

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

---

**29. Investorenbrief**

**(Berichtszeitraum 01.01. bis 31.12.2023)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

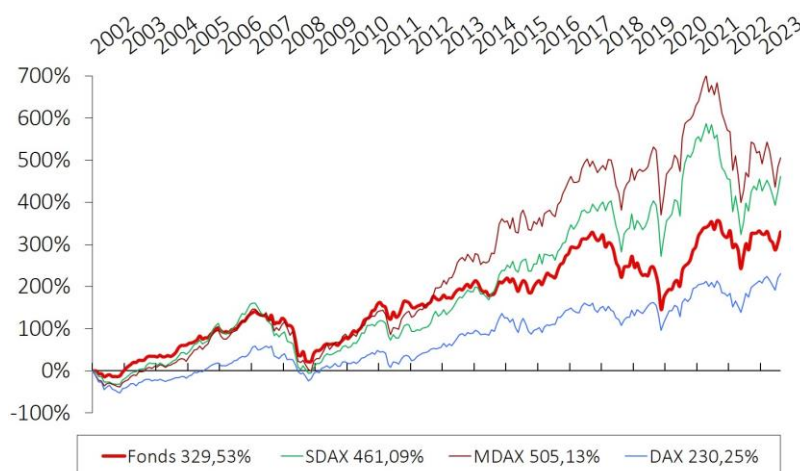
der Nettoinventarwert eines Fondsanteils des VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND erhöhte sich im Jahr 2023 inklusive der vorgenommenen Ausschüttung um 10,92 Prozent von 3.731,47 € auf 4.116,92 €. Damit verzeichnet der Fonds seit seiner Auflegung am 15. Mai 2002 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 6,97 Prozent. Der Nettoinventarwert des VALUE-HOLDINGS DIVIDENDEN FUND stieg in 2023 je Fondsanteil unter Berücksichtigung der Ausschüttung von 3 Prozent um 17,40 Prozent von 13,00 € auf 14,85 €. Damit verzeichnete dieser Fonds seit seiner Auflegung am 1. Juli 2008 eine durchschnittliche jährliche Rendite nach allen Kosten von 3,48 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 2023:	Die Welt führt Krieg und dennoch steigen die Börsen	4
Hintergrund:	In Erinnerung an Charles Thomas Munger	5
Das deutsche Portrait:	Die Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft	6
Das europäische Portrait:	Die Porr AG	7
Ausblick		8

**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

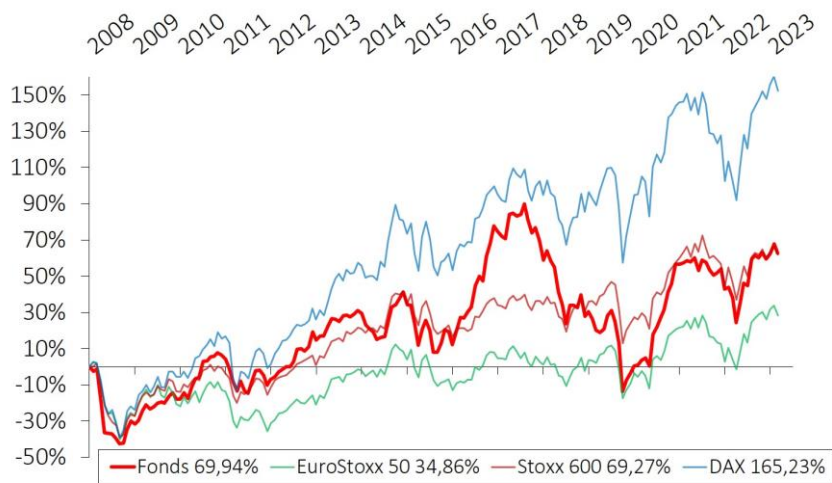
**VALUE-HOLDINGS DEUTSCHLAND FUND: Übersicht seit Auflegung am 15. Mai 2002**



	Zeitraum	Fonds	DAX	MDAX	SDAX
<b>Entwicklung seit Auflegung</b>	15.05.2002 - 31.12.2023	<b>329,53%</b>	230,25%	505,13%	461,09%
<b>Durchschn. Rendite p.a.</b>	15.05.2002 - 31.12.2023	<b>6,97%</b>	5,67%	8,67%	8,29%
Entwicklung 2023	01.01. - 31.12.2023	<b>10,92%</b>	20,31%	8,04%	17,06%
Entwicklung 2022	01.01. - 31.12.2022	<b>-15,06%</b>	-12,34%	-28,49%	-27,35%
Entwicklung 2021	01.01. - 31.12.2021	<b>30,48%</b>	15,79%	14,05%	11,17%
Entwicklung 2020	01.01. - 31.12.2020	<b>1,11%</b>	3,55%	8,77%	18,01%
Entwicklung 2019	01.01. - 31.12.2019	<b>7,86%</b>	25,48%	31,15%	31,58%
Entwicklung 2018	01.01. - 31.12.2018	<b>-23,87%</b>	-18,26%	-17,61%	-20,00%
Entwicklung 2017	01.01. - 31.12.2017	<b>24,08%</b>	12,51%	18,08%	24,87%
Entwicklung 2016	01.01. - 31.12.2016	<b>10,44%</b>	6,87%	6,81%	4,63%
Entwicklung 2015	01.01. - 31.12.2015	<b>8,59%</b>	9,56%	22,67%	26,61%
Entwicklung 2014	01.01. - 31.12.2014	<b>-3,13%</b>	2,65%	2,17%	5,85%
Entwicklung 2013	01.01. - 31.12.2013	<b>11,07%</b>	25,48%	39,11%	28,23%
Entwicklung 2012	01.01. - 31.12.2012	<b>13,39%</b>	29,06%	33,90%	19,74%
Entwicklung 2011	01.01. - 31.12.2011	<b>3,56%</b>	-14,69%	-12,15%	-14,54%
Entwicklung 2010	01.01. - 31.12.2010	<b>36,52%</b>	16,06%	34,91%	45,78%
Entwicklung 2009	01.01. - 31.12.2009	<b>12,46%</b>	23,85%	34,01%	26,72%
Entwicklung 2008	01.01. - 31.12.2008	<b>-37,22%</b>	-40,37%	-43,21%	-46,05%
Entwicklung 2007	01.01. - 31.12.2007	<b>10,58%</b>	22,29%	4,89%	-6,75%
Entwicklung 2006	01.01. - 31.12.2006	<b>17,40%</b>	21,98%	28,63%	31,03%
Entwicklung 2005	01.01. - 31.12.2005	<b>23,95%</b>	27,07%	36,01%	35,16%
Entwicklung 2004	01.01. - 31.12.2004	<b>14,91%</b>	7,34%	20,28%	21,56%
Entwicklung 2003	01.01. - 31.12.2003	<b>44,65%</b>	37,08%	47,75%	51,30%
Entwicklung 2002	15.05. - 31.12.2002	<b>-13,15%</b>	-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
<b>Entwicklung seit Auflegung</b>	01.07.2008 - 31.12.2023	<b>69,94%</b>	34,86%	69,27%	165,23%
<b>Durchschn. Rendite p.a.</b>	01.07.2008 - 31.12.2023	<b>3,48%</b>	1,95%	3,45%	6,49%
Entwicklung 2023	01.01. - 31.12.2023	<b>17,40%</b>	19,19%	12,74%	20,31%
Entwicklung 2022	01.01. - 31.12.2022	<b>-11,61%</b>	-11,74%	-12,90%	-12,34%
Entwicklung 2021	01.01. - 31.12.2021	<b>31,14%</b>	20,99%	22,25%	15,79%
Entwicklung 2020	01.01. - 31.12.2020	<b>-4,66%</b>	-5,14%	-4,04%	3,55%
Entwicklung 2019	01.01. - 31.12.2019	<b>5,89%</b>	24,78%	23,16%	25,48%
Entwicklung 2018	01.01. - 31.12.2018	<b>-32,82%</b>	-14,34%	-13,24%	-18,26%
Entwicklung 2017	01.01. - 31.12.2017	<b>27,35%</b>	6,49%	7,68%	12,51%
Entwicklung 2016	01.01. - 31.12.2016	<b>20,24%</b>	0,70%	-1,20%	6,87%
Entwicklung 2015	01.01. - 31.12.2015	<b>3,29%</b>	3,85%	6,79%	9,56%
Entwicklung 2014	01.01. - 31.12.2014	<b>-6,65%</b>	1,20%	4,35%	2,65%
Entwicklung 2013	01.01. - 31.12.2013	<b>21,28%</b>	18,35%	17,75%	25,48%
Entwicklung 2012	01.01. - 31.12.2012	<b>20,49%</b>	13,79%	14,37%	29,06%
Entwicklung 2011	01.01. - 31.12.2011	<b>-17,01%</b>	-17,05%	-11,34%	-14,69%
Entwicklung 2010	01.01. - 31.12.2010	<b>28,62%</b>	-5,85%	8,95%	16,06%
Entwicklung 2009	01.01. - 31.12.2009	<b>27,20%</b>	21,00%	28,57%	23,85%
Entwicklung 2008	01.07. - 31.12.2008	<b>-37,06%</b>	-26,88%	-31,96%	-25,06%

### **Das Jahr 2023: Die Welt führt Krieg und dennoch steigen die Börsen**

Die Erwartungen an das Börsenjahr 2023 waren bei den meisten Investoren zu Jahresbeginn sicherlich bescheiden. Der Krieg in der Ukraine bereitete weiterhin Sorgen und verursacht großes Leid. Erst langsam wurde der westlichen Welt klar, dass sie sich im Krieg mit Wladimir Putins Russland befindet und es vermutlich für viele Jahre, vielleicht sogar Jahrzehnte, kein Zurück zum Status Quo geben wird. Hinzu kam der Überfall der Hamas auf Israel am 7. Oktober 2023, der zu einem weiteren Krieg und für Europa letztlich zu einer zweiten, vor allem medialen, Front vor der eigenen Haustür geführt hat. Die sich daraus ergebenden Verunsicherungen hatten die Börsen allerdings bald überwunden und der DAX erklomm, ebenso wie viele andere weltweite Leitindizes, ein neues Allzeithoch. Das darf für den DAX schon verwundern, befindet sich zumindest Deutschland zur Jahreswende 2023/2024 in einer ausgewachsenen Rezession. Für die nächsten Jahre werden uns wirtschaftlich schwere Zeiten vorausgesagt. Deutschland dürfte bis auf weiteres eines der Schlusslichter beim Wachstum in Europa bleiben. Manche sprechen gar wieder von Deutschland als dem „kranken Mann Europas“.

Dass es mit dem DAX und an den Börsen dennoch aufwärts geht, liegt vermutlich an zwei Projektionen in die Zukunft, die die meisten Anleger zuversichtlich stimmen. Zum einen nähern sich die USA und China diplomatisch wieder an und es besteht die Hoffnung, dass der Handelskrieg zwischen diesen beiden wichtigsten Wirtschaftsmächten der Welt ein Ende finden könnte. Zum anderen hat die Inflation merklich nachgelassen, so dass sich viele Menschen Hoffnungen auf wieder fallende Zinsen machen. Zumindest im Bezug auf fallende Zinsen sind wir jedoch eher skeptisch. Die Zeiten des kostenlosen Geldes werden vermutlich nicht zurückkommen, da die Staatsdefizite der Industriestaaten schon aus demographischen Gründen unvermindert weiterwachsen werden. Bereits heute werden zum Beispiel circa 40 Prozent der westlichen Staatshaushalte direkt oder indirekt für Senioren ausgegeben. In 20 Jahren dürfte diese Quote auf bis zu 60 Prozent anwachsen. Auch der Wegfall der Friedensdividende durch wieder anziehende Rüstungsausgaben wird viel Geld kosten. Um all das zu finanzieren, werden die Staaten den Gläubigern ihrer Staatsanleihen eher steigende als fallende Zinsen bieten müssen. Dauerhaft höhere Zinsen bedeuten aber gleichzeitig, dass andere Vermögenswerte wie zum Beispiel Immobilien und Aktien weniger attraktiv werden und daher nicht mehr so stark nachgefragt werden, was letztlich zu fallenden Preisen bei diesen Vermögenswerten führt. Als Value-Investoren sind wir für ein solches Szenario steigender Zinsen besser gewappnet als der Mainstream der Investoren. Die vergleichsweise niedrigen Bewertungen und hohen Dividendenrenditen der von den VALUE-HOLDINGS FONDS gehaltenen Unternehmen sowie die von uns bei unseren Investments immer angestrebte Sicherheitsmarge zum inneren Wert eines Unternehmens bieten eine gute Chance auch in Zeiten hoher Zinsen mit Aktien Geld zu verdienen.

### **Hintergrund: In Erinnerung an Charles Thomas Munger**

Mit Charlie Munger ist am 26. November 2023 einer der profiliertesten amerikanischen Value-Investoren gestorben. Der 99-jährige war als langjähriger Vizepräsident von Berkshire Hathaway ein unzertrennlicher Partner für Warren Buffetts enormen Erfolg. „Berkshire Hathaway hätte ohne die Inspiration, Weisheit und Beteiligung von Charlie Munger nicht ihren heutigen Status erreicht“, sagte Warren Buffett in seiner Pressemitteilung kurz nach Mungers Tod. Die Lebensgeschichte von Charlie Munger ist bemerkenswert vielseitig. Er wurde am 24. Januar 1924 in Omaha, Nebraska, geboren, brach im Zweiten Weltkrieg sein Mathematik-Studium ab, um zur US-Army zu gehen, was ihn nach Kalifornien führte. Nach dem Krieg studierte er Jura in Harvard und gründete im Anschluss daran eine Rechtsanwaltskanzlei. 1959 traf er Warren Buffett, woraufhin er in die Investmentbranche wechselte und Mitbegründer der Firma Wheeler, Munger & Co. wurde. Sein Wechsel zu Berkshire Hathaway kam erst 1978. Da war die symbiotische Beziehung zwischen Munger und Buffett schon längst etabliert: Beide trafen sich seit Jahren regelmäßig, um sich über potentielle Aktieninvestments auszutauschen. Einer breiteren Öffentlichkeit – auch hierzulande – war Charlie Munger für seine launigen Sprüche bekannt, die er in Interviews, vor allem aber auf der Bühne in Omaha anlässlich der Hauptversammlungen von Berkshire Hathaway zum Besten gab. Diese Hauptversammlungen waren auch deshalb bei Investoren so beliebt, weil sich Buffett und Munger dort ähnlich gekonnt-süffisant die Bälle zuspielten wie einst Waldorf und Statler in der Muppet Show. Die stundenlangen Auftritte der Cola-schlürfenden älteren Herren sind ein Fundus für die Sammler von Investment-Weisheiten. Interessant ist, dass Munger vielfach „nur“ als rechte Hand von Buffett gesehen wurde, vermutlich auch, weil er bewusst die Rolle der zweiten Geige einnahm. Seinem Beitrag für die Erfolge von Berkshire Hathaway wird das nicht gerecht. Er war es nämlich letztlich, der wesentlich zur Weiterentwicklung des Investmentstils von Warren Buffett beitrug. Weg von dem puristischen Deep-Value-Ansatz des Benjamin Graham, hin zu einem Ansatz, der neben dem günstigen Preis auch die Qualität des Unternehmens in die Analyse mit einbezieht. Die Evolution Buffetts von einem Investor, der auch in Pleitekandidaten investiert, nur weil deren Buchwert höher ist als ihr Börsenwert, hin zu einem Anleger, der nachwachsende Qualitätsunternehmen zu einem angemessenen Preis sucht, ist also maßgeblich Charlie Mungers Verdienst. Nur vor diesem Hintergrund ist erklärlich, dass Apple heute einen bedeutenden Anteil am Aktienportfolio von Berkshire Hathaway ausmacht. Benjamin Graham hätte Apple angesichts der anspruchsvollen Bewertung keines Blickes gewürdigt. Letztlich war es aber diese, von Charlie Munger inspirierte Stilanpassung, die Berkshire Hathaway zu einem einzigartigen Erfolgsunternehmen werden ließ.

Doch Mungers Beliebtheit ging nicht nur auf sein Talent als Investor zurück. Munger war auch ein Philosoph des Lebens, dessen Weisheit sich aus seinem Erfahrungsschatz, seinem Bildungshunger und seiner

Offenheit gegenüber neuen Ideen speiste. Themen wie Psychologie, Ethik, Rationalität und menschliches Verhalten interessierten ihn sehr. Legendar ist auch seine schonungslos-analytische Kritik an den Exzessen der Finanzwelt, die der „Zyniker der Märkte“ freilich gewinnbringend auszunutzen wusste („Du weisst Warren, wir wären nie so reich geworden, wären andere Marktteilnehmer nicht so dumm!“). Es war die Kritik des Moralisten, der nach 70 Jahren Erfahrung mitunter am Rande des Zynismus balancierte, sich aber immer eine bemerkenswerte analytische Schärfe bewahrte, die sich wohltuend von der konzilient-jovialen Art von Warren Buffett abhob. Charlie Munger wird uns fehlen. Mit seinen unzähligen klugen und oft auch witzigen Zitaten und Lebensweisheiten wird er uns in bester Erinnerung bleiben.

### **Das deutsche Portrait: Die Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft**

Langjährige Begleiter der VALUE-HOLDINGS FONDS werden nun ein kleines Déjà-vu haben. Bereits im Investorenbrief über das Jahr 2015 hatten wir Ihnen die Bayerischen Motoren Werke Aktiengesellschaft, kurz BMW, vorgestellt. Ja, fällt denen denn nichts Neues ein, mögen die einen oder anderen jetzt an dieser Stelle sagen. Warum wir dennoch erneut über BWM sprechen und einen Rückblick vornehmen, wollen wir Ihnen im Folgenden erläutern. Zum Unternehmen BMW muss wahrscheinlich gar nicht viel gesagt werden (beziehungsweise könnte man locker viele Seiten füllen). Die Historie der Gesellschaft ist bereits über 100 Jahre alt. Heute ist BMW neben Mercedes-Benz und Audi einer der führenden Premiummarken im Automobilbau. Neben der Marke BMW (Autos und Motorräder) umfasst die Produktpalette noch die Marken Mini und Rolls-Royce. Größte Anteilseigner mit knapp 50 Prozent sind seit vielen Jahren die Geschwister Susanne Klatten und Stefan Quandt. Mit dem BMW i3 brachte der Hersteller bereits in 2013 das erste Serien-Elektroauto auf die Straße, gleichwohl es in den Anfangsjahren noch als „BMW für Birkenstock-Träger“ belächelt wurde. Soll heißen, BMW war mit dem „Project i“ einer der Pioniere der Elektromobilität, auch wenn heute primär Namen wie Tesla oder Build Your Dreams (kurz BYD) fallen, wenn von führenden E-Auto-Anbietern gesprochen wird.

Bereits vor 2015 waren wir das eine oder andere Mal Aktionär der Gesellschaft. Im Herbst 2015 hatte uns die damals schwache Börsenverfassung, verstärkt durch den VW-Abgasskandal, einmal mehr den Gefallen getan und den Aktienkurs von BMW auf ein Niveau fallen lassen, wo wir eine ausreichende Sicherheitsmarge auf den von uns errechneten fairen Wert für das Unternehmen hatten. Bei einem durchschnittlichen Einstandskurs von 67,50 € für die günstigeren Vorzugsaktien war BMW zum Kaufzeitpunkt mit lediglich rund 44 Mrd. € an der Börse bewertet. Bei einem erwarteten Gewinn in 2015 von über 6 Mrd. € lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei niedrigen 7. Wir sind damals in unserer Projektion davon ausgegangen, dass die in den Vorjahren stetig steigenden Ausschüttungen auch zukünftig eine auskömmliche Dividendenrendite bringen sollten. Den fairen Wert für die gesamte BMW-Gruppe haben wir

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

---

damals auf knapp 60 Mrd. € bzw. 90 € je Aktie verortet. Bei einem durchschnittlichen Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren wollten wir uns unser Investment zwischenzeitlich von den hohen Ausschüttungen versüßen lassen.

In den Jahren nach unserem Einstieg mussten wir uns immer wieder kritische Fragen zu unseren Automobil-Investments gefallen lassen (bei Mercedes-Benz sind wir noch heute Anteilseigner). Die deutschen Pkw-Hersteller schienen sich in den vergangenen acht Jahren in einer Dauerkrise befunden zu haben. Dieselskandal, verschlafener Strukturwandel hin zur E-Mobilität, Lieferketten-Problematik, Rezession, Corona-Krise und so weiter – eigentlich gab es zuletzt kein einziges „normales“ Jahr mehr. Dennoch: BMW hat, zwar auch mal rückläufig wie 2019 und 2020, in den letzten acht Jahren immer durchgehend Gewinne erwirtschaftet und gemäß ihrer Dividendenpolitik mit Ausschüttungsquoten um 40 Prozent stets die Aktionäre am Unternehmenserfolg partizipieren lassen. Gleichzeitig hat sich der Buchwert je Aktie von 43 Mrd. € auf über 90 Mrd. € mehr als verdoppelt. Auch wenn der Aktienkurs in der Vergangenheit nicht immer unseren Vorstellungen entsprochen hat und wir zwischenzeitlich auch mal deutlich „hinten lagen“, so hat sich das Investment gesamthaft gesehen für uns mehr als rentiert.

Durch die gute operative Entwicklung hat sich der faire Wert des Unternehmens zwischenzeitlich über unsere Ursprungsannahme erhöht und wir konnten unsere Beteiligung nach Erreichen des aktualisierten fairen Wertes im Sommer 2023 gewinnbringend veräußern. Unter Einrechnung der bis dato vereinnahmten Dividenden haben wir eine Verdoppelung unseres Ursprungsinvestments erzielen können. Die Ausschüttungen haben rund 50 Prozent dazu beigetragen und einmal mehr die Bedeutung von Dividenden in der langfristigen Renditebetrachtung unterstrichen. Diese Verdoppelung entspricht über die Laufzeit gesehen einer jährlichen Rendite von knapp über 10 Prozent, was oberhalb unseres angestrebten Renditekorridors liegt. Auch wenn wir zwischenzeitlich erheblichen Gegenwind gehabt haben, hat sich bei diesem Investment die notwendige Geduld des Value-Investors ausgezahlt. Dies wollten wir Ihnen mit diesem Rückblick veranschaulichen.

#### **Das europäische Portrait: Die Porr AG**

Auch bei unserem europäischen Portrait machen wir zunächst einen Rückblick. Dieser betrifft allerdings nicht das Bauunternehmen Porr selber, sondern den deutschen Hochtief-Konzern. Diesen hatten wir zwischen Sommer 2021 und 2022 bei einer Börsenbewertung von 42 Mrd. € beziehungsweise durchschnittlich 61 € je Aktie erworben. Bereits nach einem Jahr hatte der Aktienkurs dann den von uns errechneten fairen Wert von 60 Mrd. € erreicht, so dass wir Hochtief mit einer Performance von über 30 Prozent zeitnah wieder veräußern konnten. Wenngleich die operative Aufstellung der beiden Bauun-

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

---

ternehmen nicht eins zu eins vergleichbar ist, so war die unterschiedliche Kursentwicklung der in der gleichen Branche tätigen Konzerne in 2023 äußerst diametral und hat uns die Gelegenheit gegeben, im Herbst 2023 mit Porr einen Ersatzkandidaten für die veräußerte Hochtief-Beteiligung in das Portfolio des VALUE-HOLDINGS DIVIDENDEN FUND aufzunehmen.

Aber der Reihe nach: Wer ist Porr und was macht das Unternehmen genau? Die Historie der Porr AG geht auf das Jahr 1869 zurück, wo die Gesellschaft unter dem Namen Allgemeine österreichische Baugesellschaft als Aktiengesellschaft gegründet wurde. Damit ist Porr die älteste börsennotierte Gesellschaft in Österreich. Der Konzern zählt heute zu den mittelgroßen Bauunternehmen in Europa und ist in den Kernmärkten Österreich, Deutschland, Schweiz, Polen, Tschechien, Slowakei und Rumänien tätig. Der Konzern besitzt eine hohe Expertise im Tief- und Infrastrukturbau mit einem Umsatzanteil von knapp 60 Prozent, insbesondere bei Tunnelprojekten und beim Bau von Pumpspeicherkraftwerken. Projektbezogen arbeitet Porr zudem in Großbritannien, Norwegen, Katar und den Vereinigten Arabischen Emiraten. Bei diesen Projekten handelt es sich insbesondere um Eisenbahnprojekte, bei denen das von Porr mit der österreichischen Bundesbahn ÖBB entwickelte und patentierte feste Fahrbahnsystem "Slab Track" eingebaut wird. Neben dem Tief- und Infrastrukturbau liegt ein weiterer Schwerpunkt der Bauaktivitäten auch im Industriebau mit einem Anteil von 30 Prozent. Der derzeit schwächelnde Wohnungsbau nimmt lediglich einen Umsatzanteil von deutlich unter 10 Prozent der Konzernumsätze ein. Geographisch wird gut die Hälfte der Erlöse im Segment Österreich/Schweiz erzielt, gefolgt von Deutschland mit 15 Prozent und Polen mit 14 Prozent. Mit einem hohen Auftragsbestand von mehr als 9 Mrd. € besitzt Porr eine hohe Visibilität bis weit in das Jahr 2024 hinein. Porr hat zudem eine attraktive Dividendenpolitik mit einer Ausschüttungsquote von 30 bis 50 Prozent, woraus sich auf unser Einstandsniveau eine Dividendenrendite über 5 Prozent errechnet. Diesem Einstandsniveau liegt eine Börsenbewertung von 430 Mio. € zugrunde. Der von uns errechnete faire Wert liegt für den Gesamtkonzern allerdings bei rund 950 Mio. €. Wir haben also eine mehr als ausreichend hohe Sicherheitsmarge. Auch hier gilt: Bis zum Erreichen des fairen Wertes lassen wir uns die Wartezeit mit auskömmlichen Ausschüttungen versüßen.

### **Ausblick**

Nach einer Schwächephase 2022 sind die teuren Wachstumsaktien wieder zurück und erreichen neue Höchstkurse. Letztlich sind es aber seit über zehn Jahren nur ganz wenige Unternehmen, die die Börsen antreiben. Wir haben schon mehrfach über diese Unternehmen, die Sie vermutlich alle kennen, berichtet. Heute fassen Anleger die inzwischen riesigen Technologiekonzerne Meta, Apple, Microsoft, Alphabet, Tesla, Nvidia und Amazon unter dem Begriff der „glorreichen Sieben“ zusammen. Glorreich deshalb, weil diese Unternehmen seit Jahren ein imposantes Gewinnwachstum erzielen, inzwischen teilweise



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

---

über 3 Bio. \$ an Unternehmenswert ausweisen und Anleger ein großes Vertrauen in die weitere technologische Überlegenheit dieser Unternehmen haben. Rechnet man diese sieben Konzerne heraus, wäre der, die 500 größten US-amerikanischen Unternehmen umfassende, S&P 500 Index seit 2014 anstatt mit etwa 130 Prozent „nur“ um circa 80 Prozent gestiegen. Inzwischen machen die „glorreichen Sieben“ über 25 Prozent der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischer Aktien und damit letztlich über 25 Prozent der Gewinne der US-amerikanischen Wirtschaft aus. Ein historisch bisher noch nie dagewesenes Niveau. Wir bezweifeln, dass dies dauerhaft so bleiben wird. Alleine schon der technologische Wandel und die unvermeidlich weiter zunehmende Unternehmensgröße wird dazu führen, dass diese Unternehmen unbeweglicher und das rasante Gewinnwachstum so vermutlich nicht dauerhaft fortgeschrieben werden kann. Aber genau das antizipieren die heutigen Bewertungen der „glorreichen Sieben“. Nach unseren Berechnungen müssten diese Unternehmen über die nächsten 15 Jahre jährlich etwa 10 Prozent wachsen, um die heutigen Bewertungen zu rechtfertigen. In einem Umfeld nachlassender Globalisierung, zunehmendem Protektionismus, wachsender geopolitischer Spannungen und immer lauter werdender politischer Diskussionen um die teilweise marktbeherrschende Stellung der „glorreichen Sieben“ halten wir ein solches Wachstum für unmöglich.

Aufgrund des oben beschriebenen Phänomens, dass wenige Technologiekonzerne an den Börsen immer mehr Kapital anziehen, waren die letzten 10 Jahre keine leichte Zeit für Value-Investoren. Es scheint fast so, dass die jahrzehntelangen empirischen Studien von Eugene Fama und Ken French, wonach an den Börsen kleine, billige Unternehmen die teuren, großen Unternehmen langfristig bei der Wertentwicklung deutlich schlagen, keine Gültigkeit mehr haben. Macht es also keinen Sinn mehr den Euro für 60 Cent an den Börsen zu kaufen in der Erwartung, dass der Markt die Fehlbewertung dieser Aktien irgendwann korrigiert? Wir sind überzeugt davon, dass dem nicht so ist! Letztlich werden die bewertungstechnischen Über- aber auch Untertreibungen der Märkte, wie so oft in der Vergangenheit, korrigiert werden. Billige Aktien werden plötzlich von den Anlegern wiederentdeckt und zu teure Aktien verlieren an Wert, weil die hohen Erwartungen der Anleger enttäuscht werden. Dass die Erwartungen an die künftige Entwicklung der „glorreichen Sieben“ zu hoch sein dürften, zeigt eine aktuelle Schlagzeile im Business Insider aus dem Januar 2024, die darauf hinweist, dass Nvidia, der stark wachsende Hersteller von Computerchips für Anwendungen der Künstlichen Intelligenz, inzwischen an der Börse so viel wert ist wie der gesamte chinesische Aktienmarkt!

Vielen Dank für Ihr Vertrauen!

Value-Holdings Capital Partners AG