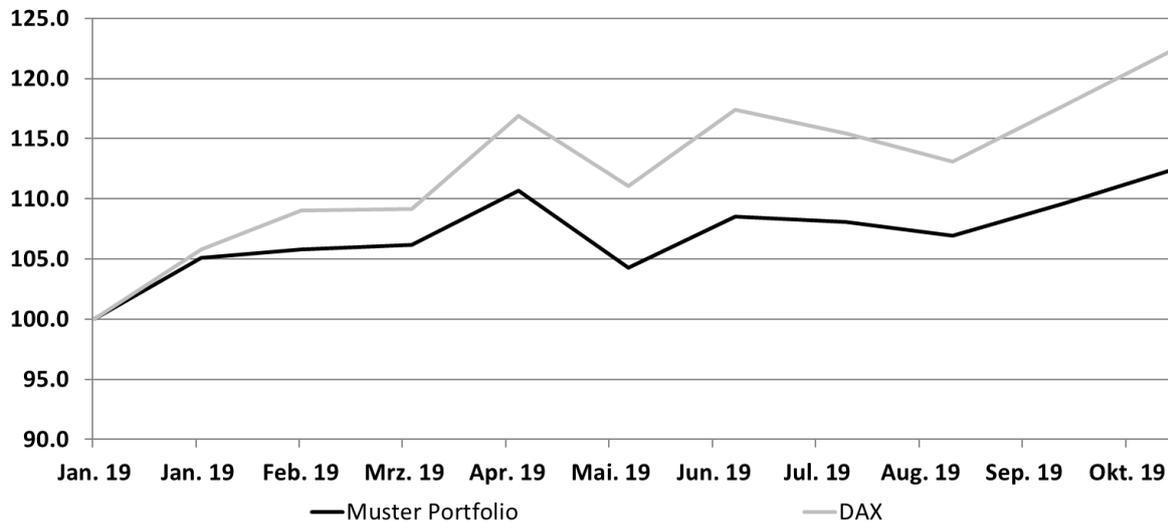
Dafür sind die Kunden „sticky“, d.h. wechseln selten zu einem Konkurrenten und man hat ein Luxusproblem, dass aufgrund der Personalsituation nicht alle Aufträge angenommen werden können. Innerhalb der Branche herrscht ein starker Fachkräftemangel. Für das Unternehmen spricht, dass die Fluktuation mit <10% (IT-Beratung im Schnitt 20%) und einem Krankenstand <3% (Durchschnitt Deutschland 4,3%) bei All for One sehr gut sind. Man hat mehrere Auszeichnungen als einer der besten Arbeitgeber in Deutschland.

Die Bewertung ist in Ordnung. Derzeit wird das Geschäft durch die Strategie 2022 mit ca. 4-5 Mio. EUR belastet (gefühlte versucht man, in das verkorkste Jahr 2019 so viele Kosten wie möglich reinzuladen). Ein Kauf kann unter 45 EUR in Betracht gezogen werden.

[Zur Analyse](#)



## Muster-Portfolio:



Der Wert des Muster-Portfolios hat sich in den ersten zehn Monaten seit Auflegung erfreulich entwickelt. Der Hauptgrund lag in der Entwicklung der Börsen. Aufgrund der deutlich niedrigeren Anlagequote hat sich das Portfolio verglichen zum DAX deutlich unterdurchschnittlich entwickelt.

Insgesamt wird im Muster-Portfolio, obwohl die Anlagequote ansteigt, immer noch ein großer Teil Kasse gehalten. Da neben Wacker Neuson und All for One auch die Position in Booking verkauft wurde, ist die Anlagequote insgesamt nur um ca. 2% gestiegen.

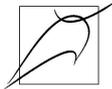
Um zu verdeutlichen, welche Auswirkungen die Kasse auf die Performance hat, habe ich zur klassischen einheitenbasierten Bewertung, wie sie in

der Grafik zu sehen ist und auch für die Vergleichbarkeit des gesamten Portfolios zu anderen Anlagemöglichkeiten richtig ist, auch einmal den internen Zinsfuß berechnet.

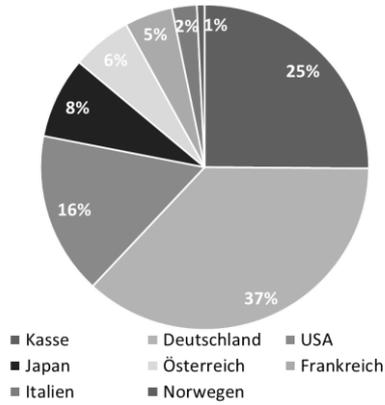
Der interne Zinsfuß ignoriert die Kasse und bezieht sich nur auf die Investitionen und Devestitionen während der zehn Monate, sowie der Annahme, dass das Portfolio zum 01. November vollständig liquidiert wurde. Es ist sozusagen die Rendite des aktiven Teils des Portfolios.

Die Rendite des internen Zinsfußes beträgt 22,43%, anstatt der einheitenbasierten Rendite von 12,5%. Sie liegt damit im ähnlichen Rahmen, wie der Vergleichsindex DAX mit 22,41%.

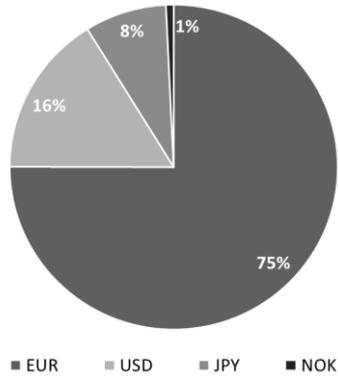




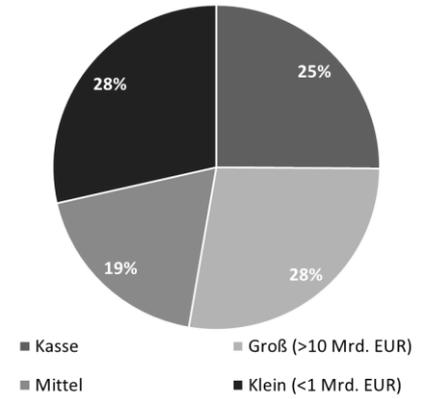
### Länder:



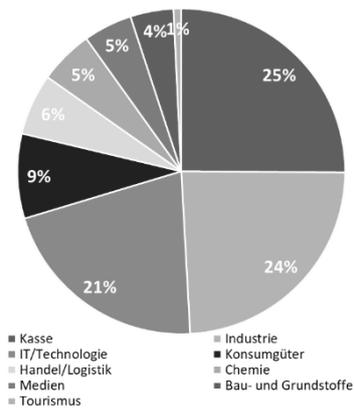
### Währungen:



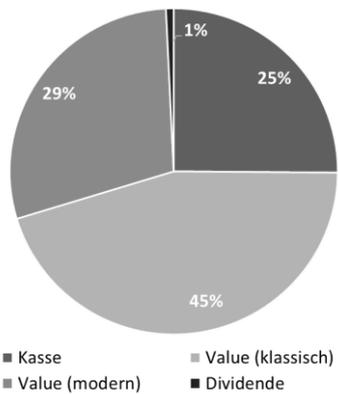
### Marktkapitalisierung:



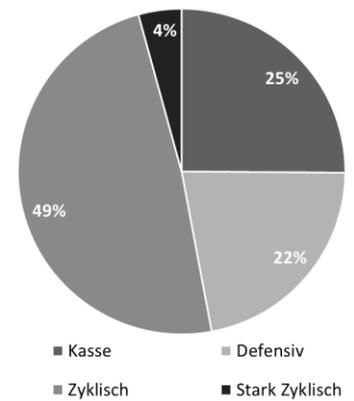
### Branchen:

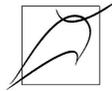


### Investmentstil:



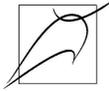
### Konjunkturanfälligkeit:





**Bewertung des Musterportfolios:**

Name	Ticker	Kurs	Einheiten	Währung	DJÜ <sup>1</sup>	%	DCF <sup>2</sup>	%	Easy Buffett <sup>3</sup>	KGV t+1	KBV t+1	3 yr. Ø ROIC <sup>4</sup>	5 yr. Ø ROE <sup>5</sup>	Net Debt <sup>6</sup>	EK-Quote	Bewertung <sup>7</sup>	Sicherheit <sup>8</sup>
<b>Gewichteter Ø</b>						<b>22%</b>		<b>4%</b>	<b>11%</b>	<b>21.6</b>	<b>2.6</b>	<b>28%</b>	<b>15%</b>		<b>49%</b>		
All for One	A1OS	45.30	Mio.	EUR	61.45	36%	53.00	17%	16%	12.2	2.3	31%	20%	52.2	45%	3.0	1.0
Alphabet	googl	1265.80	Mrd.	USD	1257.53	-1%	1162.64	-8%	11%	23.8	3.6	29%	14%	37.2	75%	1.0	2.0
Apple Inc.	AAPL	249.54	Mrd.	USD	196.10	-21%	187.79	-25%	14%	19.5	8.7	57%	43%	25.1	29%	1.0	1.0
A.S. Creation	ACWN	14.70	Mio.	EUR	20.63	40%	17.54	19%	10%	85.2	0.5	-9%	-8%	16.2	56%	3.0	1.0
BASF SE	BAS	68.56	Mrd.	EUR	59.87	-13%	60.28	-12%	11%	14.9	1.4	12%	13%	39.8	40%	1.0	1.0
Societe BIC	BB	62.15	Mio.	EUR	91.31	47%	81.63	31%	12%	11.7	1.6	7%	15%	62.0	69%	3.0	2.0
CeWe	CWC	86.50	Mio.	EUR	93.34	8%	74.34	-14%	10%	17.1	2.6	20%	16%	165.5	46%	1.0	1.0
Deutsche Post	DPW	31.91	Mrd.	EUR	27.03	-15%	24.51	-23%	9%	15.2	3.2	22%	20%	28.7	27%	1.0	1.0
Discovery Inc.	DISCA	27.05	Mio.	USD	30.84	14%	31.18	15%	14%	17.2	1.4	96%	14%	20577.9	31%	3.0	1.0
Fjord1 ASA	FJORD	34.70	Mio.	NOK	56.09	62%	44.49	28%	12%	7.9	1.5	13%	24%	3320.6	37%	3.0	1.0
Hypoport AG	hyq	282.00	Mio.	EUR	231.06	-18%	213.51	-24%	9%	73.8	9.3	96%	22%	90.7	51%	1.0	2.0
KSB SE	ksb3	278.00	Mio.	EUR	418.55	51%	364.88	31%	9%	8.2	0.6	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	118.20	Mio.	EUR	128.21	8%	111.66	-6%	9%	15.3	1.6	11%	12%	75.6	66%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	17.80	Mio.	EUR	24.92	40%	23.02	29%	11%	20.4	5.8	63%	37%	92.6	29%	3.0	1.0
Pronexus Inc.	7893	1276.00	Mrd.	JPY	1390.82	9%	1245.95	-2%	9%	19.1	1.5	24%	9%	-4.6	71%	1.0	2.0
Rosenbauer	ros	37.90	Mio.	EUR	64.76	71%	32.80	-13%	9%	11.9	0.8	6%	10%	331.2	25%	2.0	1.0
Tadano Ltd	6395	990.00	Mrd.	JPY	1641.15	66%	1108.97	12%	14%	9.9	0.8	10%	11%	1.1	61%	3.0	2.0
Takeuchi Mfg Co	6432	1711.00	Mrd.	JPY	3629.95	112%	2902.06	70%	10%	8.2	0.9	25%	15%	-34.3	74%	3.0	3.0
technotrans SE	TTR1	17.16	Mio.	EUR	26.00	52%	20.98	22%	11%	11.1	1.2	12%	13%	29.5	51%	3.0	2.0
Wacker Neuson	WAC	15.42	Mio.	EUR	17.94	16%	13.51	-12%	13%	11.4	0.8	10%	8%	385.6	53%	2.0	1.0



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

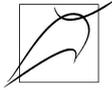
<sup>4</sup> Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.



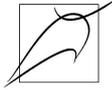
## **Abonnementen Fragen:**

*Wie steuerst du deine Anlagequote über die Indikatoren der Marktanalyse?*

Die kurze Antwort ist: „Gar nicht!“ Ich mache kein Market-Timing und nutze deshalb auch keine Indikatoren, um die Anlagequote zu steuern. Die vier Indikatoren der Marktanalyse zeigen auch keine mittelfristigen Schwankungen über Monate oder Quartale, die man Traden könnte. Dafür sind Sentiment-Indikatoren oder Indikatoren wie der aktuell vorgestellte LEI deutlich besser. Die vier Indikatoren sollen die großen Zyklen am Markt aufzeigen und einem in das richtige Mindset bringen. Der praktische Nutzen ist für mich, den Markt besser zu verstehen. Ich weiß anhand der Indikatoren nur, ob ich es mir etwas leichter machen sollte, zu investieren, oder ob ich es mir etwas schwerer machen sollte. Für mehr stehen die Indikatoren nicht. Mein Value Investing Brief soll nicht zum Market-Timing anregen, sondern die Investmentphilosophie eines langfristig orientierten Value Investors darstellen.

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.