

Till Schwalm's Value Investing Brief

August 2020

Sehr geehrte Anlegerinnen,
sehr geehrte Anleger,

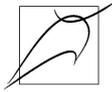
ich möchte zu Beginn kurz über den sogenannten Commitment Bias sprechen. Commitment bedeutet so viel wie Verpflichtung und der Commitment Bias ist die Befangenheit durch (öffentliche) Aussagen, die man in der Vergangenheit getroffen hat. Um konsistent zu bleiben, fühlt man sich einmal getroffenen Aussagen gegenüber verpflichtet. Die Verpflichtung gegenüber seinem eigenen Wort ist grundsätzlich etwas positives. Beim Investieren ist es unerlässlich, dass man sich auf Aussagen der Unternehmensvertreter verlassen kann. Insbesondere, wenn es um die Strategie und Ausrichtung des Unternehmens geht.

Allerdings sollte bei einer veränderten Sachlage der Manager auch seine Meinung ändern können. Der Commitment Bias kann also negativ wirken. Als einfaches Beispiel kann man die Dividendenpolitik sehen: Es ist nicht gut, wenn sich das Management an öffentlichen Aussagen aus der Vergangenheit gebunden fühlt, obwohl sich

die ökonomische Grundlage für eine Dividenden verändert hat.

Genau dieses Problem gibt es auch beim Investieren. Mein Versprechen ist, dass ich mich an meine Aussagen, die ich in der Vergangenheit getroffen habe, halte. Insbesondere wenn es um den Prozess des Investierens geht. Allerdings, wenn es um die konkreten Investments geht, muss ich flexibel handeln und darf mich nicht an meine Aussagen gebunden fühlen. Entwickele ich eine andere Meinung zu einem Investment, weil neue Informationen auftauchen oder ich die Fakten neu bewerte, fühle ich mich an Aussagen, die ich in der Vergangenheit getroffen habe, nicht gebunden.

Dies gesagt: ich habe in meinem Buch ein Kapitel „Weshalb man nicht in Schwellenländern investieren muss“ gewidmet. Dort erwähne ich explizit China als negatives Beispiel mit hoher Rechtsunsicherheit und dass man in solchen Schwellenländern nicht unbedingt ein



direktes Investment tätigen sollte. Heute muss ich sagen: Im Juli haben wir unser erstes Unternehmen aus China gekauft – Trip.com!

Wieso habe ich meine Meinung geändert?

Westliche Investoren sind aus meiner Sicht in China immer noch nur stille Partner ohne Schutz vor der Kommunistischen Partei Chinas (KPCh). Daneben gibt es weiterhin viele Betrugsfälle in China, die das Investieren dort riskanter machen. Ich bin auf diesen Sachverhalt auch in meiner Analyse zu Booking.com und Trip.com in Bereich „Besitzstruktur“ detailliert eingegangen. ADRs, wie wir sie jetzt gekauft haben, sind nicht die ideale Besitzstruktur.

Zudem gibt es mit den USA, nicht nur Trump-bedingt, eine Zuspitzung des Kulturkampfes, der auch ADRs negativ beeinflusst. So wurde in diesem Jahr eine sogenannten „Delisting Bill“ von den Republikanern und Demokraten verabschiedet, die es ermöglicht, chinesische Unternehmen von der amerikanischen Börse zu sperren, wenn sie sich nicht von US-Firmen in China prüfen lassen. Etwas, was China nicht akzeptieren wird. Momentan gibt es eine Übergangsfrist von drei Jahren, sodass sich aktuell nichts ändert. Trotzdem lastet dieses Gesetz auf den chinesischen Firmen mit US-ADRs. Für den Investor stellt sich die Frage, wie man mit Firmen umgeht, die sich nicht von US-Firmen prüfen lassen können oder wollen. Bieten diese einen ausreichenden Schutz, weil sie von der KPCh geschützt werden, oder sind sie der wahrscheinlichere Sündenfall, weil sie ihre Bücher nicht öffnen wollen. Für uns als europäische Investoren ist der Ort der Listung zu vernachlässigen, solange wir der KPCh

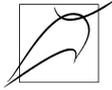
zutrauen, ausländischen Investoren zu schützen. Und hier glaube ich heute, dass es in den letzten fünf Jahren eine Veränderung in China gab.

China hat sich von einer stark nach Innen konzentrierten Politik zu einer mehr nach Außen gerichteten Politik verändert. Insbesondere die neue Seidenstraße ist Ausdruck von dieser Politik. Dies gesagt und nach einigen Gesprächen und gelesenen Interviews mit Experten zu China, halte ich heute fest, dass sich der chinesische Kapitalmarkt stärker geöffnet hat und von der KPCh gefördert wird. Der CNY soll laut der KPCh Weltwährung und in mehreren Zukunftstechnologie weltmarktführend werden. Dies geht besser mit einem international funktionierenden Kapitalmarkt.

Nichtsdestotrotz muss man in China stärker aufpassen als in anderen Ländern. Aus Investmentperspektive sollte man die staatsnahen Betriebe (Kohle, Banken, etc.) sowie intransparente und fragwürdige Manager meiden. Letzteres gilt nicht nur für China, aber die Betrachtung der weichen Faktoren sollten einen größeren Raum in China einnehmen als in Europa oder Amerika.

Bei Trip.com macht das Management einen sehr guten Eindruck auf mich. Trotzdem wird China auch auf absehbare Zeit aus Risikogesichtspunkten aktiv keine große Position in unserem Portfolio einnehmen.

Zu den eben angesprochenen weichen Faktoren gehört auch, dass ich mit unseren Investments nicht eine Politik unterstützen möchte, die Bevölkerungsgruppen unterdrückt und Freiheitsrechte beschränkt. Hier sehe ich aber, dass wir mit unserem Investment in Trip.com eher das Gegenteil erreichen. Trip.com, wenn auch staatlich



stark reguliert, ermöglicht Chinesen einfacher zu reisen. Und wer reist, entwickelt Toleranz gegenüber Fremden und bringt Ideen aus der Fremde mit. In dieser Hinsicht ist Trip.com eine kleine Möglichkeit eine offenere Gesellschaft zu unterstützen. Eine offene Welt mit vielen Reisen, ist mir eine deutlich liebere Welt als eine abgeschottete mit verschiedenen intoleranten politischen Blöcken.

Was ist in diesem Monat sonst noch passiert?

Takeuchi und BASF haben Zahlen veröffentlicht und beide haben ungefähr einen Umsatz von -13% und ein positives operatives Ergebnis erwirtschaftet. Tadano hat nach einem starken organischen Umsatzrückgang von ca. -17% dagegen operativ ein Verlust gemacht, was unter anderem daran liegt, dass man im letzten

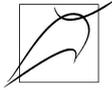
Jahr eine größere Übernahme getätigt hat. BIC hat sogar -23% Umsatz erwirtschaftet, aber einen sehr guten operativen Cash Flow. Hypoport weist weiterhin starke Zahlen auf und hat einen Umsatzanstieg von 21% und nur leichten Auswirkungen der Covid-19-Krise. Alphabet berichtete gute Zahlen, die gegenüber den anderen GAFAM-Aktien aber schwach aussahen und damit den Aktienkurs Ende Juli leicht belasteten.

Ihr

Till Schwalm

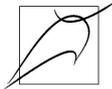


Till Schwalm
Herausgeber



Inhalt

Marktanalyse:	5
Unternehmensanalyse und Investmentidee des Monats: Booking.com (BKNG) und Trip.com (TCOM)	7
Muster-Portfolio:	8
Allokation Muster-Portfolio:	9
Abonnementen Fragen:	13



Marktanalyse:

Im Juli gab es keinen Anstieg der Märkte mehr und auch keine größeren Veränderungen der Indikatoren.

Auffällig, wenn auch hier nicht enthalten, war die starke Abwertung des USD gegenüber dem EUR von 1.12 USD/EUR auf 1.18 USD/EUR, was die größte monatliche Währungsveränderung seit Auflegung der TISCOL GmbH darstellt.

Zusätzlich gab es noch Zahlen aus dem IPO-Markt. Wenig überraschend belastet

die Pandemie den Erstemissionenmarkt. So ging das Emissionsvolumen der Börsengänge im zweiten Quartal 2020 verglichen mit der Vorjahresperiode um 32 Prozent auf 41.1 Milliarden US-Dollar zurück, die Anzahl der IPOs sank um 39 Prozent auf 186.

Damit liegt der IPO Indikator im grünen Bereich, da das IPO-Volumen deutlich unter dem fünf Jahres Durchschnittstrends liegt.

Werkzeuge zur Markteinschätzung:

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

	Ist	Vergleich	Investorenampel
Ewige Durchschnittsrendite DAX (Deutschland) ¹	12 313.4	14 965.7	↗
geringe Dividendenrendite zu Zinsen (Deutschland) ²	2.24%	1.49%	↗
Shiller KGV S&P 500 (USA) ³	30.5	17.1	↘
viel Spekulation auf Kredit (USA) ⁴	59%	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.



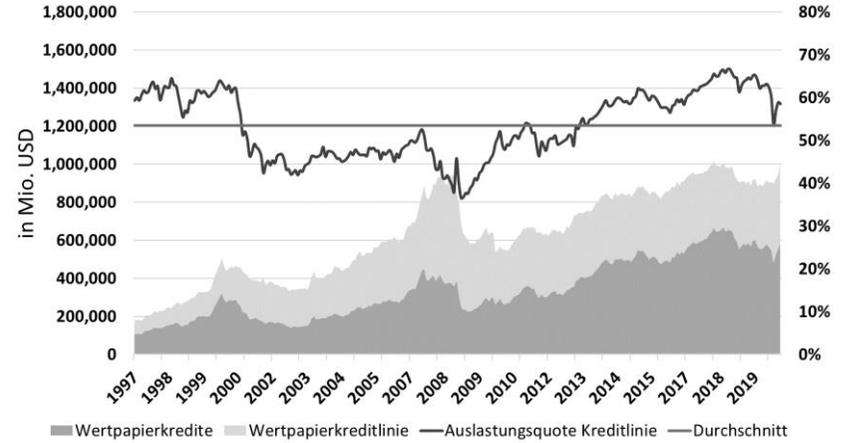
Ewige Durchschnittsrendite:



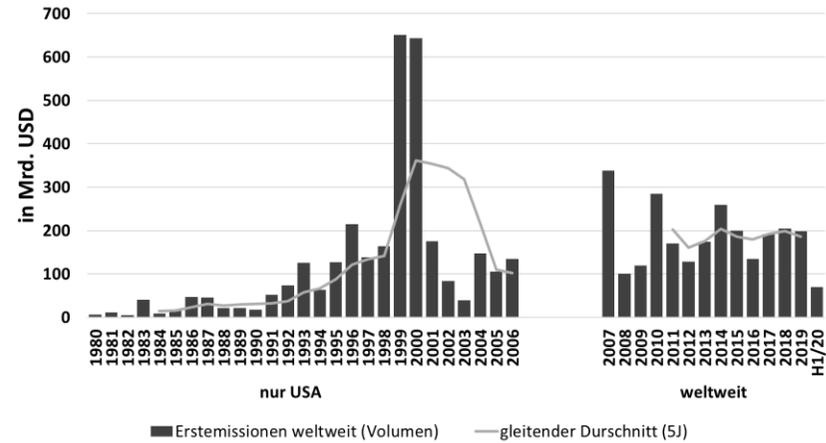
Shiller KGV:

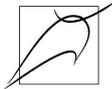


Kredit-Spekulation:



Erstmissionen:





Unternehmensanalyse und Investmentidee des Monats:

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.	

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

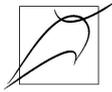
Booking.com und Trip.com also nicht auf ein Überleben, dieses ist nach aktuellen Kenntnissen sicher, sondern auf die Erholung und eine anschließend bessere Marktposition. Allerdings geht auch der CEO von Booking.com (13.05.2020) von einem mehrjährigen Rückgang aus. Die Bilanz und Zahlen sehen von Booking.com 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?

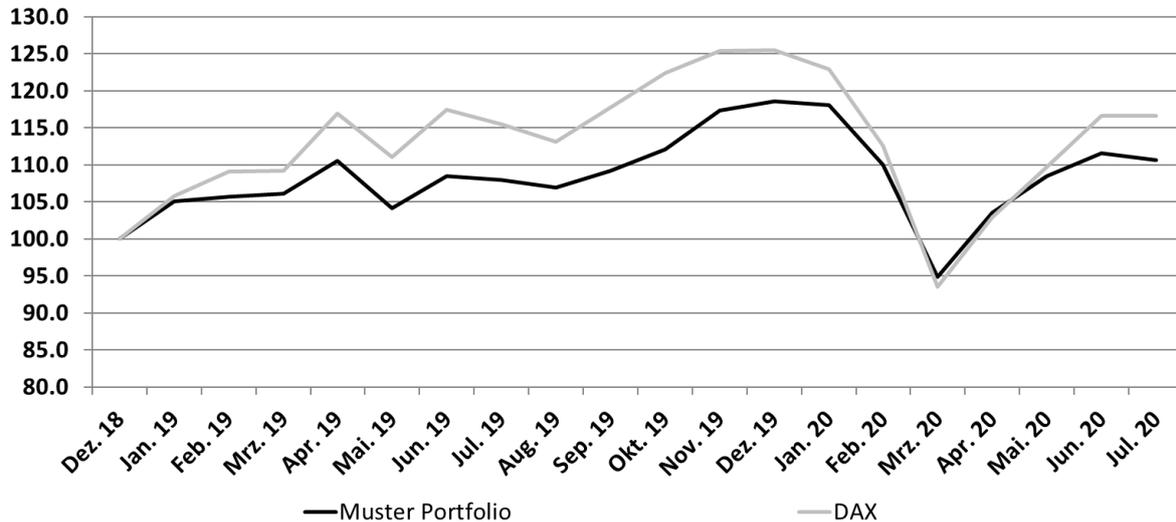
Bei Trip.com lautet die Frage: Wie viel bin ich bereit für 1 Mrd. USD Gewinn in vier Jahren mit dann ca. 20% Wachstum zu bezahlen?

Im Juli haben wir eine Position von ca. 4% im Trip.com aufgebaut.

Zur Analyse



Muster-Portfolio:



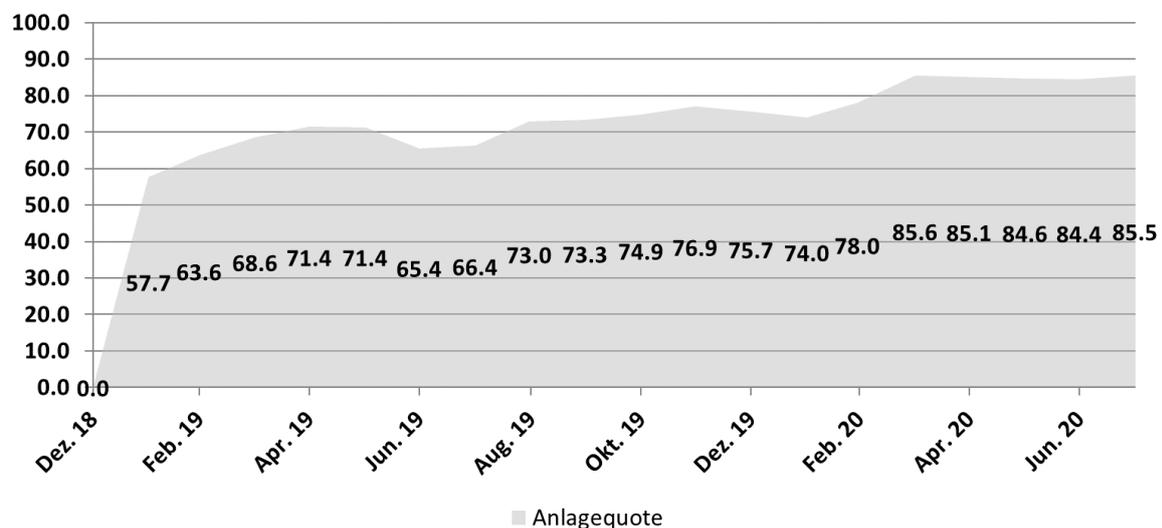
Der Wert des Muster-Portfolios hatte mit - 0.9% im Juli schlechter entwickelt als der DAX mit + 0.0%.

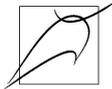
Die Kasse ist aufgrund des Kaufs der Trip.com und einer gleichzeitigen Portfolioanpassung der Wacker Neuson AG nur leicht gesunken.

Unterdurchschnittlich haben sich im letzten Monat Pronexus, Bakkafröst und BASF entwickelt. Dem gegenüber stehen die

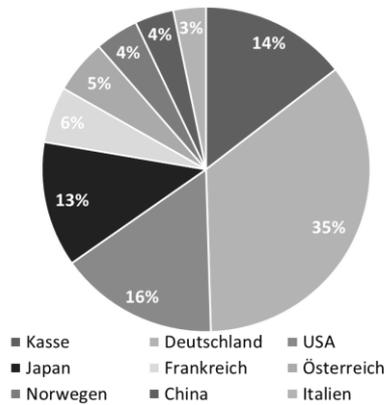
KSB, die Wacker Neuson AG und BIC mit einer sehr guter Entwicklung.

Insgesamt bin ich unzufrieden mit der Entwicklung in der Aufwärtsphase seit Mai, da sie schwächer verläuft als der Index DAX und von Investoren mit vergleichbaren Investmentstil. Trotzdem sehe ich momentan aufgrund der realwirtschaftlichen Lage kein Handlungsbedarf in unserer aktuellen Portfolioaufstellung und hohen Kasse.

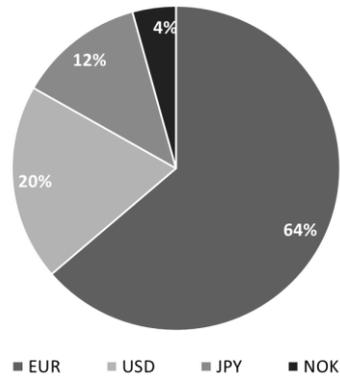




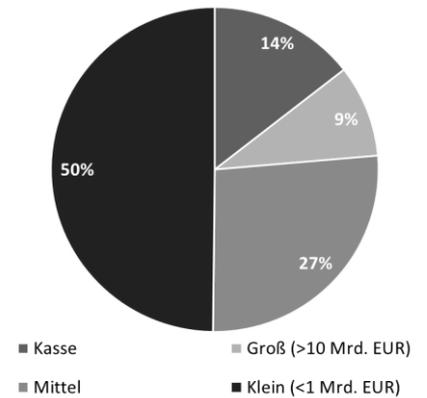
Länder:



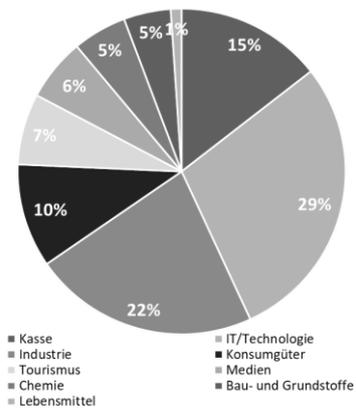
Währungen:



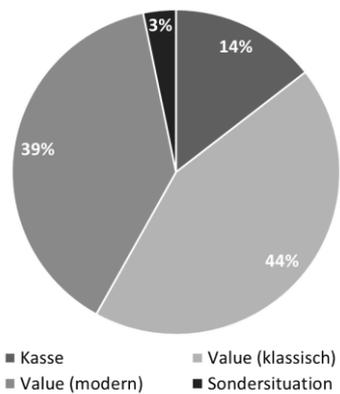
Marktkapitalisierung:



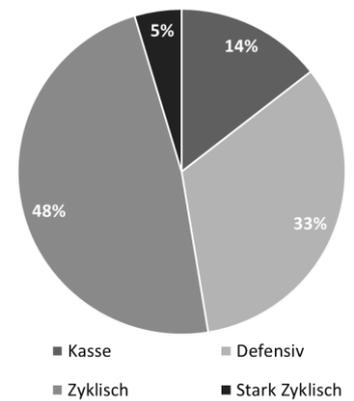
Branchen:

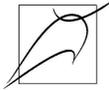


Investmentstil:



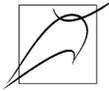
Konjunkturanfälligkeit:





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						45%		27%	13%	18.0	2.3	46%	13%		52%		
All for One	A1OS	43.50	Mio.	EUR	57.84	33%	54.73	26%	15%	16.4	3.1	14%	15%	84.3	28%	3.0	1.0
Alphabet	GOOGL	1482.96	Mio.	USD	1525.76	3%	1484.88	0%	13%	23.4	3.6	31%	14%	37.8	75%	2.0	2.0
A.S. Creation	ACWN	13.40	Mio.	EUR	34.70	159%	31.75	137%	10%	12.2	0.4	0%	-3%	-0.2	64%	3.0	2.0
Bakkafrost	bakka	551.50	Mio.	NOK	642.91	17%	517.50	-6%	16%	14.8	2.8	15%	18%	3.1	63%	2.0	2.0
BASF	BAS	46.81	Mrd.	EUR	62.02	32%	49.26	5%	15%	10.3	1.0	13%	16%	34.7	46%	3.0	1.0
BIC	BB	50.15	Mio.	EUR	81.18	62%	74.82	49%	11%	9.9	1.2	14%	15%	247.5	60%	3.0	2.0
CeWe	CWC	95.90	Mio.	EUR	92.22	-4%	88.11	-8%	7%	16.6	2.2	14%	14%	167.4	46%	1.0	1.0
Discovery I	DISCA	21.10	Mrd.	USD	31.68	50%	30.53	45%	27%	8.6	0.9	72%	14%	18.6	35%	3.0	1.0
Fjord1	FJORD	45.30	Mio.	NOK	44.78	-1%	23.74	-48%	14%	12.1	3.5	10%	22%	5186.4	28%	1.0	1.0
Hypoport	hyq	399.50	Mio.	EUR	256.02	-36%	233.36	-42%	7%	83.8	10.6	67%	22%	158.7	45%	1.0	1.0
KSB Vorzüge	ksb3	223.00	Mio.	EUR	418.55	88%	364.88	64%	9%	6.6	0.4	4%	4%	569.0	37%	3.0	0.0
Mayr-Melnhof	MMK	131.40	Mio.	EUR	133.82	2%	103.61	-21%	9%	15.8	1.6	11%	12%	427.6	59%	1.0	2.0
MutuiOnline	MOL	20.15	Mio.	EUR	27.75	38%	25.92	29%	11%	18.5	6.9	62%	43%	92.6	29%	3.0	1.0
Wacker Neuson	WAC	14.96	Mio.	EUR	20.48	37%	10.58	-29%	12%	11.1	0.7	9%	8%	482.2	54%	2.0	1.0
Pronexus	7893	1111.00	Mio.	JPY	1349.22	21%	1250.56	13%	13%	17.2	1.3	25%	8%	-3.6	68%	3.0	2.0
Tadano	6395	846.00	Mrd.	JPY	2125.24	151%	1887.29	123%	13%	10.3	0.5	7%	8%	8.9	49%	3.0	0.0
Trip.com	TCOM	27.20	Mrd.	USD	42.18	55%	41.50	53%	15%	23.1	0.8	504%	1%	6.2	55%	3.0	1.0



¹ Der diskontierte Jahresüberschuss (DJÜ) ist ein Verfahren, bei dem die zukünftigen prognostizierten Gewinne mit den durchschnittlichen Kapitalkosten abgezinst werden. Der sich daraus ergebende Barwert wird durch die Anzahl ausstehender Aktien geteilt und ergibt den heutigen inneren Wert auf Basis der Gewinne pro Aktie.

² Der diskontierte Cashflow (DCF) ist ein Verfahren, bei dem die zukünftigen prognostizierten freien Geldrückflüsse mit den durchschnittlichen Kapitalkosten abgezinst werden. Der sich daraus ergebende Barwert wird durch die Anzahl ausstehender Aktien geteilt und ergibt den heutigen inneren Wert auf Basis des CashFlow pro Aktie.

³ Die Kennzahl „Easy Buffett“ ist eine Rendite Kennzahl pro Jahr über einen Anlagezeitraum von 10 Jahren. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser bzw. günstiger ist das Unternehmen bewertet. Die Kennzahl sollte größer 10% sein.

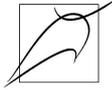
⁴ Der ROIC ergibt sich aus dem operativen Nettogewinn nach Steuern geteilt durch das Anlagevermögen addiert mit dem Nettoumlaufvermögen. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

⁵ Der ROE ergibt sich auf dem Jahresüberschuss geteilt durch das Eigenkapital. Umso höher diese Kennzahl ist, umso besser. Im Normalfall sollte die Kennzahl größer 10% sein.

⁶ Das Net Debt ergibt sich aus den gesamten Verbindlichkeiten eines Unternehmens abzüglich der Kasse, den kurzfristigen Investitionen und 50% des restlichen Umlaufvermögens. Die Kennzahl ist im Idealfall leicht negativ, aber nahe Null. Eine negative Zahl bedeutet eine Nettokasse.

⁷ Die Bewertung ist ein Punktesystem basierend auf DJÜ, DCF und Easy Buffett. Für Unterbewertungen auf Basis der inneren Werte gibt es je einen Punkt und bei einem Easy Buffett über 10% gibt es einen weiteren Punkt.

⁸ Die Sicherheit ist ein Punktesystem basierend auf ROIC, Net Debt und Eigenkapitalquote. Für eine ROIC über 10% gibt es einen Punkt, für eine Nettokasse gibt es einen Punkt und für ein Eigenkapital über 50% gibt es einen Punkt.



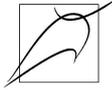
Abonnementen Fragen:

N/A

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.