

Chatrier Value Fund

Quartalsbericht Q1 2024

Wertorientierte Aktienstrategie

31. März 2024

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	HENKEL (HEND)	7,0 %
2.	SEABOARD (SEB)	6,6 %
3.	HAL TRUST (HAL)	6,4 %
4.	SWATCH GROUP (UHR)	5,9 %
5.	BASF (BASd)	5,1 %
6.	PHILIP MORRIS (PM)	5,1 %
7.	FRESNILLO PLC (FRES.L)	4,6 %
8.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	4,5 %
9.	VOLKSWAGEN (VOW3d)	4,4 %
10.	3M Co. (MMM)	3,9 %
Summe		53,5%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.03.2024

Portfolioveränderungen

Kauf	FUTUREFUEL (FF)
Kauf	SILICOM (SILC)
Nachkauf	SWATCH GROUP (UHR)
Nachkauf	ASHMORE PLC (ASHM.L)
Nachkauf	FRESNILLO PLC (FRES.L)
Nachkauf	SEABOARD (SEB)
Verkauft	TIGERS POLYMER (4231.T)
Verkauft	TOKYO RADIATOR (7235.T)
Reduziert	INTEL (INTC)
Reduziert	SINTOKOGIO (6339.T)

Nennenswerte Ereignisse

Kauf von zwei US-Unternehmen unter Liquidationswert

Silber & Silberminenaktien im Verhältnis zu Gold historisch günstig

Momentum-, Wachstums- und Mega Cap-Strategien enteilen konservativen und preis-sensitiven Value-Strategien im 1. Quartal

Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund Anteilsklasse Q-EUR beendete das 1. Quartal 2024 mit einem Wertzuwachs von 1,09%.

Im 1. Quartal entwickelte sich unsere Strategie schlechter als der Gesamtmarkt, was unter anderem auf unsere Untergewichtung des US-Technologiesektors zurückzuführen ist. So setzte sich im 1. Quartal der Trend weiter fort, dass wenige, überwiegend aus dem amerikanischen Technologiesektor stammende Mega-Caps den Gesamtmarkt antreiben. Die noch vor einem Jahr befürchtete Rezession gilt als überwunden und auch sonstige Risiken wie hohe Staatsschulden oder hohe Abwertungsrisiken bei Gewerbe- und insbesondere Büroimmobilien scheinen vom Markt komplett ausgeblendet zu werden. In diesem Umfeld scheint das Handeln zahlreicher Marktteilnehmer mehr und mehr von spekulativer Natur zu sein. Konservative Portfoliomanager, die auf hohe Bewertungen und Konzentrationsrisiken hinweisen, sowie auf Risiken bei Banken oder verschuldeten Unternehmen, sind mittlerweile kaum mehr hör- und sichtbar. Dagegen haben KI- und Bitcoin-Kommentatoren das Spielfeld komplett übernommen.

Portfolio Update

Trotz dieser oben genannten Übertreibungen und Warnzeichen im Markt, gibt es eine vergessene Seite des Aktienmarktes, in welcher viele günstige und erfolgsversprechende Value-Aktien gefunden werden, die attraktiv bewertet sind. Wir gehen davon aus, dass im nächsten Marktzyklus die Underperformance von Value-Aktien im Allgemeinen und unseres Portfolios seit Anfang 2023 im Speziellen sich wieder umkehren wird, weshalb die Strategie Anfang April fast vollständig investiert ist.

Im ersten Quartal 2024 haben wir erfolgreich zwei japanische Net-Net-Positionen, Tigers Polymer und Tokyo Radiator, vollständig verkauft und unsere Position in Sintokogio reduziert. Kurz nach Neujahr haben wir auch unsere Intel-Position reduziert. Die Erlöse aus diesen Verkäufen haben wir genutzt, um Seaboard Corp. (SEB) zu unserer zweitgrößten Position im Portfolio zu machen. Trotz der Herausforderungen in ihrem Schweinefleischgeschäft verzeichnete Seaboard im Jahr 2023 immer noch einen Nettogewinn von 226 Mio. USD. Die Diskrepanz zwischen dem Aktienkurs und dem Buchwert ist derzeit die größte in der Geschichte. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis von Seaboard liegt derzeit bei 0,70x, während das durchschnittliche Kurs-Buchwert-Verhältnis von Seaboard zwischen 2000 und 2023 bei 1,28x lag. Der implizierte Aktienpreis basierend auf dem historischen durchschnittlichen Kurs-Buchwert-Verhältnis würde 6,085 USD pro Aktie betragen.

Neben der Erhöhung unserer Position in Seaboard haben wir auch unsere bestehenden Positionen in Ashmore, Fresnillo und Swatch erhöht, die bisher im Jahr 2024 defizitär waren. Alle vier genannten Werte handeln aus fundamentaler Sicht zu historischen Tiefstständen. Im Februar haben wir außerdem zwei neue Positionen zu unseren Net-Net-Korb hinzugefügt: Silicom Ltd. (SILC) und FutureFuel Corp. (FF). Wir haben beide Unternehmen unter Ihrem Liquidationswert erworben, was der fundamental niedrigsten Bewertung in ihrer Börsengeschichte, basierend auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und dem Kurs-Nettoinventarwert-Verhältnis, entspricht. Besonders bemerkenswert ist, dass beide Unternehmen eine schuldenfreie Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 89 % bzw. 86 % aufweisen können. Silicom wird sogar mit einem negativen Unternehmenswert gehandelt, was bedeutet, dass der Markt das Unternehmen niedriger bewertet als die verfügbaren Barmittel und anderen liquiden Mittel.


Neue Position – Silicom Ltd. (SILC)

Silicom ist ein in Israel ansässiges Unternehmen, das auf die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von Konnektivitätslösungen für serverbasierte Systeme spezialisiert ist.

Silicom ist an der Nasdaq gelistet und befindet sich derzeit in einer Phase rückläufiger Umsätze aufgrund erhöhter Lagerbestände seiner Kunden, die während der COVID-19-Phase Vorräte aufgebaut haben. CEO Liron Eizenman erwartet, dass die Umsätze im Jahr 2025 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.

Der Aufsichtsrat verwies in Investorengesprächen auf den Fünfjahresplan, in dem Silicom bis 2028 zu einer Ertragskraft von 3 USD pro Aktie zurückkehren soll. Um dieses Ziel zu erreichen und die Kapitalstruktur des Unternehmens effizienter zu gestalten, hat der Vorstand ein umfangreiches Aktienrückkaufprogramm genehmigt, das den Rückkauf von 1,6 Millionen Aktien - etwa 26% des Unternehmens (bei heutigen Preisen) - in den Jahren 2024 und 2025 vorsieht.

Wir konnten Aktien zu 55% des Buchwerts und mit einem 22% Abschlag zum Liquidationswert erwerben.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Konnektivitätslösungen
Unternehmenssitz	Israel
Investmentkriterium	Net Net
Marktkapitalisierung (in Mio.)	98
Eigenkapital (in Mio.)	148
Eigenkapitalquote	89 %
Gründer & Ankeraktionär	Avi Eizenman
Nettofinanzposition	61 Mio.
Preis unter NCAV bei Einkauf	22%
Preis zu Buchwert bei Einkauf	0,55


Neue Position – FutureFuel Corp. (FF)

FutureFuel Corp., ein in Missouri, USA ansässiges Unternehmen, produziert und vertreibt Biokraftstoffe und chemische Produkte.

Ähnlich wie bei Silicom konnten wir FutureFuel zum buchhalterischen Liquidationswert von 5,76 USD pro Aktie erwerben. Wenige Wochen nach unserem Kauf gab FutureFuel bekannt, dass sie eine Spezialdividende in Höhe von 2.50 USD pro Aktie auszahlen werden. Dies entspricht einer Dividendenrendite von 43% bezogen auf unseren Einkaufspreis.

Auf dem derzeitigen Niveau wird das Biokraftstoffgeschäft bei der Bewertung von FF völlig außer Acht gelassen und jegliche Verbesserung in diesem Bereich sollte zu einem erheblichen Aufwärtspotenzial führen.

Der jüngste Rückgang der Rentabilität des Biokraftstoffsegments ist auf einen Anstieg der Produktion von erneuerbarem Diesel und einen Rückgang der Spanne zwischen Sojabohnenöl und Heizölmischungen zurückzuführen.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Hersteller Biokraftstoffe und Chemikalien
Unternehmenssitz	USA
Investmentkriterium	Net Net
Marktkapitalisierung (in Mio.)	203
Eigenkapital (in Mio.)	205
Eigenkapitalquote	56 %
Gründer & Ankeraktionär	Familie Novelty
Nettofinanzposition	201 Mio.
Preis unter NCAV bei Einkauf	22%
Preis zu Buchwert bei Einkauf	0,81

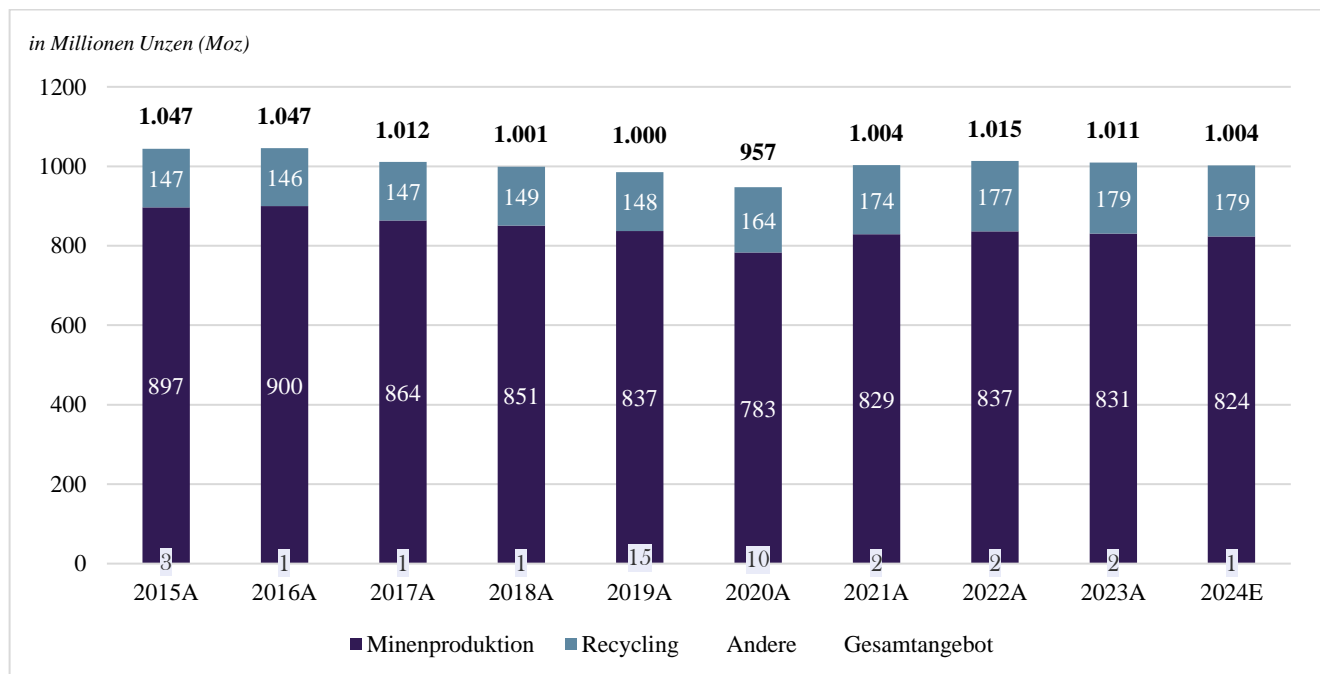
Fresnillo PLC - Wann folgt der Silberpreis dem Anstieg des Goldpreises?

Mit Fresnillo PLC (FRES.L) kauften wir zuletzt weitere Anteile am weltweit größten Silber- und dem größten Goldproduzenten Mexikos. Die Umsätze des Minenbetreibers werden jeweils zur Hälfte durch die Exploration, Produktion und dem anschließenden Verkauf von Gold bzw. Silber erwirtschaftet. Während der Goldpreis mittlerweile bei über \$2,300 steht, hinkt der Silberpreis mit knapp \$30 bei historischer Betrachtung des Verhältnisses Gold-zu-Silber dem glänzenden Goldmetall weiterhin hinterher. Silber ist im Gegensatz zu Gold, Kupfer, Blei, Nickel, Zink, Eisen, Platin, Rhodium und Palladium das einzige Metall, das seine Höchststände von 1980 noch nicht übertroffen hat. Eine Rückkehr zum historischen Median einer Gold/Silber-Ratio von 30:1 würde einem Silberpreis von \$80 entsprechen, basierend auf einem Goldpreis von \$2,400.

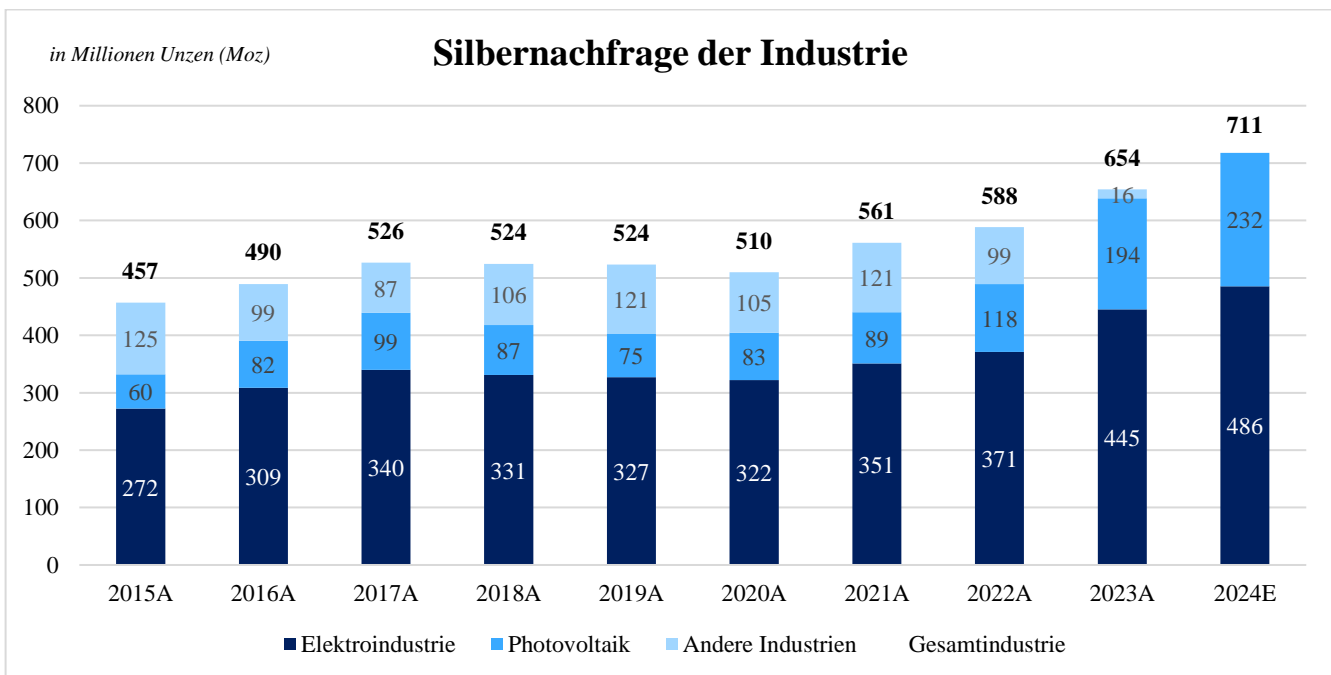
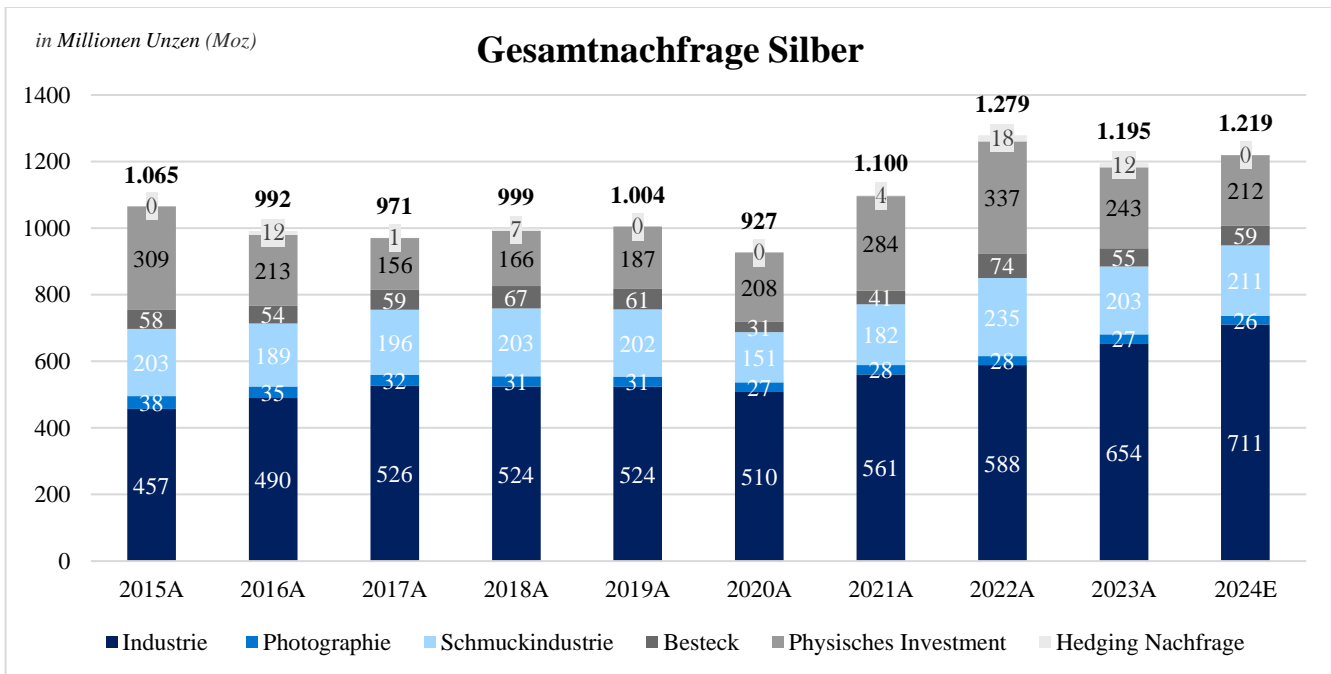
Laut des unabhängigen Researchhauses „The Silver Institute“, wurden im Jahr 2023 weltweit insgesamt 1.010,7 Moz¹ Silber produziert, was einem Rückgang von 0,5 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dies war insbesondere auf den Streik in der Peñasquito-Mine von Newmont Corp. in Mexiko zurückzuführen. Dabei ist Mexiko nach wie vor das wichtigste Land für den Silberabbau ist. Aber auch die erhöhten Produktionskosten durch eine steigende Kosteninflation führten dazu, dass die Abbaukosten pro Unze mittlerweile auf rund \$20 stiegen und damit viele kleinere Minenbetreiber bei Silberpreisen um rund \$20 nicht mehr kostendeckend produzieren lässt.

Die jährliche Silbernachfrage ging ebenfalls um 7% auf 1.195 Moz (37.169 Tonnen) zurück, aufgrund der Nachfragekategorien Schmuck, Silberwaren und physische Investitionen. Dagegen stieg die Nachfrage durch die Photovoltaikindustrie überproportional um 64% an.

Abbildung 1: Entwicklung Silberangebot und -nachfrage seit 2015



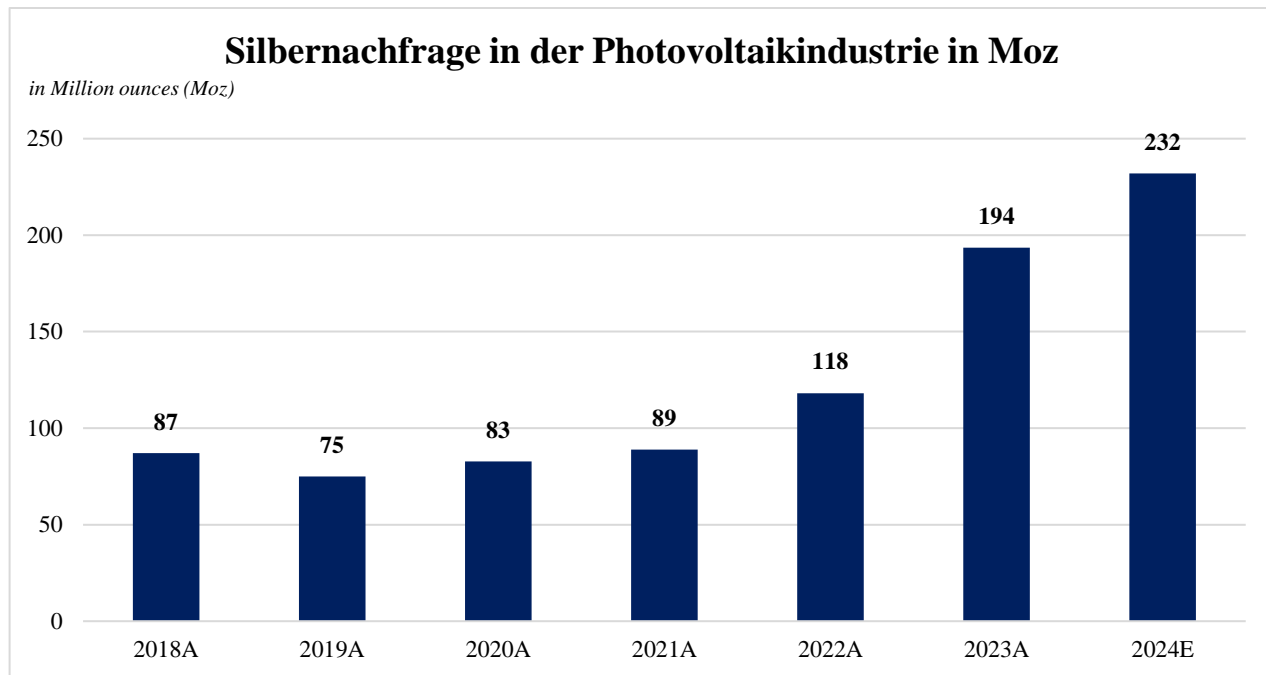
¹ Moz = Millionen Tonnen Feinunzen, wobei 1 Feinunze rund 31,1 Gramm entspricht. 1.010,7 Moz entsprechen 31.437 t.



Quelle: Metals Focus, The Silver Institute, Grafik: Pecora Capital Research

Denn während Gold fast ausschließlich als Investitionsgut dient und kaum für die Produktion von Industriegütern benötigt wird, ist die Nachfrage nach Silber mit rund 60% durch die Industrie und nur zu rund 20% als Investitionsgut begründet. Das Industriesegment mit der größten Nachfrage nach Silber wird in 2024 die Photovoltaikindustrie sein, die im Vorjahr 193,5 Moz und damit fast 20% des weltweiten Silberbedarfs für die Herstellung von Solarpaneelen darstellte.

Abbildung 2: Nachfrage nach Silber durch die Photovoltaikindustrie steigt stark



Quelle: The Silver Institute, World Silver Survey 2024, Grafik: Pecora Capital Research

Entscheidend für Silberanleger ist demnach, dass der erwartete Anstieg der weltweit installierten PV-Nennleistung eine deutlich erhöhte Silbernachfrage zur Folge haben wird. Dies wird dafür sorgen, dass Solarmodule weiterhin erschwinglich bleiben und der Silberpreis steigen kann ohne die Silberabnahme zu gefährden. Und selbst wenn sich das Wachstum der Neuinstallationen in China von 217 Gigawatt auf 190 Gigawatt im nächsten Jahr verlangsamten sollte, wird der Silberverbrauch in der Solarbranche bis 2024 um 20% auf den Rekordwert von rund 232 Moz steigen.

Mit jedem weiteren Jahr eines Angebotsdefizits steigt also die Wahrscheinlichkeit eines wesentlich höheren Silberpreises. Denn auch bei Silberminenprojekten dauern die Vorlaufzeiten durchschnittlich 15 Jahre. Parallelen können dabei zur Uranindustrie gezogen werden, in welcher in 2022 ein zehnjähriges Angebotsdefizit auf einen starken Nachfrageanstieg traf und so den Uranpreis in die Höhe katapultierte.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback willkommen.

Viele Grüße,
INFIBA Vermögensverwaltungs AG, Liechtenstein

Rechtlicher Hinweis:

Der Inhalt dieses Quartalsberichts ist ausschließlich für den bezeichneten Adressaten bestimmt. Wenn Sie nicht der vorgesehene Adressat dieser Quartalsberichts oder dessen Vertreter sein sollten, beachten Sie bitte, dass jede Form der Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts dieses Quartalsberichts unzulässig ist. Wir bitten Sie sofort den Absender zu informieren und den Quartalsbericht zu vernichten.

Dieser Quartalsbericht stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung dar. Für allfällige fehlerhafte Angaben wird keinerlei Haftung übernommen. Die Anleger werden ausdrücklich auf die im Prospekt beschriebenen Risiken hingewiesen. Die vergangene oder gegenwärtig Performance ist kein Hinweis und keine Garantie für eine zukünftige Performance.