

# Chatrier Value Fund

## Quartalsbericht Q2 2024

### Wertorientierte Aktienstrategie

30. Juni 2024

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SEABOARD (SEB)	8,4 %
2.	HENKEL (HEND)	6,1 %
3.	FRESNILLO PLC (FRES.L)	6,0 %
4.	PHILIP MORRIS (PM)	5,6 %
5.	HAL TRUST (HAL)	5,4 %
6.	SWATCH GROUP (UHR)	5,3 %
7.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	4,2 %
8.	BASF (BASd)	4,2 %
9.	VOLKSWAGEN (VOW3d)	3,8 %
10.	ASHMORE PLC (ASHM.L)	3,8 %
<b>Summe</b>		<b>52,6%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.06.2024

#### Portfolioveränderungen

Kauf	AMBEV S.A.
Nachkauf	SEABOARD (SEB)
Nachkauf	ASHMORE PLC (ASHM.L)
Nachkauf	FRESNILLO PLC (FRES.L)
Nachkauf	SILICOM (SILC)
Verkauft	WELLS FARGO (WFC)
Verkauft	SOLVENTUM (SOLV)
Verkauft	SINTOKOGIO (6339.T)
Reduziert	HENKEL (HEND)

#### Nennenswerte Ereignisse

Firmen mit hohem RoA tragen erheblich zur Performance bei

Industriezykliker und Luxusbranche leiden unter schwacher Nachfrage aus China

Small Caps im Verhältnis zu Mega Caps sowohl in den USA, als auch weltweit historisch günstig

Schwellenländeraktien im Vergleich zu den USA historisch günstig

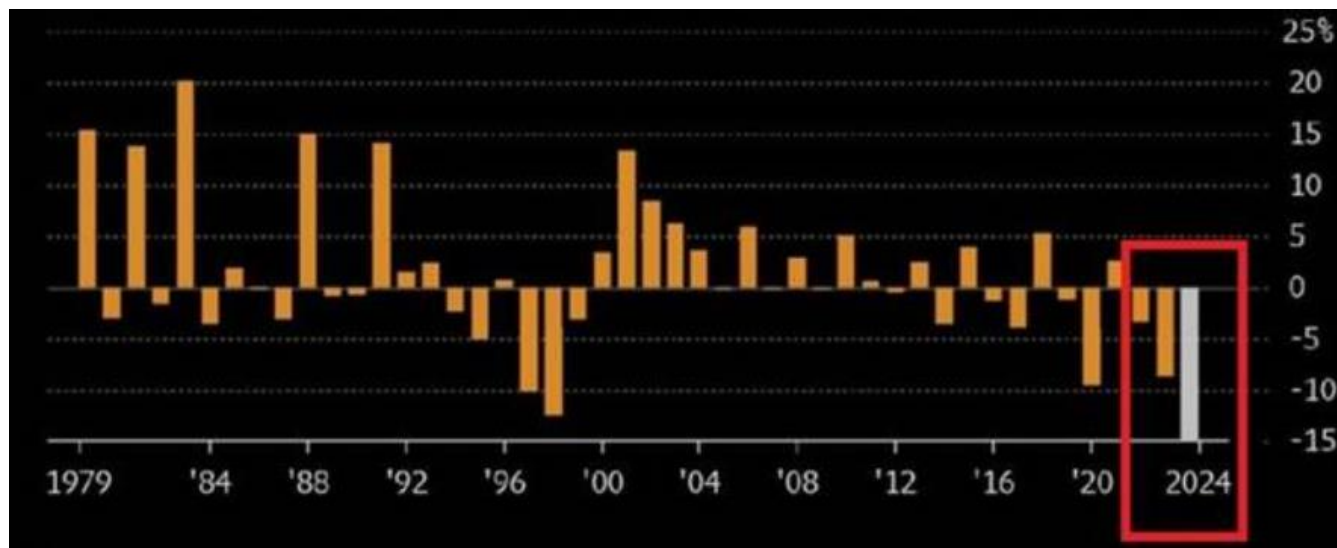
Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund Anteilsklasse Q-EUR beendete den Juni mit einer Wertentwicklung von -1,66%, womit sich die annualisierte Rendite seit Fondsauflegung auf 10,55% p.a. und seit Jahresbeginn auf -1,45% in EUR beläuft.

### US Small-Caps im Verhältnis zum S&P 500 historisch günstig

Kleine- und mittelgroße Aktiengesellschaften (Russell 2000) entwickelten sich in den USA im 1. Halbjahr 2024 im Verhältnis zu den großen Aktiengesellschaften (S&P 500) historisch schlecht. Vergleichbar ist die relative Entwicklung nur mit der Zeit vor 2000, dem Höhepunkt der Dot-Com-Blase wie nachfolgende Grafik zeigt. Eine ähnliche Divergenz ist im Übrigen auch in Westeuropa zu beobachten.

**Abbildung 1: Russell 2000 steuerte im Vergleich zum S&P 500 auf die schlechteste erste Jahreshälfte der Geschichte zu**



Quelle: Bloomberg, Daten vom 30.06.2024

### Marktkonzentration historisch hoch

Dies führt dazu, dass die Konzentration des Marktes in einzelnen Aktien heute außerordentlich hoch ist. So haben es seit Jahresbeginn nur rund 24% der Aktien im amerikanischen Leitindex S&P 500 geschafft, den Index zu schlagen. Auf Jahresbasis wäre eine solche Renditekonzentration in den letzten 50 Jahren einmalig. Nvidia (NVDA) allein trug dabei 4,6 Prozentpunkte der S&P 500 Rendite von 15,3% bei. Die meisten fundamentalen Graphen zeigen aus unserer Sicht aktuell ein Bild, welches zuletzt in ähnlicher Form im Jahre 2000 zu erkennen war.

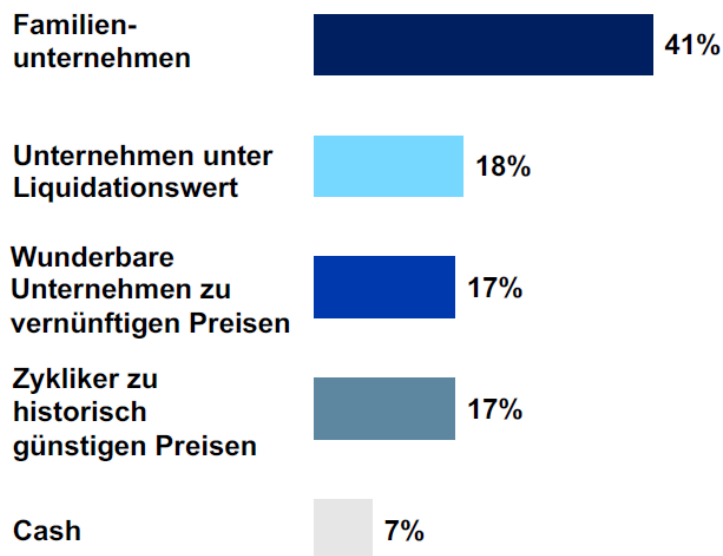
### Portfolio Update

Im zweiten Quartal des Jahres haben unsere Positionen im Sektor „Wunderbare Unternehmen zu vernünftigen Preisen“ die größten Beiträge zur Performance geliefert. Besonders die nicht-zyklischen, verlässlichen Konsumgüteraktien wie Henkel (HENd), 3M (MMM), Philip Morris (PM), SK Kaken (4628.T) und Altria (MO) haben allesamt die Erwartungen übertroffen und ihre Ausblicke angehoben. Dies bestärkt uns darin, weiterhin in dominante, kapitaleffiziente Unternehmen mit verlässlichen freien Cashflows zu investieren, sofern wir diese zu attrak-

tiven Preisen erwerben können. Auch einige Unternehmen aus der Kategorie „Unternehmen unter Liquidationswert“ haben ihren Beitrag geleistet, wie beispielsweise FutureFuel Corp. (FF), das eine Sonderdividende von 43% an uns Aktionäre ausgeschüttet und zudem Kursgewinne erzielt hat.

Obwohl hochattraktiv bewertet, trugen europäische Industrieaktien, Minenaktien und Zykliker im zweiten Quartal negativ zur Performance bei. BASF und Volkswagen haben seit unseren Käufen, abgesehen von den üppigen Dividenden, bisher kaum einen positiven Beitrag zur Performance geleistet. Nokian Tyres spürt einerseits weiterhin die verhaltene Konjunkturnachfrage, ist allerdings beim Aufbau seines neuen Reifenwerks in Rumänien sowohl seitens Kosten als auch seitens Zeitplans voll im Plan. Lanxess veröffentlichte verbesserte Zahlen und gab im Ausblick an, dass die Talsohle der Nachfrage nach chemischen Produkten durchschritten sei. Eine verhaltene Konsumentennachfrage in China belastet zudem auch den Luxussektor, einschließlich der Swatch Group. Swatch und auch ihre Wettbewerber berichteten besonders in Fernost von rückläufigen Umsätzen und Gewinnen.

**Abbildung 1: Sektorengewichtung Pecora Value Strategie 30.6.2024**



Quelle: Chatrier Value Fund Präsentation, Seite 16

Aus unserer Sicht bewertet der Markt die aktuellen Entwicklungen erneut zu kurzfristig. Wir haben die niedrigen Kurse bei Swatch, Ashmore, Seaboard und Fresnillo PLC genutzt, um unsere Positionen weiter auszubauen. Viele unserer Werte notieren derzeit auf fundamentalen Mehrdekadentiefs. In manchen Fällen dürften schon geringfügig bessere Nachrichten reichen, um die Aktienkurse anzuheben. In den meisten Fällen sollten jedoch die soliden Geschäftsmodelle und die Markenstärke einzelner Unternehmen dazu führen, dass sich die Bewertungen wieder in eine normale Bandbreite bewegen.

Unternehmen mit erstklassigen Bilanzen, aber derzeit rückläufigen oder stagnierenden Gewinnen, sehen wir als besonders vielversprechend an. Dazu zählen aktuell beispielsweise Seaboard, Swatch Group, Nokian Renkaat, Fresnillo oder Lanxess. Wir gehen davon aus, dass sich die Gewinne dieser Firmen in einem Zeitraum von 3 bis 5 Jahren normalisieren werden, was zu einer entsprechenden Anpassung der Bewertungen führen dürfte.


Nach über acht Jahren Haltezeit haben wir im 2. Quartal unsere erfolgreiche Position in Wells Fargo vollständig veräußert. Das Unternehmen hat einen Ausblick auf rückläufige Nettozinseinkommen gegeben, was auf eine unvorteilhafte Zinsstrukturkurve zurückzuführen ist. Darüber hinaus scheint das Kreditrisiko im Bereich der Gewerbeimmobilien noch nicht vollständig im Aktienkurs eingepreist zu sein. Wir konnten Wells Fargo zu einem fairen

Preis von über 60 USD pro Aktie verkaufen und sind der Meinung, dass das Kapital an anderer Stelle besser eingesetzt werden kann. Zudem haben wir uns unmittelbar nach dem Börsengang vom 3M-Spin-Off Solventum getrennt, was ebenfalls einen positiven Beitrag zur Rendite geleistet hat.

### Neue Position – Ambev S.A. (ABEV)

Ambev S.A. ist die dominierende Brauereiholding in Lateinamerika und führt Marken wie Skol, Brahma, Antarctica, Quilmes und Presidente. Mit Hauptsitz in Brasilien hält Ambev monopolartige Marktanteile auf dem gesamten südamerikanischen Kontinent. Diese starke Marktstellung ermöglicht dem Unternehmen eine außergewöhnlich hohe Profitabilität und einen robusten freien Cashflow.

Neben dem Kerngeschäft in der Brauereibranche verfügt Ambev durch eine Partnerschaft mit PepsiCo über die Exklusivrechte zur Abfüllung und zum Vertrieb von PepsiCo-Produkten in Brasilien, darunter Pepsi, Gatorade und Lipton Ice Tea. Darüber hinaus vertreibt Ambev über Lizenzverträge Produkte seines Mehrheitseigners Anheuser-Busch InBev, welcher 62 % der Ambev-Aktien hält. Die AB InBev Gruppe ist seines Zeichens die weltweit größte Brauerei, deren Hauptanteilseigner Jorge Paulo Lemann, ein brasilianisch-schweizerischer Investor und die belgischen Familien Van Damme, de Mevius und de Spoelberch sind.

Übersicht (Angaben in Mrd. USD)	
Geschäftsmodell	Getränkehersteller
Unternehmenssitz	Brasilien
Investmentkriterium	Wunderbares Unternehmen zu vernünftigem Preis
Mehrheitsaktionäre	61,74% Anheuser Busch Inbev (u.a. Jorge Paulo Lemann, Familien Van Damme, de Mevius und de Spoelberch)
Marktkapitalisierung (in Mrd.)	36,46
Eigenkapitalquote	59,3%
Nettofinanzposition	2,14 Mrd.
EV / EBIT bei Einkauf	9,96

Fundamental betrachtet ist Ambev die profitabelste Brauereiholding weltweit. Während viele Wettbewerber wie insbesondere Carlsberg oder AB InBev durch Unternehmensübernahmen hohe Fremdkapitalquoten haben und daher nur geringe Renditen auf das eingesetzte Kapital erzielen, erreicht Ambev nachhaltige hohe Renditen auf das eingesetzte Kapital (ROIC) von rund 20 %. Diese außergewöhnliche Rentabilität lässt sich auf die dominanten Marktanteile in vielen lateinamerikanischen Schlüsselmärkten zurückführen, wie etwa 81 % in Argentinien und 68 % in Brasilien. Zudem hat Ambev eine positive Nettofinanzposition und ist damit faktisch schuldenfrei.

**Tabelle 2: Durchschnittlicher ROIC (2014 - 2024) und Nettoverschuldung zu EBITDA**

Unternehmen	Durchschnittlicher ROIC (%)	Nettoverschuldung zu EBITDA
Ambev S.A.	20%	0 (schuldenfrei)
Heineken N.V.	6%	2,5x
Carlsberg A/S	7%	2,0x
Anheuser-Busch InBev	5%	4,0x

Quelle: Pecora Capital internal

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.