

Chatrier Value Fund

Quartalsbericht Q1 2025

Wertorientierte Aktienstrategie

31. März 2025

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	FRESNILLO PLC (FRES.L)	8,8 %
2.	SEABOARD (SEB)	7,5 %
3.	HAL TRUST (HAL.AS)	5,4 %
4.	SWATCH GROUP (UHR)	4,4 %
5.	AMBEV S.A. (ABEV)	3,8 %
6.	ANGLO AMERICAN PLATINUM (ANGPY)	3,6 %
7.	SILICOM (SILC)	3,4 %
8.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	3,2 %
9.	ALIBABA (BABA)	3,2 %
10.	ASHMORE (ASHM.L)	3,2 %
Summe		46,5%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.03.2025

Portfolioveränderungen

Kauf	K+S AG (SDFd)
Kauf	BROWN-FORMAN (BF.A)
Kauf	PERNOD RICARD (RI.PA)
Nachkauf	ANGLO AMERICAN PLATINUM (ANGPY)
Nachkauf	BAIDU (BIDU)
Nachkauf	WINPAK (WPK.TO)
Reduziert	HENKEL (HEND)
Reduziert	FRESNILLO (FRES.L)
Reduziert	PACIFIC METALS (5541.T)
Reduziert	LONSEAL (4224.T)
Reduziert	VOLKSWAGEN (VOW3)
Verkauf	PHILIP MORRIS (PM)

Nennenswerte Ereignisse

Vollständiger Verkauf von Philip Morris mit annualisierter Rendite von rund 17,88 % p.a. Rohstoff- und Edelmetallwerte profitieren von makroökonomischem Umfeld – Aufstockung bei Anglo American Platinum und Reduktion bei Pacific Metals nach Kursanstieg. Bewertungslücke zwischen US-Mega-Caps und internationalen Substanzwerten bleibt auf historisch hohem Niveau.

Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund (Anteilsklasse Q-EUR) beendete das 1. Quartal mit einer Rendite von 6,59% in EUR, womit die Wertentwicklung seit Fondsauflegung 10,43% p.a. beträgt.

Portfolio Update

Im ersten Quartal verkauften wir Philip Morris (PM) zu rund 157 USD pro Aktie vollständig. Seit unserem Einstieg 2019 erzielte damit die Position – inklusive Dividenden – eine Gesamtrendite von 165 % bzw. 17,88 % p.a. Zudem haben wir infolge eines deutlichen Kurssprungs unsere Position in Pacific Metals (5541.T) zu rund 1.828 JPY zur Hälfte reduziert. Nach verbesserten Quartalszahlen und mit hohen Cash-Beständen hat das Unternehmen die Dividende auf 135 JPY pro Aktie erhöht, was einer Dividendenrendite von rund 9 % auf unseren Einstandspreis entspricht. Weitere Teilverkäufe erfolgten bei Fresnillo, Henkel, Volkswagen und Lonseal – die dabei frei werdenden Mittel nutzen wir gezielt für den Ausbau ausgewählter Kernpositionen sowie den Aufbau von drei neuen Positionen.

Abbildung 1: Internationale Small- und Mid-Caps als Qualitätskern unseres Portfolios

Top Small-Cap Positionen				Top Mid-Cap Positionen			
Rank	Company	Region	Weighting	Rank	Company	Region	Weighting
1	Nokian Renkaat (NRE)		3.94%	1	Seaboard (SEB)		6.88%
2	Ashmore PLC (ASHM)		3.81%	2	Fresnillo (FRES.L)		6.54%
3	Silicom Ltd. (SILC)		3.07%	3	HAL Trust (HAL)		5.23%
4	SK Kaken (4628.T)		3.04%	4	Swatch Group (UHR)		4.17%
5	Imasen Electric (7266.T)		2.87%	5	Winpak (WPK.TO)		3.44%
6	Schoeller-Bleckmann (SLL)		2.71%	6	Anglo American Platinum (ANGPY)		2.87%
7	Hi-Lex Corporation (7279.T)		2.10%	7	Fuchs Petrolub (FPEd)		2.53%
8	Lonseal (4224.T)		1.96%	8	K+S (SDFd)		2.52%
9	Wacker Chemie (WCH.DE)		1.50%	9	Sumitomo Metal Mining (5713.T)		1.39%
Total Small-Cap			25.00%	Total Mid-Cap			35.57%

Quelle: Pecora intern, Gewichtungen per Ende April 2025

Unsere große Position in Fresnillo (FRES.L) haben wir nach einem Kursanstieg von 82 % seit Jahresbeginn leicht reduziert. Zusätzlich wurden 51,12 Pence pro Aktie an Dividenden ausgeschüttet. Bezogen auf unseren Einstand von durchschnittlich rund 5,95 GBP entspricht dies einer Dividendenrendite von rund 8,6 %.

Nachkauf Winpak (WPK.TO)

Parallel dazu haben wir langfristige Kernpositionen ausgebaut. Winpak (WPK.TO) wurde zum 11-fachen der Gewinne bzw. zum 6-fachen EV/EBIT aufgestockt – ein Niveau, zu dem die Aktie zuletzt im Jahr 2011 gehandelt wurde. Der aktuelle Preis ist besonders bemerkenswert, da das Unternehmen seine Gewinne seit vielen Jahren zuverlässig um durchschnittlich 8,3 % pro Jahr steigert und eine Nettofinanzposition von rund 350 Mio. CAD besitzt. Wir erwarten, dass der Markt zu den früher üblichen Multiples zurückkehrt: Zwischen 2014 und 2020 wurde Winpak durchgehend mit einem KGV von über 20 gehandelt.

Abbildung 2: Bewertung Winpak von 1999 bis 2025 nach Enterprise Value (= Marktkap. + Nettoverschuldung) im Verhältnis zum EBIT



Quelle: Koyfin

Nachkauf Anglo American Platinum (ANGPY)

Zudem haben wir unsere strategische Beteiligung an Anglo American Platinum (ANGPY) bei rund 5,25 USD weiter ausgebaut. Die Aktie zählt nun zu den zehn größten Positionen im Portfolio.

Die Zeit ist aus unserer Sicht gekommen, um Platin und Palladium in das Portfolio aufzunehmen. Der Bärenmarkt in Platin befindet sich nun in seinem sechzehnten Jahr, während Palladium über die letzten vier Jahre einen regelrechten Preiscrash erfahren musste. Das Sentiment gegenüber diesen Metallen ist mehr als schlecht. Während Platin aufgrund seiner seltenen Vorkommen im Verhältnis zu Gold in der Historie immer mit einer Prämie handelte, hat sich dies über die letzten 16 Jahre in das Gegenteil verkehrt, wie ein Vergleich der Metallpreise zeigt:

Abbildung 3: Vergleich der PGM-Metalle mit dem Goldpreis seit 2000

	2000	2008	2009	2018	2022	31.03.2025
Platin	550	2.155	807	815	864	975
Palladium	720	504	214	910	3.339	982
Rhodium	2.470	9.927	1.043	2.394	20.422	5.500
Gold	276	944	867	1.176	1.800	3.101

Quelle: Pecora Research

Ein Großteil des negativen Sentiments ist auf die Entwicklung der Verkaufszahlen von Elektrofahrzeugen zurückzuführen. Platin, Palladium und Rhodium werden unter anderem für Katalysatoren im Fahrzeugbau verwendet. Was viele Analysten außer Acht lassen, ist die zuletzt stark steigende Nachfrage nach Hybridfahrzeugen wie die

Verkaufszahlen beim größten Hersteller Toyota zeigen. Besonders Plug-in-Hybride benötigen rund 50% mehr PGMs als herkömmliche Verbrenner. Auch die Rüstungsindustrie ist zuletzt wieder ein verstärkter Nachfrager.

Die fallenden Preise im Vergleich zu 2022 führten dazu, dass rund die Hälfte der PGM-Minen weltweit zu oder unter ihren Kosten produzieren, wie aktuelle Daten des World Platinum Investment Council zeigen. Dies bestätigt auch eine kürzlich veröffentlichte Meldung von Impala Platinum über die Schließung der Lac des Iles Miene aufgrund Unwirtschaftlichkeit. Die Miene produziert rund 280.000 Unzen. Hinzu kommt, dass sich die Platinproduktion in Südafrika, dem weltweit wichtigsten Förderland, bereits seit 2000 um rund 500.000 Unzen und der Palladiumausstoß sich von 2,7 Millionen auf 2,3 Millionen Unzen reduziert hat.

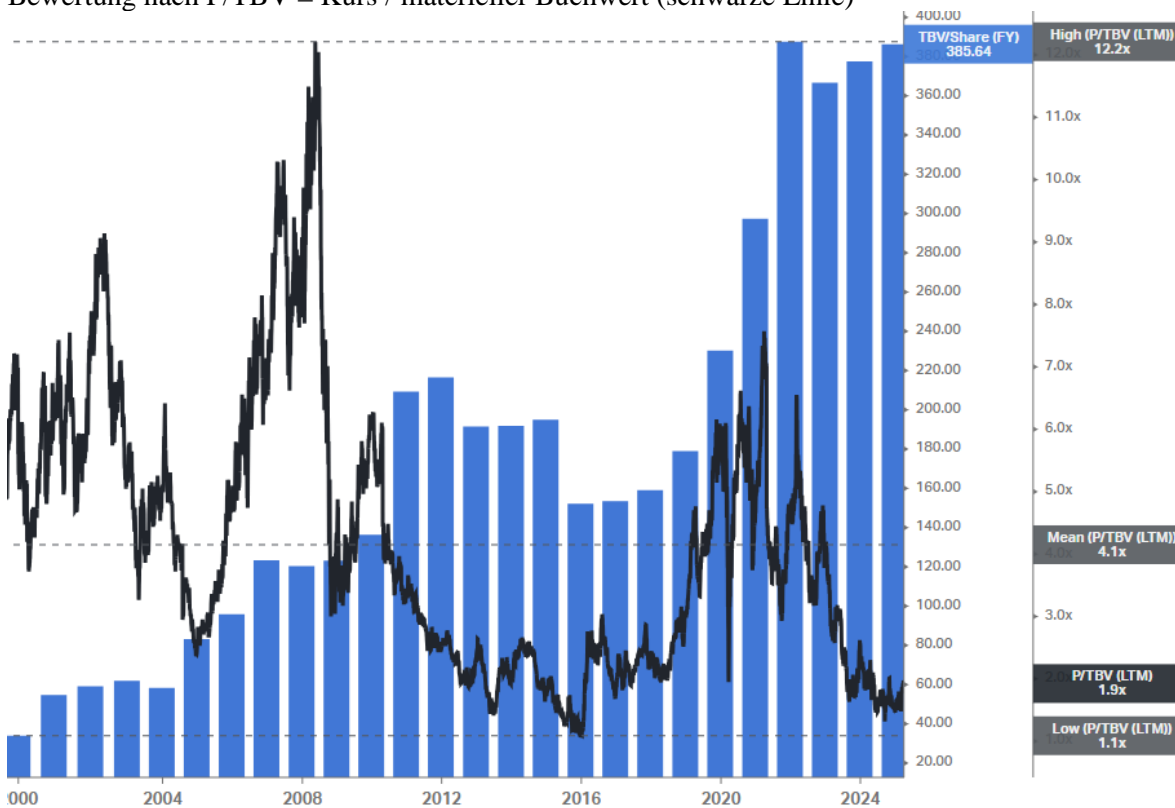
Eine Kombination aus robuster Nachfrage aus dem Bereich Automobil, Schmuck und Rüstung, sowie eine sich verknappende Angebotsituation könnten den seit Jahren unter Druck stehenden PGM-Preisen neuen Auftrieb verleihen. Sollte sich das Narrativ ändern, ist auch wieder mit vermehrtem Interesse als Anlageobjekt zu rechnen.

Anglo American Platinum wird in diesem Falle übermäßig davon profitieren. Während die Aktie historisch durchschnittlich zum 4,1-fachen des materiellen Eigenkapitalwertes bewertet war, ist sie heute beim 1,9-fachen bewertet. Die Eigenkapitalquote ist mit 60% relativ hoch und der der materielle Buchwert je Aktie hat sich über die Zeit relativ konstant nach oben entwickelt. Dies liegt auch an einer für im Vergleich zur Minenbranche geringen Ausgabe neuer Aktien, um potentielle Minenprojekte zu entwickeln.

Abbildung 4: Analyse des materiellen Buchwerts von Anglo American Platinum (ANGPY)

Entwicklung des TBV/share = materieller Buchwert je Aktie (blaue Säulen)

Bewertung nach P/TBV = Kurs / materieller Buchwert (schwarze Linie)




Im ersten Quartal haben wir zudem drei neue Positionen aufgebaut. Brown-Forman (BF.A), Pernod Ricard (RI.PA) und K+S AG (SDF.DE). Zum Quartalsende lag der Kassenbestand bei 2,21 %.

Neue Position – Brown-Forman (BF.A)

Brown-Forman zählt zu den weltweit führenden Whiskeyproduzenten und ist Eigentümer starker Marken wie Jack Daniel's und Woodford Reserve. Die Aktie war insbesondere in den Jahren 2017 bis 2023 stark überbewertet – in der Spitze mit einem KGV von über 50. Inzwischen liegt der Kurs rund 60 % unter dem damaligen Höchststand. Belastend wirkten sich insbesondere ein Lageraufbau in Louisville, Kentucky, eine normalisierte Nachfrageentwicklung sowie neue US-Zölle und handelspolitische Unsicherheiten im internationalen Geschäft aus. Der Markt preist derzeit einen strukturellen Nachfragerückgang ein – aus unserer Sicht eine überzogene Einschätzung. Zwar ist das Ergebnis je Aktie zuletzt

Übersicht (Angaben in Mrd. USD)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Mehrheitsaktionäre
Marktkapitalisierung
EBIT (letzte 12 Monate)
Nettoschulden
EV/EBIT bei Einkauf


 BROWN-FORMAN
Hersteller von Premium-Spirituosen (u. a. Whiskey, Liköre, Tequila)
Kentucky, USA
Familie Brown (50 % Stimmrechte via Class B Shares)
16,02
1,17
2,26
15,2x

leicht rückläufig, langfristig konnte Brown-Forman den Gewinn jedoch zuverlässig steigern: Seit 2005 wuchs der Gewinn pro Aktie im Schnitt um rund 7 % pro Jahr. Die operative Qualität des Geschäfts ist hoch – das Unternehmen erzielt eine Kapitalrendite auf die Bilanzsumme (RoA) von rund 13 %. Die aktuelle Bewertung reflektiert ein übermäßig negatives Marktsentiment und bietet aus unserer Sicht einen attraktiven Einstieg in ein kapitalleichtes, wachstumsstarkes Geschäftsmodell mit klaren Markeneintrittsbarrieren.

Neue Position – Pernod Ricard (RI.PA)

Pernod Ricard ist Europas größter Spirituosenhersteller und weltweit die Nummer zwei hinter Diageo. Das Unternehmen verfügt über ein breit diversifiziertes Markenportfolio mit international etablierten Produkten wie Absolut Vodka, Jameson Whiskey, Martell Cognac und Ricard Pastis. Die Familie Ricard hält weiterhin eine bedeutende Beteiligung und stellt mit Alexandre Ricard den CEO – was dem Unternehmen eine langfristig orientierte Eigentümerstruktur verleiht.

Übersicht (Angaben in Mrd. EUR)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Mehrheitsaktionäre
Marktkapitalisierung
EBIT (letzte 12 Monate)
Nettoschulden
EV/EBIT bei Einkauf


Hersteller von Premium-Spirituosen (u. a. Whiskey, Cognac, Wodka, Aperitifs)
Paris, Frankreich
Familie Ricard (~16 %) mit CEO Alexandre Ricard
23,67
2,93
12,03
12,7


Die Aktie hat sich in den letzten zwölf Monaten deutlich abgeschwächt, insbesondere aufgrund rückläufiger Volumina in China und einem allgemein schwächeren Absatzumfeld in Asien. Das aktuelle Bewertungsniveau liegt unter dem historischen Durchschnitt – insbesondere im Verhältnis zum operativen Ergebnis. Wir sehen dies als Gelegenheit, ein strukturell wachsendes, nicht-zyklisches Geschäftsmodell zu einem attraktiven Preis zu erwerben.

Neue Position – K+S AG (SDF.DE)

K+S zählt zu den weltweit führenden Produzenten von Kali- und Salzprodukten und ist mit einem Marktanteil von rund 10 % der fünfgrößte Anbieter von Kalidünger weltweit.

Die Förderung erfolgt überwiegend an eigenen, langfristig gesicherten Standorten in Deutschland, mit modernen Anlagen und hoher Versorgungssicherheit. Nach dem Verkauf des nordamerikanischen Salzgeschäfts hat K+S seine Bilanzstruktur gezielt gestärkt. Die Nettoverschuldung wurde auf ein Minimum zurückgeführt, der Verschuldungsgrad liegt deutlich unter dem Branchendurchschnitt, und das Unternehmen verfügt wieder über ein Investment-Grade-Rating. Die strategische Fokussierung auf das Kali-geschäft, das strukturell von globalem Bevölkerungswachstum und wachsendem Nahrungsmittelbedarf getrieben ist, ist aus unserer Sicht überzeugend.

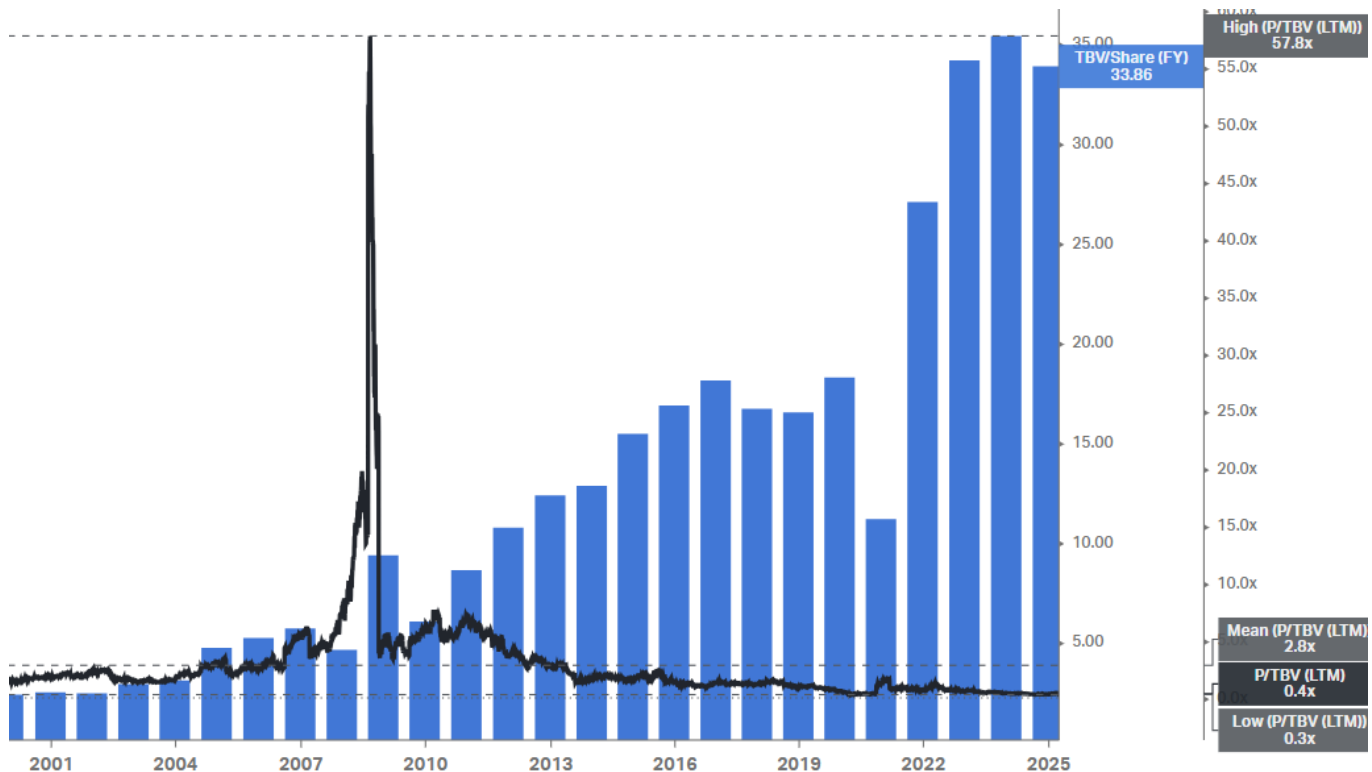
Übersicht (Angaben in Mrd. EUR)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Mehrheitsaktionäre
Marktkapitalisierung
Peak EBIT 2022
Nettoschulden
Preis zu materiellem Buchwert bei Einkauf
Durchschnittlicher Preis zu materiellem Buchwert (15 Jahre)


Produzent von Kali- und Salzprodukten
Kassel, Deutschland
Streubesitz
2,88
2,05
0,13
0,42
1,73

Die Ertragslage von K+S ist allerdings stark abhängig vom globalen Kalipreis. Bereits moderate Preisveränderungen wirken sich überproportional auf das operative Ergebnis aus, da ein erheblicher Teil der Kostenstruktur fix ist. In der Hochpreisphase 2022 führten höhere Kalipreise zu einem temporären Ergebnisrekord und massivem Cash-flow, während sich im aktuell normalen Preisumfeld die Margen spürbar reduziert haben.

Abbildung 5: Analyse des materiellen Buchwerts von K+S AG (SDF.DE)

Entwicklung des TBV/share = materieller Buchwert je Aktie (blaue Säulen)
Bewertung nach P/TBV = Kurs / materieller Buchwert (schwarze Linie)



Quelle: Koyfin

Genau in dieser zyklischen Phase sehen wir die Chance: Der Aktienkurs datiert aktuell zum 0,4-fachen des materiellen Buchwerts – und berücksichtigt aus unserer Sicht ein anhaltend schwaches Preisniveau als ein ausgewogenes Marktszenario. Sollte sich der Kalipreis auch nur moderat erholen, verfügt K+S über einen hohen operativen Hebel. Schon eine Preissteigerung von 10–15 % hätte bei den derzeitigen Produktionsmengen erheblichen Einfluss auf Free Cashflow, Gewinn und Eigenkapitalrendite. Historisch war die Aktie im Durchschnitt beim 2,8-fachen des materiellen Eigenkapitalwerts bewertet. Klammert man die Übertreibung in 2008 aus, könnte dies für die Aktie mittelfristig auch wieder möglich sein.

Wir sehen in K+S ein substanzreiches, rohstoffbasiertes Geschäftsmodell mit Bewertungsreserven und asymmetrischem Chance-Risiko-Profil – insbesondere im Vergleich zu globalen Wettbewerbern mit höheren geopolitischen und regulatorischen Risiken.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback willkommen.

Viele Grüße,
Chatrier Value Fund Team

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.