

28. Investorenbrief

(Berichtszeitraum 01.01. bis 31.12.2022)

Sehr geehrte Damen und Herren,

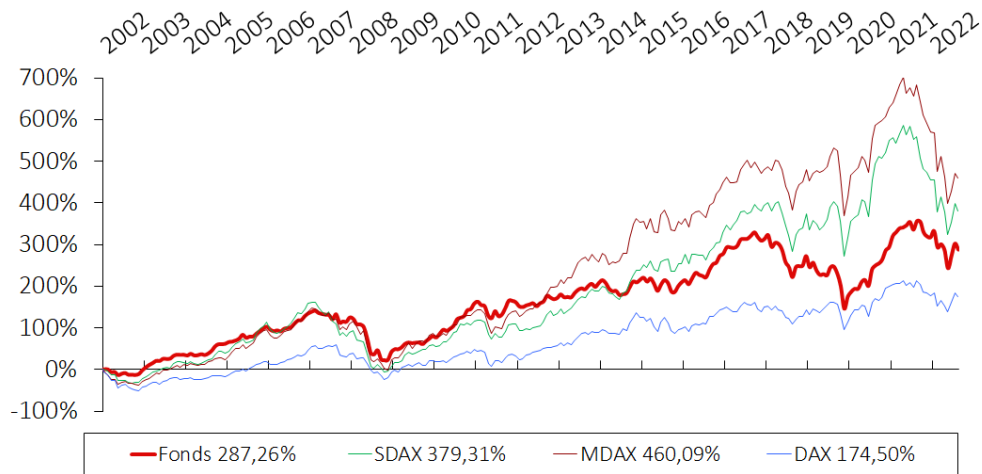
der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND reduzierte sich im Jahr 2022 inklusive der vorgenommenen Ausschüttung um 15,06 Prozent von 4.421,92 € auf 3.731,47 €. Damit verzeichnet der Fonds seit seiner Auflegung am 15. Mai 2002 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 6,78 Prozent. Der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DIVIDENDEN FUND reduzierte sich in 2022 unter Berücksichtigung der Ausschüttung von 3 Prozent um 11,61 Prozent von 15,20 € auf 13,00 €. Damit verzeichnete dieser Fonds seit seiner Auflegung am 1. Juli 2008 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 2,58 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 2022:	Steigende Zinsen lassen Aktienkurse fallen	4
Hintergrund:	Langfristig zählt nur die erzielte Wertschöpfung	4
Das deutsche Portrait:	Die Traton SE	7
Das europäische Portrait:	Die Orsero SpA	8
Ausblick		9

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 wieder. 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

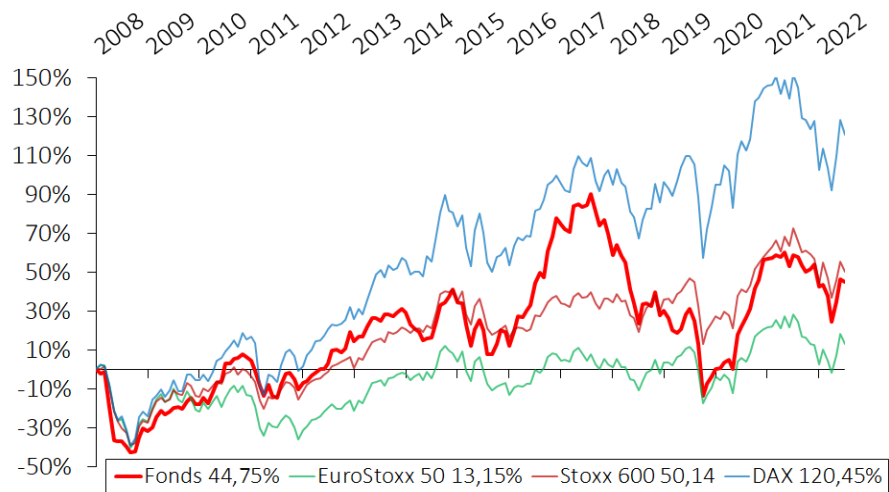
VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND: Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002



	Zeitraum	Fonds	DAX	MDAX	SDAX
Entwicklung seit Auflegung	15.05.2002 - 31.12.2022	287,26%	174,50%	460,09%	379,31%
Durchschn. Rendite p.a.	15.05.2002 - 31.12.2022	6,78%	5,01%	8,70%	7,89%
Entwicklung 2022	01.01. - 31.12.2022	-15,06%	-12,34%	-28,49%	-27,35%
Entwicklung 2021	01.01. - 31.12.2021	30,48%	15,79%	14,05%	11,17%
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	01.07.2008 - 31.12.2022	44,75%	13,15%	50,14%	120,45%
Durchschn. Rendite p.a.	01.07.2008 - 31.12.2022	2,58%	0,85%	2,84%	5,60%
Entwicklung 2022	01.01. - 31.12.2022	-11,61%	-11,74%	-12,90%	-12,34%
Entwicklung 2021	01.01. - 31.12.2021	31,14%	20,99%	22,25%	15,79%
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 2022: Steigende Zinsen lassen Aktienkurse fallen

Das abgelaufene Jahr 2022 hatte an den Börsen zunächst recht verheißungsvoll begonnen. In großen Teilen der Welt, eigentlich nur mit Ausnahme von China, hatten COVID-19 und seine Folgen für die Anleger ihren Schrecken weitgehend verloren. Viele hofften daher auf ein gutes Börsenjahr 2022, da es zunächst danach aussah, dass sich die coronabedingte Verknappung der Lieferketten auflösen und die Weltwirtschaft wieder ordentlich wachsen würde. Der Beginn des Angriffskrieges Russlands auf die Ukraine am 24. Februar 2022 machte diese Hoffnungen schlagartig zunichte. Schnell wurde klar, dass sich die die Wirtschaft belastende Lieferkettenproblematik durch den Krieg weiter verschärfen würde. Nun verknappten sich zusätzlich noch zahlreiche Rohstoffe wie Baustahl, Weizen, Sonnenblumenöl und Düngemittel, mit denen die Ukraine und Russland weite Teile der Welt versorgen. Parallel dazu wurde den Anlegern schnell klar, dass die Versorgung Europas mit günstigem Gas aus Russland auf absehbare Zeit zum Erliegen kommen würde. All diese sich schlagartig zuspitzenden Entwicklungen führten ab März zu einem rasanten Anstieg insbesondere der Energie- und Lebensmittelpreise, was wiederum die Inflation weltweit massiv ansteigen ließ.

Damit waren die Notenbanken gezwungen mit kräftigen Zinserhöhungen gegenzusteuern, um die Inflation nicht ausufern zu lassen. Die Welt des billigen Geldes, an die man sich in den letzten Jahren so sehr gewöhnt hatte, war quasi über Nacht vorbei. Viele Geschäftsmodelle und Investitionen mussten schlagartig neu bewertet und berechnet werden. Was sich mit Kapitalkosten nahe null noch rechnete, war bei Zinssätzen jenseits von 4 Prozent p.a. plötzlich kein gutes Geschäft mehr. An den Börsen verloren letztes Jahr daher insbesondere sehr hoch bewertete, oftmals unprofitable so genannte Wachstumsunternehmen massiv an Wert. Dies zeigt beispielhaft die Entwicklung des Nasdaq-Index, der US-amerikanische Technologiewerte abbildet. Dieser Index verlor in 2022 über 30 Prozent seines Wertes. Value-Aktien hingegen konnten sich in diesem Umfeld vergleichsweise gut behaupten. Hier fielen aufgrund der ohnehin bereits niedrigen Bewertungen die Kurskorrekturen viel geringer aus. Dies zeigt letztlich auch die Wertentwicklung unserer beiden VALUE-HOLDINGS FONDS.

Hintergrund: Langfristig zählt für den Unternehmenswert nur die erzielte Wertschöpfung

Anfang 2022 hatten die Bewertungsunterschiede zwischen stark wachsenden innovativen Unternehmen einerseits und den etablierten, eher langsam wachsenden Unternehmen andererseits neue Extreme erreicht. Dies zeigen nicht nur die Kennzahlenvergleiche der diese Segmente abbildenden Indizes (siehe Tabelle unten). Auch außerbörslich waren viele Startups mit einem überzeugenden Gründerteam und einer coolen Idee, aber ohne wesentlichen Umsatz und geschweige denn Gewinn, viel höher bewertet

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

als manche etablierte und profitable, alteingesessene Firma. Das Ganze ging so weit, dass man zum Beispiel im Startup-Mekka Berlin mit einer Geschäftsidee vor Investoren gar nicht erst präsentieren brauchte, wenn man die eigene Geschäftsidee zu Beginn nicht mindestens mit 10 Mio. € bewertet hatte. Nach dem Motto: „Ja, fehlen Ihnen denn die Ambitionen...“.

Januar 2022	2022e	DAX	TecDAX	DOW Jones	Nasdaq
	KGV	15,4	31,4	20,1	32,2
	KBV	1,9	3,5	4,9	8,2
	Div.-Rendite	3,00%	1,20%	2,00%	0,60%

Investitionen in Startups und Wachstumsfirmen können im Einzelfall sehr erfolgreich sein. Heutige Börsenschergewichte wie Alphabet, Meta oder Tesla wären wohl nie entstanden, hätten in den Anfängen dieser Unternehmen nicht wagemutige Investoren an deren künftigen Erfolg geglaubt und dabei aus damaliger fundamentaler Sicht viel zu hohe Bewertungen akzeptiert. Aber dies sind am Ende die glücklichen Ausnahmen. Die Mehrheit der Startups überlebt nicht, weil die erdachten Geschäftsmodelle nicht fruchten und somit keine Wertschöpfung stattfindet. Nur wenn es ein Unternehmen schafft, nachhaltig profitabel zu wirtschaften und damit entweder Dividenden ermöglicht und/oder sein Eigenkapital kontinuierlich erhöht, ist es wirtschaftlich erfolgreich.

In Zeiten niedrigster Zinsen, wie wir sie in den letzten Jahren erlebt haben, stehen Dividenden und der Aufbau von Eigenkapital für viele Investoren allerdings nicht im Vordergrund. Diese vergleichen ihre Investitionen üblicherweise nämlich mit den Renditen festverzinslicher Staatsanleihen. Werfen Staatsanleihen aufgrund mangelnder Zinsen keine Renditen ab, so akzeptieren diese Investoren auch ausbleibende Gewinne oder oft sogar Verluste, sofern die Unternehmen nur ordentlich wachsen. Denn Wachstum um fast jeden Preis war bis vor kurzem vor allem bei vielen internetbasierten Geschäftsmodellen das wichtigste Erfolgskriterium, da es aufgrund der Skaleneffekte des Internets letztlich oft nur wenige Sieger pro Geschäftsmodell gibt („the winner takes it all“). Steigen dann irgendwann die Vergleichszinsen, und genau das ist seit Anfang 2022 unerwartet schnell und massiv passiert, dann fallen diese Bewertungsmodelle in sich zusammen. Warren Buffett pflegte das mit folgendem Zitat zu beschreiben: „Erst wenn die Flut zurückgeht, sieht man, wer keine Badehose trägt.“ Erst also, wenn die geldpolitischen Zügel angezogen werden, kommen die Fehlbewertungen zum Vorschein, und zwar am stärksten dort, wo sie am größten sind. Das erklärt die letztjährigen Kursverluste von bis zu 90 Prozent bei manchen zuvor stark gehypten Wachstumsaktien.

Dezember 2022	2023e	DAX	TecDAX	DOW Jones	Nasdaq
	KGV	13,6	24,9	19,4	22,1
	KBV	1,6	2,7	4,5	5,8
	Div.-Rendite	3,50%	1,70%	2,00%	1,00%

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

Die oben aufgeführten Tabellen zeigen noch eine weitere Bewertungskuriosität. Danach sind deutsche Aktien insgesamt deutlich günstiger bewertet als die US-amerikanischen Unternehmen. Dieser Bewertungsunterschied besteht inzwischen seit über einem Jahrzehnt. Im Hinblick auf absolute Gewinne, Wachstum und Profitabilität sind viele US-Konzerne den deutschen, aber auch europäischen Unternehmen in den letzten Jahren weit enteilt. US-Aktien sind daher insgesamt deutlich teurer, das heißt höher bewertet. So sind die 40 Aktien im DAX Ende 2022 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 13,6 bewertet, während das US-amerikanische Pendant, der DOW Jones ein KGV von 19,4 aufweist. Beim Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) sind die Unterschiede mit 1,6 beim DAX zu 4,5 beim DOW Jones noch deutlicher. Genau aus diesem Grund hat sich die Linde AG entschlossen, seine Börsennotiz in Deutschland zu beenden und sich in den USA listen zu lassen. Wir werden sehen, wie sich allein diese Kapitalmarktmaßnahme auf die Bewertung auswirkt. Weitere Gründe für den Bewertungsabschlag: Deutsche Unternehmen sind hinsichtlich ihrer Kunden und Lieferanten stark in die Weltwirtschaft integriert und daher überdurchschnittlich vom Wohl und Wehe der unsicheren Weltkonjunktur abhängig. Hinzu kommen die hierzulande deutlich höheren Energiepreise, was die Produktionskosten erheblich verteuert sowie letztlich auch die China-Abhängigkeit vieler deutscher Unternehmen. Dort sinken wegen der schwachen konjunkturellen Lage Chinas die Erträge erstmals seit mehreren Jahrzehnten.

Für Value-Investoren sind die niedrigeren Bewertungen in Deutschland und Europa eher eine Chance als ein Problem. Da wir eine Sicherheitsmarge, d.h. einen deutlichen Abschlag zum von uns berechneten inneren Wert des Unternehmens benötigen, bevor wir dessen Aktien kaufen, sind uns günstig oder sogar extrem niedrig bewertete Aktien natürlich immer willkommen. Zwar dauern diese Bewertungsunterschiede zwischen Deutschland/Europa und den USA nun schon lange an. Die oben beschriebenen Gründe zeigen aber auch, dass diese oft nicht im direkten Einflussbereich der einzelnen Unternehmen liegen und sich über die Zeit auch ändern können. Dann gleichen sich Bewertungen wieder an beziehungsweise werden Unterbewertungen aufgeholt. Ein schönes Beispiel dafür bieten die Bewertungen von Tesla im Vergleich zur deutschen Autoindustrie. Während die Börse Tesla Anfang 2022 noch mit einem KGV von weit über 100 bewertete, handelten die deutschen Autokonzerne zu KGV's von deutlich unter 10. Woran liegt das? Aufgrund der sich zunehmend beschleunigenden Mobilitätswende sehen Investoren die Zukunft von Tesla, dem Pionier der Elektromobilität, deutlich optimistischer als die von BMW, Volkswagen oder Mercedes. Letztere sind heute praktisch so bewertet, als ob sie den Umstieg auf Elektro nicht schaffen und sie es daher in wenigen Jahren nicht mehr geben wird. Im abgelaufenen Jahr 2022 haben diese Bewertungsunterschiede bereits eine erste deutliche Korrektur erfahren. Langsam wird klar, dass die deutschen Konzerne den Umbau zur Elektromobilität vermutlich doch meistern werden. Zwar hat Tesla noch einen deutlichen Vorsprung bei Software und Batteriereichweite, wirtschaftet inzwischen profitabel

(das war lange nicht der Fall) und ist derzeit noch Marktführer bei E-Autos. Doch die Autokonzerne weltweit holen langsam auf. Dies bemerken auch die Investoren und werden bei Tesla vorsichtiger, was sich daran zeigt, dass sich Tesla's Aktienkurs in 2022 mehr als halbiert hat, während Mercedes und BMW ihre extreme Unterbewertung zumindest etwas aufholen konnten. Auch nach diesen Kurskorrekturen der Tesla-Aktie bleiben die Bewertungsunterschiede zwischen Tesla und seinen deutschen Wettbewerbern gewaltig. So handelt Tesla derzeit immer noch zu einem KGV von deutlich über 50, während die deutschen Autobauer zwischen KGV's von 4 und 7 liegen. Die kommenden Jahre werden zeigen, ob diese Bewertungsunterschiede weiter abgebaut werden. Jedenfalls dürften bei BMW, Mercedes, Volkswagen und Co. die meisten negativen Eventualitäten bereits in deren Aktienkurse eingepreist sein. Bei Tesla hingegen dürfte jede Enttäuschung der hohen Erwartungen zu weiteren Kursverlusten führen.

Das deutsche Portrait: Die Traton SE

Dieses Jahr möchten wir Ihnen eines unserer jüngsten Investments vorstellen. Ein Unternehmen, in das wir im abgelaufenen Jahr erstmals investiert haben. Es handelt sich dabei um Traton! Traton? Vielen ist das Unternehmen wahrscheinlich kein Begriff, zumal die Gesellschaft erst seit 2019 eigenständig an der Börse notiert ist und auch erst seit Mitte 2018 den heutigen Kunstnamen trägt. Dieser ist eine Kombination aus TRA für Transport bzw. Tradition und TON für Tonnage. Zuvor hieß das Unternehmen Volkswagen Truck & Bus, es ist also die ursprüngliche LKW- und Bussparte des VW-Konzerns. Diese umfasst heute die Marken MAN, Scania und Navistar sowie die brasilianische Tochter Volkswagen Caminhões & Ônibus. Das Unternehmen hat mit seinen 31 Produktions- und Montagestandorten in 16 Ländern und global mehr als 100.000 Mitarbeitern zwar eine stattliche Börsenkapitalisierung von annähernd 8 Mrd. €, jedoch liegen noch 90 Prozent der Anteile bei VW. Der Streubesitz ist dementsprechend klein, so dass der Titel noch nicht im Fokus der großen institutionellen Anleger steht.

Wir haben in 2022 unsere erst im Laufe des zurückliegenden Jahres erworbene Anfangsposition sukzessive ausgebaut, so dass sich die Beteiligung am Jahresende in beiden Fonds unter den größten 10 Positionen befand. Unser durchschnittlicher Einstandskurs liegt bei unter 8 Mrd. € Börsenwert. Der faire Wert liegt unseres Erachtens allerdings in etwa doppelt so hoch bei über 15 Mrd. €. Die Sicherheitsmarge ist demnach mehr als ausreichend groß. Warum sind wir so optimistisch? Wir erwarten in den kommenden Jahren erhebliche Skaleneffekte bei der Modularisierung und Gleichteilestrategie über alle Konzernmarken hinweg. Das Ergebnis sollte sich zudem kurzfristig deutlich verbessern, nachdem in den letzten Jahren verschiedene Effekte die Gewinnentwicklung beeinträchtigt hatten. Bei MAN und Navistar gab es Restrukturierungsprogramme, deren Effekte nunmehr sukzessive sichtbar werden sollten. Bekannt sind die Lieferkettenprobleme mit Werksstillständen unter anderem wegen fehlender Kabelbäume aus der

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

Ukraine. Außerdem wurde das Russland-Engagement abgeschrieben. Aktuell sehen wir, dass trotz rezessiver Tendenzen in vielen Regionen der Welt die Orderbücher bei den einzelnen Marken mit Lieferzeiten von bis zu 12 Monaten proppenvoll sind. Derzeit können die jeweils monatlich geöffneten Auftragsbücher meist vor Monatsende bereits wieder geschlossen werden, da die Nachfrage unverändert hoch ist. Als klassischer frühzyklischer Indikator scheint die LKW-Branche dieses Mal nicht zu taugen.

Dies liegt zum einen an einem hohen Nachholbedarf der letzten zwei Jahre und zum anderen an den hohen Treibstoffkosten. Unter dem Gesichtspunkt der sogenannten „total cost of ownership“ lohnt es sich für einen Flottenbetreiber selbst bei 10 Prozent höheren Anschaffungskosten einen neuen Truck zu kaufen, da die Ersparnis bei neuen, effizienteren Aggregaten über die Laufzeit enorm ist. Warum? Der Preis für eine neue Zugmaschine liegt lediglich bei rund 10 Prozent der Gesamtkosten über die durchschnittliche Lebenszeit eines LKW gesehen. In diesem Zeitrahmen betragen die Kosten für den Treibstoff, im Moment noch primär Diesel, jedoch rund 40 – 45 Prozent der kumulierten Kosten aus dem Preis für die Anschaffung, dem Unterhalt und dem Betrieb. Da sich mit modernen Antrieben schnell 8 – 10 Prozent an Diesel einsparen lassen, ist die Rechnung für den Käufer ein einfacher Dreisatz. Hiervon sollten auch wir als Anteilseigner mittelfristig profitieren können.

Das europäische Portrait: Die Orsero SpA

Und noch ein Unternehmensname, der vielen von Ihnen wahrscheinlich nicht bekannt ist. In diesem Fall handelt es sich im Gegensatz zu Traton um ein eher kleineres Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von knapp unter 250 Mio. €. Orsero zählt zu den großen europäischen Importeuren und Distributoren von Früchten und Gemüse. Die Gesellschaft hat dabei marktführende Positionen insbesondere in Italien und Portugal, aber auch in Spanien und Frankreich. Jährlich werden mehr als 750.000 Tonnen Früchte und Gemüse insbesondere aus Mittelamerika und der Karibik importiert. Zudem werden eigene Plantagen in Mexico und Costa Rica bewirtschaftet. Orsero unterteilt das Geschäft in die zwei Bereiche "Distribution" und „Shipping". Dabei erfolgt der Transport der Produkte mit vier eigenen und einem gecharterten Schiff, um termingerechte, wöchentliche Lieferungen zu gewährleisten. Im Bereich "Distribution" verfügt Orsero in Europa über zahlreiche Warenhäuser für die Lagerung und Verarbeitung sowie verschiedene Reifezentren.

Die Geschäftstätigkeit startete in 1940 mit dem Handel von Früchten und Gemüse in Italien und wurde in den folgenden Jahrzehnten regional und produktseitig weiter ausgebaut. Das Leben an der Börse startete 2017 über den in Deutschland eher wenig bekannten Umweg eines SPAC, einer Special Purpose Acquisition Company bzw. auf Deutsch, einem börsennotierten Akquisitionsvehikel. Seitdem hat sich die

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

Gesellschaft nach anfänglichen operativen Schwierigkeiten sehr erfreulich entwickelt und konnte in jedem Jahr ihren Umsatz auf mittlerweile deutlich über eine Milliarde Euro steigern. Hierzu beigetragen haben auch der ein oder anderen Zukauf, den Orsero aus den Mitteln des Börsenganges sowie den jährlichen Cash flows finanzieren konnte. Die gute Finanzlage erlaubt es der Gesellschaft zudem, seit dem Börsengang immer auch Dividenden zu zahlen. Lediglich im Coronajahr 2020 wurde für das Vorjahr nur eine Aktiendividende statt eines Barbetrages ausgeschüttet. Auch wenn die Dividendenrendite von Orsero bezogen auf den Fonds nur unterdurchschnittlich ist, so gefallen uns trotzdem die Beständigkeit und die in den letzten Jahren zudem sukzessive erhöhten Ausschüttungen.

Der VALUE-HOLDINGS DIVIDENDEN FUND ist bereits seit Ende 2017 - mit weiteren Zukäufen Anfang 2018 - in dem italienischen Nebenwert investiert. Der durchschnittliche Einstandskurs liegt bei einer Börsenbewertung von rund 160 Mio. €. Den fairen Wert hatten wir damals bei etwa 250 Mio. € verortet, so dass wir eine ausreichende Sicherheitsmarge von 30 Prozent bei einem in unseren Augen stabilen Geschäftsmodell hatten. Vor allem aufgrund der sehr erfreulichen Geschäftsentwicklung in den letzten drei Jahren hat sich der faire Wert zuletzt sukzessive erhöht und liegt aktuell bei über 350 Mio. €. Nachdem der Aktienkurs des Unternehmens in 2022 entgegen der allgemeinen Marktentwicklung deutlich zulegen konnte, haben wir einen Teil unserer Beteiligung reduziert. Dennoch gehört der Titel noch zu den größeren Positionen des Fonds, knapp unterhalb der Top-10. Bis zum Erreichen des fairen Wertes werden wir die restlichen Aktien behalten und uns in der Zwischenzeit über die jährlichen Dividenden und die hoffentlich weiterhin so erfolgreiche Entwicklung des Unternehmens erfreuen.

Ausblick

Die lange Phase der Übertreibungen an den Börsen scheint vorüber zu sein. Viele Aktien, insbesondere die teuren Wachstumsaktien haben in 2022 deutlich an Wert verloren. Ob sich die Kurskorrekturen noch weiter fortsetzen, wird letztlich von der Entwicklung der Inflation abhängen. Sofern sich diese nicht deutlich abflacht, werden die Notenbanken die Zinsen vermutlich weiter anheben, was letztlich zu fallenden Börsenkursen führen dürfte. Uns bietet dieses Umfeld viele Chancen mit einer deutlichen Sicherheitsmarge zum von uns berechneten inneren Wert in gut geführte, profitable, aber unterbewertete Unternehmen einzusteigen. Mittel- bis langfristig werden diese Unterbewertungen regelmäßig aufgeholt und zum weiteren Wertzuwachs unserer VALUE-HOLDINGS FONDS beitragen. Wir würden uns daher sehr freuen, wenn Sie uns auch künftig gewogen blieben.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen!

Value-Holdings Capital Partners AG