

24. Investorenbrief

(Berichtszeitraum 01.01. bis 31.12.2018)

Sehr geehrte Damen und Herren,

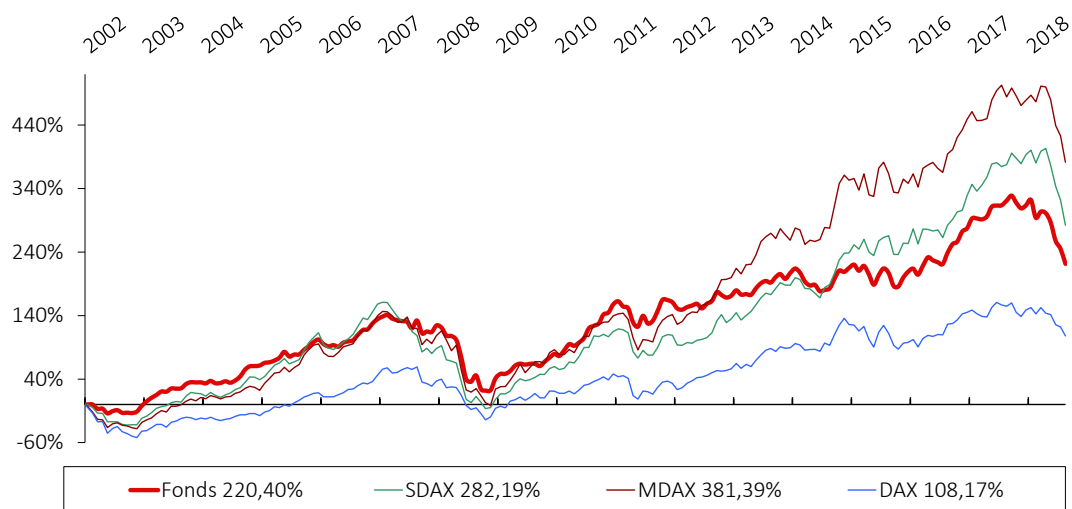
der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND reduzierte sich im Jahr 2018 inklusive der vorgenommenen Ausschüttung um 23,87 Prozent von 4.186,33 € auf 3.165,33 €. Damit verzeichnet der Fonds seit seiner Auflegung am 15. Mai 2002 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 7,25 Prozent. Der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS EUROPA FUND sank in 2018 inklusive Ausschüttung um 32,82 Prozent von 18,27 € auf 12,19 €. Damit verzeichnete dieser Fonds seit seiner Auflegung am 1. Juli 2008 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 2,05 Prozent. Detaillierte Informationen über die Entwicklung beider Fonds finden Sie auf den nächsten Seiten. Fragen zu den Fonds und zu unserer Anlagestrategie, dem Value-Investing, beantworten wir Ihnen wie immer gerne auch persönlich.

INHALTSÜBERSICHT		Seite
VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND:	Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002	2
VALUE-HOLDINGS EUROPA FUND:	Übersicht seit Auflegung am 01. Juli 2008	3
Das Jahr 2018:	Das Ende des Aufschwungs?	4
Hintergrund:	Ein Plädoyer dem Eigenkapital	5
Das deutsche Portrait:	Die HeidelbergCement AG	7
Das europäische Portrait:	Die Massimo Zanetti Beverage Group S.p.A.	9
Ausblick		10

Risikohinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Der Wert der Fondsanteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Aufgrund ihrer Anlagepolitik können die Fonds von der generellen Entwicklung der Aktienmärkte abweichen, in denen die Fonds investiert sind. Rechtlich verbindliche Informationen entnehmen Sie bitte ausschließlich den Prospekten mit integriertem Anlagereglement sowie den aktuellen Geschäfts- beziehungsweise Halbjahresberichten der Fonds, welche bei der Fondsleitung und der Depotbank kostenlos erhältlich sind. Dieser Investorenbrief dient daher nur zu Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung, sonstige Empfehlung und explizit kein Angebot zur Zeichnung von Fondsanteilen dar.

VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FONDS
 Investieren in ausgewählte Unternehmen
 nach der Value-Investing Strategie

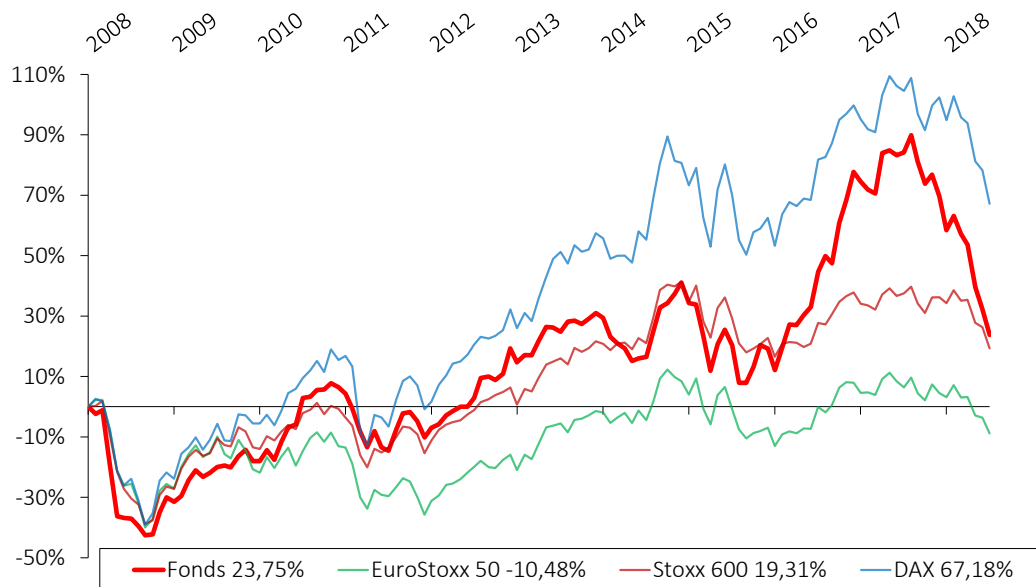
VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND: Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002



	Zeitraum	Fonds	DAX	MDAX	SDAX
Entwicklung seit Auflegung	15.05.2002 - 31.12.2018	220,40%	108,17%	381,39%	282,19%
Durchschnittliche jährliche Rendite	15.05.2002 - 31.12.2018	7,25%	4,50%	9,90%	8,39%
Entwicklung 2018	01.01. - 31.12.2018	-23,87%	-18,26%	-17,61%	-20,00%
Entwicklung 2017	01.01. - 31.12.2017	24,08%	12,51%	18,08%	24,87%
Entwicklung 2016	01.01. - 31.12.2016	10,44%	6,87%	6,81%	4,63%
Entwicklung 2015	01.01. - 31.12.2015	8,59%	9,56%	22,67%	26,61%
Entwicklung 2014	01.01. - 31.12.2014	-3,13%	2,65%	2,17%	5,85%
Entwicklung 2013	01.01. - 31.12.2013	11,07%	25,48%	39,11%	28,23%
Entwicklung 2012	01.01. - 31.12.2012	13,39%	29,06%	33,90%	19,74%
Entwicklung 2011	01.01. - 31.12.2011	3,56%	-14,69%	-12,15%	-14,54%
Entwicklung 2010	01.01. - 31.12.2010	36,52%	16,06%	34,91%	45,78%
Entwicklung 2009	01.01. - 31.12.2009	12,46%	23,85%	34,01%	26,72%
Entwicklung 2008	01.01. - 31.12.2008	-37,22%	-40,37%	-43,21%	-46,05%
Entwicklung 2007	01.01. - 31.12.2007	10,58%	22,29%	4,89%	-6,75%
Entwicklung 2006	01.01. - 31.12.2006	17,40%	21,98%	28,63%	31,03%
Entwicklung 2005	01.01. - 31.12.2005	23,95%	27,07%	36,01%	35,16%
Entwicklung 2004	01.01. - 31.12.2004	14,91%	7,34%	20,28%	21,56%
Entwicklung 2003	01.01. - 31.12.2003	44,65%	37,08%	47,75%	51,30%
Entwicklung 2002 (Rumpfgeschäftsjahr)	15.05. - 31.12.2002	-13,15%	-42,97%	-32,55%	-31,30%

VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FONDS
 Investieren in ausgewählte Unternehmen
 nach der Value-Investing Strategie

VALUE-HOLDINGS EUROPA FUND: Übersicht seit Auflegung am 1. Juli 2008



	Zeitraum	Fonds	EuroStoxx 50	Stoxx 600	DAX
Entwicklung seit Auflegung	01.07.2008 - 31.12.2018	23,75%	-10,48%	19,31%	67,18%
Durchschnittliche jährliche Rendite	01.07.2008 - 31.12.2018	2,05%	-1,05%	1,69%	5,01%
Entwicklung 2018	01.01. - 31.12.2018	-32,82%	-14,34%	-13,24%	-18,26%
Entwicklung 2017	01.01. - 31.12.2017	27,35%	6,49%	7,68%	12,51%
Entwicklung 2016	01.01. - 31.12.2016	20,24%	0,70%	-1,20%	6,87%
Entwicklung 2015	01.01. - 31.12.2015	3,29%	3,85%	6,79%	9,56%
Entwicklung 2014	01.01. - 31.12.2014	-6,65%	1,20%	4,35%	2,65%
Entwicklung 2013	01.01. - 31.12.2013	21,28%	18,35%	17,75%	25,48%
Entwicklung 2012	01.01. - 31.12.2012	20,49%	13,79%	14,37%	29,06%
Entwicklung 2011	01.01. - 31.12.2011	-17,01%	-17,05%	-11,34%	-14,69%
Entwicklung 2010	01.01. - 31.12.2010	28,62%	-5,85%	8,95%	16,06%
Entwicklung 2009	01.01. - 31.12.2009	27,20%	21,00%	28,57%	23,85%
Entwicklung 2008 (Rumpfgeschäftsjahr)	01.07. - 31.12.2008	-37,06%	-26,88%	-31,96%	-25,06%

Das Jahr 2018: Das Ende des Aufschwungs?

2018 war kein gutes Börsenjahr. Der seit 2009 anhaltende Aufschwung an den Börsen scheint beendet zu sein. Zu viele negative Ereignisse haben die Gewinnaussichten der Unternehmen temporär stark eingetrübt und damit den Börsianern aufs Gemüt geschlagen. Zuallererst sind da die diversen Androhungen protektionistischer Maßnahmen Donald Trumps zu nennen, sei es gegenüber China, Europa oder den Nachbarländern Kanada und Mexiko. Die erneuten US-Sanktionen gegen den Iran, die erhebliche Auswirkungen auch auf europäische Unternehmen haben, reihen sich hier ein. Starke Währungsschwankungen sowie überproportional gestiegene Preise bei Rohmaterialien wie Stahl- oder Aluminium belasteten merklich die Unternehmensgewinne. Aus europäischer Sicht wurden die Aktienkurse durch die wieder aufflammenden Diskussionen über die Schuldenlast Italiens in Folge der Wahl einer europakritischen, realitätsfernen neuen Regierung sowie den näher rückenden Austritt Großbritanniens aus der EU bestimmt. Die deutschen Börsen wurden zudem von den fast schon selbstzerfleischenden, teils polemischen Debatten zum Thema Diesel-Gate und Fahrverbote überschattet, welche die Aktien der Automobilbauer und ihrer Zulieferer heftig korrigieren ließen. Die einstige Vorzeigeindustrie kämpft dabei gleich mit mehreren, die Gewinnaussichten stark belastenden Faktoren. So sind einerseits hohe Straf- und Schadensersatzzahlungen zu leisten und andererseits, um wettbewerbsfähig zu bleiben, immense Investitionen in neue, energieeffiziente Antriebstechnologien zu stemmen. Schließlich hatte im vergangenen Jahr zu allem Überfluss auch noch das extreme Wetter negativen Einfluss auf die verschiedensten Branchen. Bei tropischen Temperaturen mochte beim Konsumenten keine rechte Kauflaune aufkommen. Zudem sorgte der wochenlang ausbleibende Regen für derart niedrige Pegelstände der deutschen Flüsse, dass wichtige Logistikwege temporär nicht zur Verfügung standen, natürliche Kühlmöglichkeiten und damit die Produktion eingeschränkt waren oder die Entsorgung von Produktionsabfällen (z.B. Kalisalzabwässer) unmöglich wurden. Auch diese Effekte haben die Ertragsentwicklung der betroffenen Unternehmen negativ beeinflusst.

Die oben genannten Belastungen trafen in der einen oder anderen Form auch einen Großteil der Unternehmen, in die unsere Fonds investiert sind. Bekanntermaßen beteiligen wir uns schwerpunktmäßig an Gesellschaften aus der produzierenden Industrie wie Chemie, Automobilbau, Maschinen- und Anlagenbau, Bau und Baustoffe sowie Konsum und Dienstleistungen. Rückblickend fragen wir uns, ob wir die aufgetretenen Belastungen zumindest teilweise hätten vorhersehen können. Die zahlreichen Prognoseanpassungen der Gesellschaften, die teils mehrfach ihre Planungen korrigieren mussten, zeigen zumindest, dass sich auch in den Vorstandsetagen der Unternehmen die Lage zu Beginn des Jahres noch deutlich positiver dargestellt hatte als dies zum Ende des Jahres tatsächlich der Fall war. Korrekte Prognosen sind unseres Erachtens schwierig bis unmöglich. Wir investieren daher bevorzugt in solide Unternehmen,

die aufgrund ihrer Substanzstärke auch wirtschaftliche Schwächephasen gut überstehen können. Dann sind Gewinnrückgänge zwar ärgerlich, aber verkraftbar, solange sie nur temporär sind und sich der mittelfristige Ausblick positiv gestaltet. Verfügt man zudem über hohe Liquiditätsreserven, wie dies bei unseren Fonds im letzten Jahr der Fall war, dann sollten Kurskorrekturen an den Börsen genutzt werden, um zu deutlich tieferen Kursen Aktien nachzukaufen und um neue Beteiligungen an Unternehmen einzugehen, deren Aktien bisher zu teuer waren. Wir haben genau dies seit dem Sommer getan!

Hintergrund: Ein Plädoyer dem Eigenkapital

Eigenkapital ist derjenige Teil des Kapitals eines Unternehmens, der sich bilanziell als positive Differenz aus Vermögen und Schulden zeigt. Dieses entspricht somit dem Reinvermögen eines Unternehmens. Es entsteht durch Einlagen der Gesellschafter, zum Beispiel im Rahmen von Kapitalerhöhungen, und dadurch, dass erzielte Gewinne nicht ausgeschüttet, sondern im Unternehmen verbleiben und dort reinvestiert werden. Im Vergleich zum Fremdkapital, welches dem Unternehmen in der Regel von Banken für einen bestimmten Zeitraum und gegen Stellung von Sicherheiten geliehen wird, wird Eigenkapital lastenfrei, nicht kündbar und nicht rückzahlbar gewährt. Damit trägt das Eigenkapital den Löwenanteil des unternehmerischen Risikos. Während nämlich Banken, aber auch Mitarbeiter, Lieferanten und Vermieter regelmäßig fixe Forderungen gegen ein Unternehmen haben, müssen die das Eigenkapital bereitstellenden Eigentümer auf Gewinne des Unternehmens hoffen, um vergütet zu werden. Prosperiert ein Unternehmen, dann kann diese Vergütung auf das eingesetzte Eigenkapital beeindruckend sein, wie so manche steile Aktienkursentwicklung erahnen lässt. Andererseits reduziert sich das Eigenkapital, teilweise bis zum Totalverlust, wenn ein Unternehmen schlecht wirtschaftet und im Extremfall sogar durch Insolvenz aus dem Markt ausscheidet.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist Eigenkapital, heute mehr denn je, von zentraler Bedeutung. In Zeiten des globalen Wettbewerbs, der fortschreitenden Digitalisierung und immer schnellerer Innovationszyklen entstehen vor allem dort zukunftsfähige Arbeitsplätze und Wohlstand, wo neue Dienstleistungen und Produkte entwickelt werden. Solche Neuentwicklungen sind aber in der Praxis oft teuer, mühsam und durch anfängliche Fehlschläge geprägt. Letztlich ist für den Erfolg einer Innovation entscheidend, dass sich genügend zahlende Kunden finden. Erfolgreiche Innovationen schaffen oft ein spektakuläres Wachstum, doch nur wenigen gelingt der Durchbruch. Das Scheitern ist die Regel. Damit das Neue passieren kann, braucht es neben fähigen Entwicklern und Ingenieuren vor allem risikobereite Unternehmer und Eigenkapitalgeber. Letztere werden, sofern es sich um Investitionen in Startups oder junge Unternehmen handelt, wohl zutreffender als Wagnisfinanzierer bezeichnet, da hier das Verlustrisiko statistisch deutlich höher ist als bei klassischen Aktieninvestments in etablierte Unternehmen. Eigenkapitalgeber haben eine

VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FONDS
Investieren in ausgewählte Unternehmen
nach der Value-Investing Strategie

wichtige gesellschaftliche Rolle. Sie nehmen den Banken ein Stück weit deren Kreditrisiken ab, sorgen für Arbeitsplätze und tragen im Erfolgsfall zu allgemeinem Wohlstand und einem höheren Steueraufkommen bei. Es sollte daher das ureigene Interesse eines jeden Staates sein, Eigenkapitalgeber durch optimale gesetzliche Rahmenbedingungen zu unterstützen und deren Mut zur Übernahme unternehmerischer Risiken auch mittels steuerlicher Anreize zu belohnen.

Während sich die Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen in den letzten Jahren aufgrund der strikteren Kreditvergabe der Banken als Folge der Finanzkrise kontinuierlich erhöht haben, leidet Deutschland insbesondere im Vergleich mit den USA an einem Mangel an Wagniskapital. Dies wird dadurch deutlich, dass heute amerikanische Unternehmen die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse bestimmen, die vor zwanzig Jahren noch nicht einmal gegründet waren. Mit Google, Amazon, Facebook und Netflix, um nur die bekanntesten dieser Unternehmen zu nennen, sind in wenigen Jahren wirtschaftliche Giganten entstanden, die an den Börsen inzwischen um ein vielfaches höher bewertet werden als die größten deutschen Konzerne. Das schnelle Wachstum und der große Markterfolg dieser Newcomer wären ohne mutige Eigenkapitalgeber undenkbar. In den USA gibt es mit dem Silicon Valley bereits seit einigen Jahrzehnten eine auf die Förderung und Finanzierung von Startups und Technologieunternehmen spezialisierte Region. Dort ist Know-how und gebündelte Finanzkraft vorhanden. Dies zieht Talente aus der ganzen Welt an und macht solche Erfolge möglich.

Hierzulande gibt es keinen mit dem Silicon Valley vergleichbaren Ort, an dem sich Eigenkapitalgeber und kreative Unternehmer und Erfinder in ähnlicher Weise bündeln. Zwar erkennen immer mehr Städte und Regionen die Vorteile der Förderung junger Unternehmen. Die Bundesregierung plant diesbezüglich sogar ein Wagniskapitalgesetz. Bisher sind die Ergebnisse dieser Bemühungen aber eher bescheiden, was man daran ablesen kann, dass es vergleichbare deutsche Erfolgsgeschichten á la Google und Facebook bisher nicht gibt. Dies liegt sicherlich auch daran, dass in den USA das kapitalgedeckte Rentensystem über gigantische Anlagevermögen verfügt, die in Unternehmen investiert werden können.

Da wir unser umlagefinanziertes Rentensystem auf absehbare Zeit sicher nicht in ein Kapitalgedecktes umbauen werden, wird es in Deutschland auch künftig an vergleichbarer Kapitalkraft mangeln, um die ganz großen Erfolgsgeschichten zu schreiben. Das muss aber kein Nachteil sein, wenn wir uns auf unsere Stärken zum Beispiel im Maschinen- und Anlagenbau, der Automatisierung und der Robotik fokussieren. Diese industrielle Basis wird in den nächsten Jahren digitalisiert. Deutschland mit seinen flexiblen mittelständischen Unternehmen kann dabei eine Vorreiterrolle einnehmen. Traditionell werden dort Innovationen entweder direkt mit Eigenkapital finanziert oder mittelbar über eine hohe Eigenkapitalquote abge-

sichert. Das ist zwangsläufig „schwäbisch“ kosteneffizient. Neuerungen finden unter diesen Umständen nicht in Form einer großen weltverändernden Idee, sondern eher kleinteilig in der industriellen Nische statt. Das gibt auch Value-Investoren immer wieder die Chance an solchen Innovationen teilzuhaben, sofern sie von etablierten Unternehmen parallel zum bestehenden, profitablen Kerngeschäft entwickelt werden. Im besten Fall beteiligen wir uns dann an einer substanz- und ertragsstarken Gesellschaft mit einem deutlichen Abschlag zum fairen Unternehmenswert und bekommen zudem das Potential aus den angestoßenen Innovationen quasi „kostenlos“ mit dazu. Das garantiert zwar noch nicht den Investment-erfolg, ist aber in Summe deutlich risikoärmer als die Finanzierung von Innovationen mittels Startups und jungen Unternehmen. Dort gibt es oft über Jahre zwar Potential, aber weder Substanz noch Ertrag. Und scheitert die Innovation, ist das Investment komplett verloren. Dennoch braucht es auch die klassischen Wachstumsfinanzierer, denn neue Technologien können, insbesondere wenn sie disruptiv sind, in bestehenden, zum Bewahren neigenden Unternehmensstrukturen nur schwer reüssieren. Bestes Beispiel dafür ist die Automobilindustrie. Obwohl man dort bereits seit Jahren an neuen Antriebstechnologien geforscht hatte, bewirkten erst die überraschenden Erfolge der Tesla Inc., einem mit Milliarden finanzierten, jungen und bis heute allerdings defizitären Hersteller von Elektrofahrzeugen, dass nun auch die etablierten Player mit Hochdruck neue Antriebstechnologien auf den Markt bringen wollen. Für Value-Investoren sind Unternehmen wie Tesla allerdings erst dann einen Blick wert, wenn sie nachhaltig substanz- und ertragsstark geworden sind und sich ihr Geschäftsmodell etabliert hat. Erfolgreiche Unternehmensgründungen sorgen damit letztlich, sofern sie börsennotiert werden, für den notwendigen Nachschub an potentiellen Investmentkandidaten aus denen wir unsere Value-Investments auswählen können. Wir sind daher dankbar über jeden Wagnisfinanzierer der die entsprechenden Risiken auf sich nimmt (zu unserem Risikoappetit passt es nicht) und wünschen ihm viel Erfolg.

Das deutsche Portrait: Die HeidelbergCement AG

Gebaut wird immer. So hatten wir in den letzten beiden Investorenbriefen unsere europäischen Portraits über den italienischen Zementhersteller Cementir sowie den britischen Spezialtiefbauer Keller begonnen. Auch in diesem Jahr wäre dieser Einleitungssatz passend, da wir Ihnen diesmal die erst im vierten Quartal 2018 neu erworbene HeidelbergCement AG vorstellen möchten. Der zu den global größten Baustoffunternehmen zählende Konzern ist dabei für uns allerdings kein Neuling. Seit 2010 war der VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND bereits zweimal Anteilseigner von HeidelbergCement und konnte die Engagements jeweils mit sehr erfreulichen Gewinnen abschließen. Die Hauptprodukte des auf allen 5 Kontinenten tätigen Unternehmens sind Zement mit knapp der Hälfte der Umsatzerlöse, gefolgt von Transportbeton und Zuschlagstoffen mit jeweils einem Viertel. Die Produkte werden dabei zu etwa 50 Prozent bei Infrastrukturmaßnahmen sowie zu jeweils rund 25 Prozent im Gewerbe- und Wohnungsbau eingesetzt.

VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FONDS
Investieren in ausgewählte Unternehmen
nach der Value-Investing Strategie

Schaut man sich den weltweiten Zementmarkt seit den 2000er-Jahren an, erkennt man zunächst einen branchenweiten Boom, der bis 2007 reichte. In diesen Zeitraum fällt auch die Hochphase der ersten Konsolidierungswelle – die Zweite folgte 2014/15 –, welche die Anzahl der Wettbewerber deutlich reduzierte und neben HeidelbergCement mit LafargeHolcim und Cemex noch zwei weitere dominante Spieler hervorbrachte. Die zahlreichen Zukäufe hatten jedoch zur Folge, dass die Verschuldung der Unternehmen immens anstieg und diese mit Beginn der Finanzkrise 2008/09 vor erhebliche Probleme stellte. Bei HeidelbergCement führte dies dazu, dass das Fremdkapital des Konzerns in den darauffolgenden Jahren sehr hoch verzinst werden musste. Anleihen mit Fälligkeiten zwischen 2018 und 2020 wurden beispielsweise mit Zinskupons zwischen 6 und 9,5 Prozent p.a. ausgegeben. Das cash-flow-starke Geschäftsmodell war danach vor allem für die Banken und Anleihegläubiger äußerst attraktiv. Diese überbordende Verschuldung konnte HeidelbergCement allerdings in den letzten Jahren aufgrund der guten Geschäftsentwicklung und flankiert von diversen effizienzsteigernden Umstrukturierungen mehr als halbieren. Mit erfreulichen Folgen. Neu emittierte Anleihen hatten plötzlich nur noch Kupons von 1,6 Prozent p.a.. Eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik mit steigenden Ausschüttungen führte in den Folgejahren dann dazu, dass die Dividendenzahlung an die Aktionäre in 2017 erstmals wieder die Zinszahlungen des Konzerns übertraf.

Als potenzieller Investor standen wir zu diesem Zeitpunkt allerdings vor dem Problem, dass der damalige Börsenwert von HeidelbergCement bereits dem fairen Unternehmenswert entsprach, zeitweise sogar darüber lag. Eine notwendige Sicherheitsmarge von über 30 Prozent war damals in weiter Ferne. Als geduldigen Value-Investor war uns die Börse dann aber vor allem im vierten Quartal 2018 hold. Der Aktienkurs sank deutlich. Wir haben daher sukzessive wieder in HeidelbergCement investiert. Unser durchschnittlicher Einstand entspricht dabei einem Unternehmenswert von etwas über 11 Mrd. €. Der von uns errechnete faire Wert liegt bei fast 17 Mrd. €, so dass unsere Sicherheitsmarge folglich über 30 Prozent beträgt. Der Blick auf die aktuellen Bewertungskennzahlen zeigt bei stetig steigenden Gewinnerwartungen lediglich ein Kurs-Gewinn-Verhältnis im klar einstelligen Bereich. Durch die fortschreitende Entschuldung gehen wir zudem von weiter steigenden Ausschüttungen aus – und dies bei einer Dividendenrendite, die berechnet auf unseren Einstand bereits jetzt bei knapp 4 Prozent p.a. liegt. Zudem wird HeidelbergCement derzeit an der Börse lediglich mit einem Faktor von 0,7 zum Substanzwert gehandelt, obwohl der Konzern seit der Nachkriegszeit mit einer einzigen Ausnahme stets profitabel gewirtschaftet hat. Wir glauben daher, dass wir auch bei unserem inzwischen dritten Einstieg bei HeidelbergCement erneut ein gutes Investment getätigt haben.

Das europäische Portrait: Die Massimo Zanetti Beverage Group S.p.A.

Getrunken wird immer. In Anlehnung an den ersten Satz zu unserem deutschen Portrait, wäre dieses Bonmot eine passende Anspielung auf unser diesjähriges europäisches Portrait. Massimo Zanetti ist mit seinen Tochtergesellschaften vor allem im Kaffeegeschäft aktiv, vertreibt aber auch Tee, Kakao und Gewürze. Die bedeutendste, auch hierzulande bekannte Marke, ist Segafredo. Im operativen Geschäft veredelt der Konzern Rohkaffee in eigenen Röstereien und bedient verschiedenste Vertriebskanäle wie Cafés, Hotels, Restaurants und Bars ("Foodservice"), Supermärkte und den Groß- und Einzelhandel ("Massenmarkt") sowie die Eigenmarken des Handels ("Private Label"). Unter der Marke San Marco werden auch Kaffeemaschinen für professionelle Kunden angeboten. Der wichtigste Markt für die Gruppe ist Amerika mit einem Umsatzanteil von 47 Prozent, gefolgt von Südeuropa mit 26 Prozent, Nordeuropa mit 19 Prozent und Asien mit 8 Prozent. Der Unternehmensgründer und Namensgeber Massimo Zanetti hält 67 Prozent des Eigenkapitals und ist nach wie vor operativ verantwortlich.

Nachdem wir die Gesellschaft bereits seit ihrem Börsengang in 2015 beobachtet hatten, haben wir im Laufe des vergangenen Jahres erstmals in Massimo Zanetti investiert. Zuvor hatten wir uns bei einem ausführlichen Unternehmensbesuch und Gesprächen mit dem Management am Firmensitz in Italien ein eigenes Bild gemacht. Der durchschnittliche Einstandskurs für den VALUE-HOLDINGS EUROPA FUND entspricht einer Marktkapitalisierung von etwa 220 Mio. €. Der von uns zum Kaufzeitpunkt errechnete faire Unternehmenswert betrug allerdings rund 340 Mio. € oder 10 € je Aktie, so dass wir über eine ausreichende Sicherheitsmarge von mehr als 30 Prozent verfügten. Dieser Unternehmenswert liegt im Übrigen ein ganzes Stück unter der damaligen Bewertung zum Börsengang von etwa 400 Mio. € - der Emissionspreis betrug 11,60 € je Aktie. Ein Kurs, der seitdem nie wieder erreicht wurde. Grundsätzlich freuen wir uns ja wie beschrieben über den notwendigen Nachschub an potenziellen Investmentkandidaten. Das Beispiel Massimo Zanetti zeigt jedoch einmal mehr, dass Neuemissionen, zumindest für die Gruppe der preislich sensiblen Value-Investoren, selten lukrativ sind. Der Emittent möchte beim Börsengang für seine Aktien zumindest den fairen Wert erzielen und legt den Ausgabepreis daher in diesem Bereich oder oft sogar darüber fest. Value-Investoren hingegen suchen nach Aktien, die mit einem deutlichen Abschlag zu ihrem fairen Wert notieren. Damit finden beide preislich nur selten zusammen. . .

Aktuell ist Massimo Zanetti mit einem knapp einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis bewertet, was wir bei einem Konsumwert in einem stabilen Umfeld – der globale Kaffeekonsum steigt durchschnittlich um rund 2 Prozent pro Jahr - für äußerst attraktiv halten. Zudem erwarten wir eine Dividendenrendite von rund 3 Prozent p.a. – mit steigender Tendenz über die kommenden Perioden. Auch in Bezug auf die Substanz des Unternehmens sehen wir Kurssteigerungspotenzial. Massimo Zanetti verdankt zwar einen Teil

VALUE-HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FONDS
Investieren in ausgewählte Unternehmen
nach der Value-Investing Strategie

seines jüngeren Wachstums verschiedenen Zukäufen, die zu entsprechenden Geschäfts- und Firmenwerten, den sogenannten „Goodwills“, in der Bilanz geführt haben. Dadurch ist auch die Verschuldung angestiegen. Sie liegt jedoch deutlich unter dem Eigenkapital. Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 0,7 bewertet der Markt die Substanz des Unternehmens nach unserer Einschätzung deutlich zu pessimistisch.

Ausblick

Nach den starken Kurskorrekturen im letzten Jahr sind die insgesamt recht hohen Unternehmensbewertungen, die sich in der zurückliegenden zehnjährigen Börsenhausse aufgebaut hatten, deutlich korrigiert. Es fällt uns daher wieder leichter solide Unternehmen zu identifizieren, deren Aktien mit dem für Value-Investoren notwendigen Abschlag zum fairen Unternehmenswert erworben werden können. Ob die erfolgten Kurskorrekturen Vorboten einer drohenden Rezession sind, bleibt abzuwarten. Derzeit sieht es eher nach einer kurzfristigen Verlangsamung des Wachstums, gefolgt von einer Wiederbelebung aus. Allerdings ist ein starker wirtschaftlicher Abschwung weiterhin möglich, was sicherlich noch tiefere Börsenkurse zur Folge hätte. Für uns als disziplinierte und langfristig agierende Investoren bieten solch wirtschaftlich unsichere Zeiten aber immer auch erhebliche Chancen. Die „Ware“ nach der wir an den Börsen suchen, verbilligt sich, teilweise werden echte Schnäppchenpreise geboten. Gleichzeitig ist diese „Ware“, langfristig betrachtet, oft nicht schlechter geworden, es haben sich nur die kurzfristigen Aussichten der Unternehmen und die Stimmung an den Börsen eingetrübt. Wir sind daher zuversichtlich, dass wir mittel- bis langfristig für die VALUE-HOLDINGS FONDS auch weiterhin zufriedenstellende Renditen erwirtschaften werden und würden uns freuen, wenn Sie uns die Treue halten!

Vielen Dank für Ihr Vertrauen!

Value-Holdings Capital Partners AG