

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

26. Investorenbrief

(Berichtszeitraum 01.01. bis 31.12.2020)

Sehr geehrte Damen und Herren,

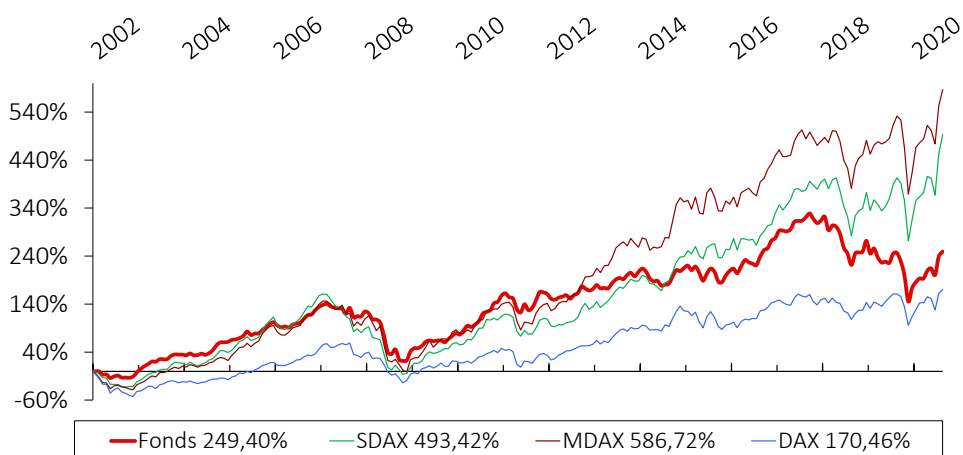
der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND erhöhte sich im Jahr 2020 inklusive der vorgenommenen Ausschüttung um 1,11 Prozent von 3.400,87 € auf 3.410,01 €. Damit verzeichnet der Fonds seit seiner Auflegung am 15. Mai 2002 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 6,94 Prozent. Der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DIVIDENDEN FUND sank in 2020 inklusive Ausschüttung um 4,66 Prozent von 12,85 € auf 11,90 €. Damit verzeichnete dieser Fonds seit seiner Auflegung am 1. Juli 2008 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 1,79 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 DIVIDENDEN FUND:	Übersicht seit Auflegung am 01. Juli 2008	3
Das Jahr 2020:	Im Zeichen von Corona und Big Tech Euphorie	4
Hintergrund:	Wo bleibt die Inflation?	5
Das deutsche Portrait:	Die Hawesko Holding AG	7
Das europäische Portrait:	Die The Swatch Group AG	8
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 zum Kauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten dar. Der Investorenbrief begründet daher weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung des Investorenbriefes, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Der Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung des Investorenbriefes oder Teilen hiervon entstehen.

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

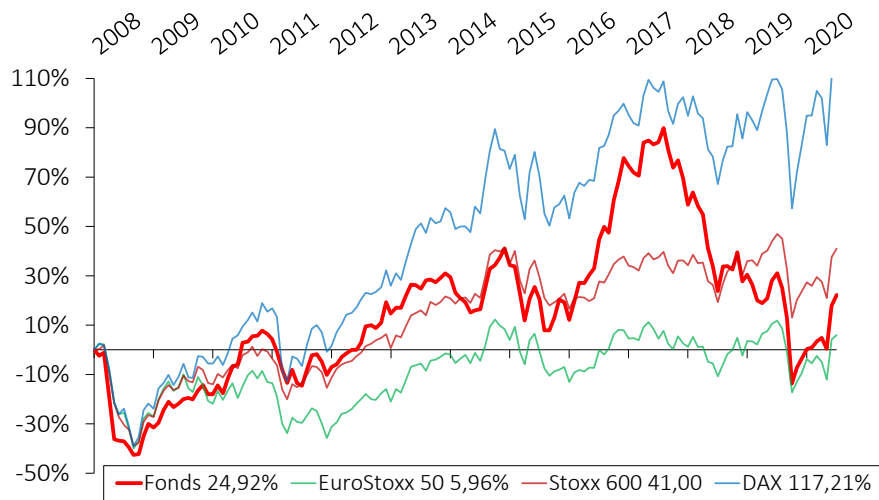
VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND: Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002



	Zeitraum	Fonds	DAX	MDAX	SDAX
Entwicklung seit Auflegung	15.05. - 31.12.2020	249,40%	170,46%	586,72%	493,42%
Durchschn. Rendite p.a.	15.05. - 31.12.2020	6,94%	5,48%	10,89%	10,02%
Entwicklung 2020	01.01. - 31.12.2020	1,11%	3,55%	8,77%	18,01%
Entwicklung 2019	01.01. - 31.12.2019	7,86%	25,48%	31,15%	31,58%
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 FONDS
Investieren in ausgewählte Unternehmen
nach der Value-Investing Strategie

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



	Zeitraum	Fonds	EuroStoxx 50	Stoxx 600	DAX
Entwicklung seit Auflegung	15.05. - 31.12.2020	24,92%	5,96%	41,00%	117,21%
Durchschn. Rendite p.a.	15.05. - 31.12.2020	1,79%	0,46%	2,78%	6,40%
Entwicklung 2020	01.01. - 31.12.2020	-4,66%	-5,14%	-4,04%	3,55%
Entwicklung 2019	01.01. - 31.12.2019	5,89%	24,78%	23,16%	25,48%
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 2020: Im Zeichen von Corona und Big Tech Euphorie

Zu Beginn des Jahres 2020 war das Coronavirus ein im Rest der Welt noch wenig beachtetes chinesisches Phänomen. Erst die Bilder von den ersten Corona-Toten in Italien ab dem 21. Februar 2020 versetzten die weltweiten Börsen in Panik und führten zu stark fallenden Aktienkursen. Am 23. März 2020 lag der Nettoinventarwert des VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND bei nur noch 2.239,73 €. Die aufkommende Unsicherheit über die Folgen einer weltweiten Verbreitung des Virus ließen insbesondere die Preise für zyklische Value-Aktien purzeln, während die Aktien der großen amerikanischen Technologiekonzerne nach einem kurzen Einbruch rasant an Wert zulegen konnten. Google, Apple, Amazon und Co. gelten vielen Investoren inzwischen ungeachtet ihrer hohen Bewertungen als sicherer Hafen in Krisenzeiten. Aufgrund ihrer immensen Marktkapitalisierung (alleine Apple ist mit derzeit umgerechnet etwa 1,85 Billionen € an der Börse höher bewertet als alle circa 760 börsennotierten deutschen Unternehmen zusammen!) werden diese Aktien zunehmend als Alternative zu Staatsanleihen gesehen, welche aufgrund der jahrelangen Niedrigzinspolitik fast keinen oder sogar einen negativen Zins aufweisen. Bis zur Mitte des Jahres hatten sich die Börsen wieder einigermaßen gefangen, nicht zuletzt aufgrund der weltweit in Aussicht gestellten gigantischen staatlichen Hilfsprogramme. Zum Ende des Jahres 2020 wurden dann die Vorjahresstände an den Börsen wieder erreicht oder sogar leicht übertroffen und dies entgegen der allgemein drückenden Grundstimmung und trotz heftiger gesamtwirtschaftlicher Schäden. Die Märkte preisen hier ein schnelles Ende der Corona-Pandemie bereits ein, frei nach dem Motto Shakespeares: „Ende gut, alles gut“.

Für Value-Investoren war das Börsenumfeld auch 2020 wieder schwierig. Schon seit einigen Jahren scheint der Value-Stil, also das gezielte Suchen und Ausnutzen von Unterbewertungen an den Börsen, nicht mehr so recht zu funktionieren. Das irritiert und frustriert uns, hat doch dieser konservative Ansatz historisch die besten Renditen erzielt. Immer häufiger ist inzwischen zu lesen, die herkömmlichen Bewertungskriterien an den Aktienmärkten funktionierten nicht mehr und seien daher obsolet. Die langjährigen, imposanten Erfolge der Technologieunternehmen an den Börsen scheinen dies zu bestätigen. Wir fragen uns, ob die Verkündung der Obsoleszenz der klassischen Bewertungsmethoden nicht eher ein Warnsignal ist, dass es nicht ewig so weitergehen wird mit der Euphorie für Technologieaktien und die Wirksamkeit der Fundamentalanalyse letztlich zurückkehren wird. Ein deutliches Warnsignal für zunehmende irrationale Übertreibungen an den Börsen stellt auch der kürzlich von Millionen junger Kleinanlegern aus der Generation der sogenannten „Digital Natives“ mittels Social-Media und digitaler Handelsplattformen wie Robinhood initiierte Sturm auf die Aktie des Computerspielhändlers GameStop Corp. dar. Hier hatten sich die Aktien des überwiegend stationär tätigen, finanziell angeschlagenen Händlers für Videospiele innerhalb weniger Wochen von knapp 20 USD pro Aktie auf über 400 USD erhöht, ohne

dass es dafür fundamentale Gründe gegeben hätte. Inzwischen hat diese rasant wachsende Investorenschar weitere Unternehmen identifiziert, deren Aktien in luftige Höhen gepuscht werden. Das Ganze erinnert an die irrationalen Übertreibungen des Neuen Marktes Anfang der 2000er Jahre, sozusagen ein Neuer Markt 2.0. Mit dem Zusammenbruch des Neuen Marktes verlor damals eine ganze Generation viel Geld und vor allem die Lust auf Aktien. Für Value-Investoren hingegen begannen damals parallel zum Niedergang des Neuen Marktes einige gute Jahre, da man sich an den Börsen wieder auf die fundamentalen Kennzahlen der Unternehmen fokussierte, wie zum Beispiel das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Wir sind davon überzeugt, dass diese Zeiten früher oder später an die Börsen zurückkehren und dann auch unsere Fonds wieder zufriedenstellende Renditen erwirtschaften werden.

Hintergrund: Wo bleibt die Inflation?

Schon lange erwarten wir ein Aufleben der Inflation. Warum? Weil weltweit die Geldmenge seit Jahren stark ansteigt. Es ist inzwischen so viel Geld im Umlauf, dass Banken auf die Einlagen ihrer Kunden keine Zinsen mehr bezahlen, sondern dafür sogenannte Verwahrentgelte fordern. Man zahlt also dafür, dass man sein Geld bei einer Bank anlegt. Verkehrte Welt! Diese stetig steigende Geldmenge hat entgegen den Erwartungen vieler Marktteilnehmer und Ökonomen, (noch) nicht zu steigenden Verbraucherpreisen geführt. Im Gegenteil: Die Verbraucherpreise sind stabil oder sogar rückläufig. Es überwiegen diesbezüglich momentan eher die deflationären Tendenzen. Ganz anders verhält es sich bei den Preisen für Vermögenswerte. Hier steigen die Preise seit Jahren kräftig. Viele Aktien, Immobilien, Edelmetalle und so weiter werden zu immer neuen Höchstpreisen gehandelt. Bei den Vermögenswerten findet Inflation also längst statt. Wir glauben, dass die Verbraucherpreise eher früher als später ebenfalls stärker inflationieren werden. Dies vor allem deshalb, weil die globalen Trends die jahrelang für stabile Preise vor allem bei Konsumgütern sorgten, zunehmend zum Erliegen kommen. Die wirtschaftliche Öffnung Chinas und das Ende des Kalten Krieges 1989 hatten zu einer rasanten Vernetzung der Weltwirtschaft geführt. Immer mehr günstige Arbeitskräfte drängten auf die Weltmärkte. Zunehmend wurden Waren und Dienstleistungen nicht mehr nur lokal angefragt, sondern auch aufgrund der sehr niedrigen Transportkosten vermehrt weltweit eingekauft. Dies führte letztlich zu einem scharfen internationalen Wettbewerb. Unternehmen, denen die Löhne und Kosten im Heimatland zu hoch waren, konnten ihre Produktion ganz oder teilweise ins billigere Ausland verlagern oder günstig Vorprodukte von dort beziehen. Das drückte zu Hause Preise und Löhne. Weitere preisdämpfende Effekte kamen hinzu. So stieg die Anzahl der Erwerbstätigen in Deutschland von 1994 bis heute kontinuierlich von knapp 38 Mio. auf über 45 Mio. Personen. Das beruht insbesondere auf der Zunahme der Erwerbsquote von Frauen und auf der seit 1993 geltenden Personenfreizügigkeit innerhalb der Europäischen Union. Beides führte dazu, dass in Deutschland insbesondere im Niedriglohn- und Teilzeitbereich ausreichend günstige Arbeitskräfte zur Verfügung ste-

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

hen. Schließlich wirkt natürlich auch der immer rasantere technische Fortschritt inflationsdämpfend. Die zunehmende Automatisierung und Digitalisierung unserer Arbeitswelt führt über eine höhere Produktivität und eine bessere Preistransparenz zu niedrigeren Produktionskosten und mehr Wettbewerb.

Doch diese oben beschriebenen preisdämpfenden Effekte beginnen sich allmählich abzuschwächen und teilweise sogar umzukehren. Insbesondere durch den mit zunehmender Intensität ausgetragenen Machtkampf zwischen den USA und China um die weltweite wirtschaftliche Vormachtstellung stagniert der Welthandel nun schon seit einigen Jahren. Zölle und Handelsbarrieren werden zwischen den immer noch eng miteinander verwobenen großen Volkswirtschaften China, USA und Europa wieder aufgebaut. Gleichzeitig wird deren Bevölkerung immer älter. Auf immer weniger Menschen im erwerbsfähigen Alter kommen künftig weltweit immer mehr Rentner. Diese wachsende Bevölkerungsgruppe ist selbst nicht mehr produktiv, wird aber zunehmend Bedarf an Gesundheitsversorgung, Pflegedienstleistungen und Medikamenten haben. Eine stagnierende oder sogar schrumpfende arbeitende Bevölkerung wird diesen Bedarf decken müssen. In Summe dürfte dies die Löhne und damit die Preise steigen lassen. Schließlich könnten sich auch die bisher preisdämpfenden Effekte der Digitalisierung teilweise umkehren. Zwar sorgt das Internet für Preistransparenz und weltweiten Wettbewerb beim Onlinehandel. Zunehmend aber entstehen durch die Skalen- und Netzwerkeffekte im Internet einige wenige dominante sogenannte „Superstar“-Unternehmen, die mit ihrer gewonnenen Marktmacht letztlich frei nach der Devise „The winner takes it all“ die Preise erhöhen können. All diese Entwicklungen treffen nun auf eine Post-Corona-Welt. In dieser werden Menschen ihr während der Krise angespartes Geld ausgeben, was die Preise zusätzlich treiben dürfte. Kommt es so, müssten die Zentralbanken nach der Krise dann eigentlich die Leitzinsen anheben, um der Inflation entgegenzuwirken. Da die Staatsverschuldung weltweit nicht zuletzt durch den Kampf gegen Corona neue Höchststände erreicht hat, dürfte allerdings der politische Druck auf die Notenbanken zunehmen, ihre lockere Geldpolitik fortzusetzen, was inflationäre Tendenzen weiter erhöhen könnte.

Es muss nicht so kommen wie oben beschrieben. Die durchschnittliche Lebensarbeitszeit könnte sich immer weiter verlängern und der medizinische Fortschritt die Menschen auch im Alter produktiver machen. Das würde die Gesundheitsausgaben und Pflegekosten senken. Zudem könnte sich das Verhältnis von Rentnern zu Erwerbstätigen durch weitere Einwanderung aus Regionen mit einer stark wachsenden Bevölkerung wie Indien oder Afrika stabilisieren. Digitalisierung und Automatisierung könnten mangelnde Arbeitskräfte günstig ersetzen. Darüber hinaus hält nicht nur ein Überangebot von Arbeitskräften die Inflation gering. Auch dauerhaft niedrige Energiepreise tragen dazu bei. Der Ölpreis, der in der Vergangenheit immer wieder für Inflationsschübe sorgte, ist derzeit niedrig und könnte bei einer weiter nach-

lassenden Abhängigkeit vom Öl dauerhaft niedrig bleiben. Letztlich muss es auch bei den Internetmonopolen nicht so kommen wie vermutet. Politische Regulierung, aber auch die Entwicklung neuer digitaler Geschäftsmodelle könnten künftig den heutigen Platzhirschen das Leben schwer machen. Wir glauben dennoch, dass die Zeichen mittelfristig eher auf steigender Inflation stehen, weil dies letztlich politisch gewünscht sein wird. Nur mittels deutlicher negativer Realzinsen, also einer hohen Inflation bei gleichzeitig niedrigen Zinsen, würde es gelingen, die aufgehäuften Schuldenberge mittelfristig merklich zu reduzieren. Mit diesem von Ökonomen „finanzielle Repression“ genannten Effekt konnten beispielsweise die USA nach dem zweiten Weltkrieg ihren kriegsbedingt hohen Schuldenstand wesentlich reduzieren. Schaut man genau hin, sind negative Realzinsen auch bei uns seit einigen Jahren bereits Realität. Zwar sind die Inflationsraten niedrig. Aber die Zinsen, die inzwischen ja teilweise bereits im negativen Bereich liegen, sind noch niedriger. Die Comdirect Bank schätzt, dass allein die deutschen Sparer dadurch seit 2010 über 120 Milliarden Euro an Wertverlusten erlitten haben. Steigen die Verbraucherpreise künftig schneller und werden gleichzeitig die Zinsen erst einmal auf dem heutigen sehr tiefen Niveau gehalten, dann wird der Effekt der negativen Realzinsen sogar noch gehebelt und die Entschuldung beschleunigt sich. Die Politik wird sich dieser verlockenden Lösung der Schuldenproblematik nur schwer entziehen können. Diese schleichende Enteignung der Bürger ist politisch nämlich wesentlich geräuschloser durchzusetzen als strikte Sparpläne oder Steuererhöhungen zur Sanierung der Staatsfinanzen. Wollen die Notenbanken ihre Glaubwürdigkeit nicht verspielen, müssen aber mit steigender Inflation die Zinsen wieder steigen, wenn vermutlich auch zeitversetzt.

Das deutsche Portrait: Die Hawesko Holding AG

„Getrunken wird immer!“ In Abwandlung unseres Aufmachers „Gebaut wird immer!“ der letzten vier Investorenbriefe über die Portraits verschiedener baunaher Unternehmen, möchten wir Ihnen dieses Jahr den europäischen Marktführer im Handel für hochwertige Weine vorstellen – die Hawesko Holding. Bereits 1964 gründete der Hamburger Unternehmer Peter Margaritoff das Weinversandhandelsunternehmen Hanseatisches Wein- und Sekt-Kontor. Die heutige Firmierung leitet sich aus der Abkürzung dieses Namens ab. 1974 eröffnen die beiden Weinenthusiasten Jacques Héon und Dr. Olaf Müller-Soppart in Düsseldorf das erste Jacques' Wein-Depot und revolutionierten mit ihrem neuartigen Konzept den Weinhandel in Deutschland. Der zwischenzeitlich auf über 100 Depot's gewachsene Facheinzelhändler wurde im Zuge des Börsengangs der Hawesko Holding AG 1998 in die Gruppe integriert. Die vor über 45 Jahren gelegten Grundsteine sind auch heute noch wesentliche Geschäftszweige des Handelskonzerns, die in den Folgejahren durch verschiedene Übernahmen und Zusammenführungen immer weiter verfeinert wurden. Aktuell ist Hawesko ausgeglichen über drei operative Segmente aufgestellt. Zum einen sind im Bereich Retail die Facheinzelhandelsaktivitäten, insbesondere Jacques' Wein-Depot in

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

Deutschland und Wein & Co. in Österreich zusammengefasst. „B2B“ umfasst den Großhandel und die Distributionsaktivitäten an Kunden aus der Gastronomie, dem Lebensmitteleinzelhandel und dem Wein-fachhandel. „E-Commerce“ beinhaltet wie der Namen schon vermuten lässt alle Online-Aktivitäten. Die führende Marktstellung des Konzerns rührt auch daher, dass es über die Jahre gelungen ist, mit führen-den Weinproduzenten wie beispielsweise Marchesi Antinori, Barons de Rothschild-Lafite oder Taittinger exklusive Vertriebsrechte abzuschließen. Die hochwertigen Weine dieser beliebten Produzenten sind somit in Deutschland ausschließlich bei den Tochtergesellschaften der Hawesko-Gruppe zu kaufen.

„Getrunken wird immer!“ – dieser Ausspruch galt auch in den vergangenen Monaten der Pandemie. Die jüngste Weinkonsumbilanz des Deutschen Weinbauverbands zeigt dabei sogar einen Anstieg des Durch-schnittsverbrauchs um 3 Prozent auf 20,7 Liter pro Kopf gegenüber dem vorherigen Weinwirtschaftsjahr. Und das, obwohl der Weinabsatz in der Corona bedingt geschlossenen Gastronomie deutlich rückläufig gewesen ist. Der Umsatzverlust mit den Restaurants hat in 2020 zwar auch Hawesko getroffen, wurde aber mehr als überkompensiert durch die hohen Verkäufe in den stationären Verkaufsläden mit Privat-kunden und vor allem durch überproportional gestiegene Online-Umsätze. Da das Geschäftsmodell sehr cash-flow-stark ist, kann ein akquisitionsbedingter, temporärer Verschuldungsaufbau zeitnah abgebaut werden. Zudem schüttet Hawesko verlässlich stabile Dividenden aus, die im vergangenen Jahr sogar mit einer Sonderzahlung garniert wurde. Trotzdem operiert der Konzern nur mit sehr geringen Netto-Bankschulden bei einer um die neue Leasing-Bilanzierung bereinigten Eigenkapital-Quote von soliden 40 Prozent.

Wir haben den Großteil unsere heutige Position im VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND im Herbst 2019 erworben und diese dann Anfang 2020 nochmal aufgestockt. Die Käufe erfolgten zu einer Börsenbewer-tung des gesamten Unternehmens von unter 300 Mio. € und dies bei einem Umsatzniveau in 2019 von über 550 Mio. €. Der von uns errechnete faire Wert lag zum damaligen Zeitpunkt bei über 400 Mio. €, so dass unsere Sicherheitsmarge folglich knapp 30 Prozent betrug. Aufgrund der guten Geschäftsentwick-lung in 2020, vor allem im Online-Bereich ist der faire Wert über die letzten 12 Monate nochmals leicht gestiegen, so dass wir auch zum Jahresende 2020 noch weiteres Kurssteigerungspotenzial sehen. Sollten die Marktteilnehmer Hawesko zunehmend als Online-Player wahrnehmen und die damit heranzuziehen-den Bewertungsmultiplikatoren ansetzen, sind auch noch deutlich höhere Aktienkurse vorstellbar.

Das europäische Portrait: Die The Swatch Group AG

Erstmals seit langem haben wir wieder in der Schweiz investiert – einem Aktienmarkt, wo uns die Bewer-tungen in den letzten Jahren trotz teils vorzüglich aufgestellter Unternehmen immer zu teuer gewesen

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

sind. Aufgrund des schon seit längerem vorhandenen niedrigen Zinsniveaus war der Schweizer an sich offensichtlich schon mit Dividendenrenditen von 1 Prozent oder weniger zufrieden. Aber auch in unserem südlichen Nachbarland hat die Corona-Pandemie die Aktienkurse in 2020 kräftig durcheinander gewirbelt. So konnten wir im Sommer letzten Jahres in den Uhrenhersteller Swatch investieren. Bekannt ist die Gruppe durch die zumeist bunten und schrillen „Plastik“-Uhren, die dem Konzern auch seinen Namen gegeben haben. Das Unternehmen ist aber wesentlich mehr. Neben der Marke Swatch, die nur einen kleinen einstelligen Prozentsatz des Konzernumsatzes ausmacht, verfügt der Konzern über 17 weitere Uhrenmarken in allen Preissegmenten. Dazu gehören Prestigemarken wie Breguet, Blancpain und Glashütte Original sowie Omega, deren Speedmaster für immer mit der ersten Mondlandung in 1969 verbunden bleiben wird. Diese war die einzige von der NASA für alle Weltraummissionen und Außenbordeinsätze qualifizierte Uhr und damit als offizieller Teil der Astronautenausrüstung bei der Apollo 11-Landung mit dabei. Mittelpreisige Marken sind Longines, Rado und Tissot, während Swatch und die Kindermarke FlikFlak im Einsteigersegment operieren. Den Schmuckbereich deckt Swatch mit der Prestigemarke Harry Winston ab. Damit gilt die Swatch-Gruppe als der global größte Uhrenhersteller, zumal die eigenen Uhrenlaufwerke auch an Wettbewerber veräußert werden.

China, wo die Nachfrage insbesondere nach teuren Uhren stark zunimmt, stellt die größte Abnehmerregion dar. Alleine hier verkauft das Unternehmen ein Drittel seiner Uhren. Im gesamten asiatischen Raum generiert Swatch über drei Fünftel seiner Umsätze. Diese regionale Aufteilung hat dem Konzern in 2020 geholfen, die Corona-bedingten Umsatzrückgänge insbesondere des ersten Halbjahres abzumildern, da vor allem in China die Pandemie relativ schnell überstanden war und die Wirtschaft zügig wieder auf Wachstum schalten konnte. Zudem ist die bilanzielle Aufstellung des Konzerns hervorragend. Die Eigenkapitalquote beträgt über 80 Prozent und es besteht ein hoher Liquiditätsüberschuss bei nur geringen Bankschulden. Die immateriellen Vermögensgegenstände sind in der Bilanz auch sehr niedrig angesetzt, zumal Goodwill-Positionen aus vergangenen Übernahmen nach schweizerischer Rechnungslegung bereits mit dem Eigenkapital verrechnet wurden und somit nicht mehr bilanziell ersichtlich sind.

Eine mittelfristige Gefahr der Substitution durch Smartwatches oder Fitness-Tracker wie z.B. von Apple oder FitBit erkennen wir derzeit lediglich im margenschwachen Bereich von tieferpreisigen Uhren. Dieses Segment ist für die operative Ertragskraft des Konzerns aber zu vernachlässigen, da hier nur Margen auf niedrigem Niveau erwirtschaftet werden können. Wir sehen dagegen, dass "Made in Switzerland" unverändert ein Qualitätssiegel ist und hochpreisige Uhren beispielsweise als Sammlerobjekte dienen, was auch in Nullzins-Zeiten als Investmentalternative gesehen wird. Zudem beobachten wir, dass vor allem asiatische Kunden Luxusuhren unverändert als Statussymbol sehen.

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

Nach dem Corona-bedingten Kurseinbruch im Frühjahr konnten wir die Swatch-Aktie im Sommer 2020 noch zu einer Bewertung an der Börse von rund 9,5 Mrd. schweizerischen Franken erwerben, das Kurs-Buchwert-Verhältnis lag lediglich bei 0,8. Die Nettofinanzposition deckte selbst nach dem schwachen ersten Corona-Halbjahr noch rund 10 Prozent der damaligen Marktkapitalisierung ab. Den fairen Wert setzten wir im Kaufzeitpunkt bei rund 13 Mrd. schweizerischen Franken an. Wir hatten also eine ausreichende Sicherheitsmarge von ca. 30 Prozent. Nachdem die Uhrenexporte aus der Schweiz vor allem nach Asien im zweiten Halbjahr deutliche Erholungszeichen zeigten, stieg auch der Swatch-Aktienkurs. Zum Jahresende 2020 betrug die Börsenbewertung immerhin schon wieder etwa 12 Mrd. schweizerische Franken, so dass wir aktuell noch ein gewisses Kurssteigerungspotenzial sehen. Dies könnte sogar noch höher ausfallen, sollte sich zeigen, dass die hohen privaten Sparquoten aus dem Pandemiejahr nach dem Ende der derzeitigen Lockdowns und dem Überwinden der Coronakrise nicht nur in Urlaubsreisen, sondern auch in den weiteren Konsum investiert werden.

Ausblick

Das von uns als wahrscheinlich erachtete Szenario steigender Inflationsraten dürfte früher oder später auch zu steigenden Zinsen führen. Das werden dann vor allem die teuren Growth-Aktien spüren, deren hohe Bewertungen besonders von den derzeit historisch niedrigen Zinsen profitieren. Das viele Geld das momentan in den großen amerikanischen Technologieaktien „geparkt“ ist, dürfte dann wieder verstärkt in zinstragende Staatsanleihen zurückfließen und die Wachstumsaktien sollten somit eine Neubewertung erfahren. Dies könnte dann auch für andere sehr hoch bewertet Vermögensklassen wie zum Beispiel Wohnimmobilien in Ballungsräumen zutreffen. Dagegen haben Value-Aktien von den niedrigen Zinsen kaum profitiert und dadurch gerade keine grundlegende Neubewertung erlebt. Das macht sie in einem solchen Umfeld viel weniger anfällig für Kurskorrekturen und zu einem guten Inflationsschutz. Wir werden daher, so wie Sie es von uns gewohnt sind, weiter geduldig nach soliden und von fähigen und ehrlichen Managern geführten Unternehmen suchen, deren Aktien wir mit einem deutlichen Abschlag zum von uns errechneten inneren Wert kaufen können. Wir sind zuversichtlich, dass wir damit mittel- bis langfristig für die VALUE-HOLDINGS FONDS auch weiterhin zufriedenstellende Renditen erwirtschaften werden und würden uns sehr freuen, wenn Sie uns auch in diesen nicht nur bewertungstechnisch verrückten Zeiten die Treue halten.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen!

Value-Holdings Capital Partners AG