

Chatrier Value Fund

Quartalsbericht Q3 2024

Wertorientierte Aktienstrategie

30. September 2024

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SEABOARD (SEB)	7,8 %
2.	FRESNILLO PLC (FRES.L)	6,8 %
3.	SWATCH GROUP (UHR)	5,5 %
4.	HAL TRUST (HAL)	5,3 %
5.	HENKEL (HEND)	5,0 %
6.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	4,6 %
7.	ASHMORE PLC (ASHM.L)	4,6 %
8.	BASF (BASd)	4,1 %
9.	AMBEV S.A. (ABEV)	3,9 %
10.	SILICOM (SILC)	3,2 %
Summe		50,8%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.09.2024

Portfolioveränderungen

Kauf	WINPAK (WPK.TO)
Kauf	ROCHE (ROG.SW)
Kauf	AMBEV (ABEV)
Kauf	ANGLO AMERICAN PLATINUM (ANGPY)
Kauf	ALIBABA (BABA)
Kauf	BAIDU (BIDU)
Nachkauf	SILICOM (SILC)
Nachkauf	ASHMORE (ASHM.L)
Nachkauf	LANXESS (LXSd)
Nachkauf	SWATCH (UHR)
Nachkauf	INTEL (INTC)
Nachkauf	FRESNILLO (FRES.L)
Reduziert	HENKEL (HEND)
Reduziert	PHILIP MORRIS (PM)
Reduziert	NETGEAR (NTGR)
Reduziert	ALTRIA (MO)
Verkauft	3M (MMM)

Nennenswerte Ereignisse

Aufbau von sechs neuen Positionen mit resilienten und kapitalleichten Geschäftsmodellen
 Neue Investitionen in Edelmetallmärkte zur weiteren Diversifizierung des Portfolios

Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund Anteilsklasse Q-EUR beendete den September mit einer Wertentwicklung von 2,53%, das 3. Quartal mit 4,77% und damit das laufende Jahr mit 3,25% in EUR.

Aktienmarkt Update:

Die Marktkonzentration im US-Aktienmarkt hat zwischenzeitlich neue Höchststände erreicht, sodass die größten 10 börsennotierten Unternehmen des S&P 500 35,8% der gesamten Marktkapitalisierung auf sich vereinen. Diese Konzentration übertrifft damit den letzten Höchststand aus dem Jahre 1974, dem Beginn eines zehnjährigen Bärenmarktes. Benjamin Graham, Lehrmeister von Warren Buffett, analysierte damals in einem Artikel des Financial Analysts Journal wie folgt die Situation, die frappierende Ähnlichkeit zum heutigen Aktienmarkt aufweist: “The distinction I have just made is clearly relevant to the present situation because of the recent advent of the ‘two-tiered market,’ resulting from the massive preference of institutions for large, high-growth companies. This in turn has brought about disparities in the P/E ratios for issues of investment character— differences as high as ten to one—that have been unexampled in all my experience, except perhaps at the height of the 1929 madness with its celebrated ‘blue-chip’ issues.”

Abbildung 1: Gewichtung der Top 10 Aktien im S&P 500 auf historischem Höchststand
% Anteil der Marktkapitalisierung am S&P 500



Quelle: JPMorgan Guide to the Markets Q3 2024

Eine weitere Beobachtung der letzten Jahre hat sich zuletzt nochmals verstärkt. Die Bewertungen internationaler sind im Vergleich zu US-Aktien so niedrig wie nie zuvor, selbst nach Bereinigung der sektoralen Unterschiede. In der Vergangenheit gingen solche Abschlüsse immer ansprechenden relativen Renditen für internationale und Value-Aktien im Vergleich zu US-amerikanischen und Wachstumsaktien voraus.

Abbildung 2: Internationale vs. U.S. Aktienbewertungen und Renditen
MSCI EAFE vs. MSCI USA



Größte EAFE Discounts

Rendite kumuliert	12/1974	07/1992	11/2001
	-	-	-
	12/1979	07/1995	11/2006
MSCI USA	11,7%	12,3%	5,5%
MSCI EAFE	17,9%	16,0%	14,4%

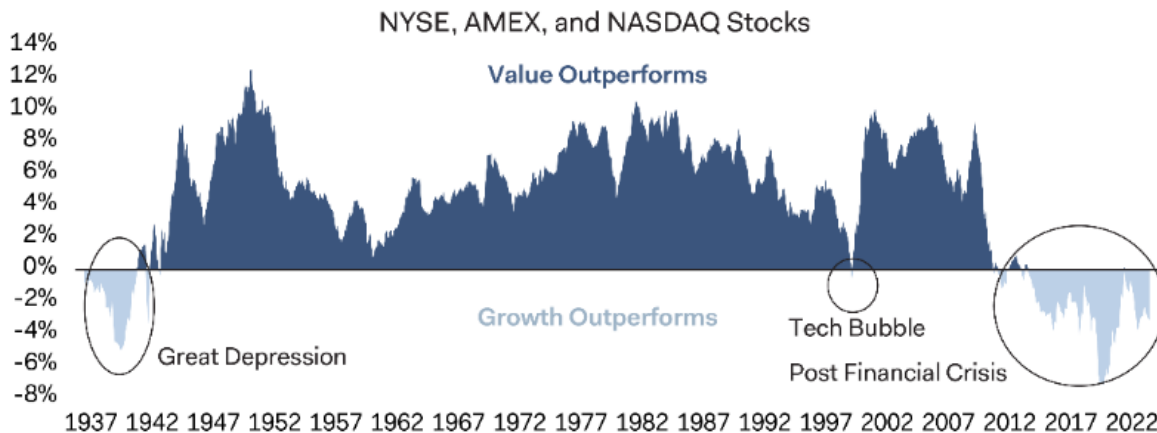
Größte EAFE Premium

	02/1989	04/1994	10/2009
	-	-	-
	02/1992	04/1999	10/2019
	16,0%	27,2%	13,0%
	-4,3%	8,7%	5,4%

Quelle: MSCI via Factset, Fundamentale Kennzahlen KBV, KGV und Kurs-Cashflow

Und auch Value-Aktien weisen weiterhin die größten Abschläge gegenüber Growth-Aktien. Value-Investitionen haben sich trotz regelmäßiger Herausforderungen und wechselnder Marktdynamik bewährt. In kürzeren Zeiträumen schwankte die relative Performance von Wachstums- und Substanzwerten, aber über Zeiträume von einem Jahrzehnt oder mehr haben Substanzstrategien fast immer besser abgeschnitten (siehe Abbildung 3). Tatsächlich gab es in den letzten 90+ Jahren nur drei Zeiträume, in denen Value-Aktien in den USA auf rollierender Zehnjahresbasis schlechter abschnitten: die Große Depression, die Technologieaktienblase und die Zeit nach der globalen Finanzkrise bis heute.

Abbildung 3: Rollierender 10 Jahres Renditeunterschied: Value vs. Growth nach Fama-French HML¹



Source: Kenneth French's Data Library

Das vergangene Jahrzehnt war eine besonders starke Periode für Wachstumsaktien: Der Russell 1000 Growth Index übertraf den Russell 1000 Value Index um 233 Prozentpunkte. Angesichts ihrer starken Performance entfielen auf die „Magnificent Seven“ - Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta Platforms, NVIDIA und Tesla - 45 % der Gesamtrendite des Russell 1000 Growth Index. Die „Magnificent Seven“ machen nun unglaubliche 52 % des Russell 1000 Growth und 32 % des S&P 500 Index aus.

Portfolio Update

Zum Ende des dritten Quartals sind wir nahezu vollständig investiert und halten weniger als 1 % in Bargeld. Im vergangenen Quartal waren wir so aktiv wie noch nie zuvor und haben insgesamt sechs neue Positionen aufgebaut. Alle neuen Beteiligungen zeichnen sich durch kapitalleichte, hochqualitative Geschäftsmodelle aus, die hohe Renditen auf die Bilanzsumme erzielen. Viele dieser Geschäftsmodelle sind zudem widerstandsfähig, wie beispielsweise Winpak (WPK) aus Kanada, ein führender Verpackungshersteller.

Unsere Zukäufe – Winpak (WPK.TO), Roche (ROG.SW), Ambev (ABEV), Baidu (BIDU) und Alibaba (BABA) – vereinen eine hohe Kapitalrendite (ROA), attraktive Bewertungen und eine geringe Korrelation zum Markt. Angesichts unserer Grundannahme, dass der US-Markt überbewertet ist, sehen wir uns damit gut positioniert. Ergänzt wird dieses Portfolio durch die Investition in Anglo American Platinum (ANGPY), eine weitere Minengesellschaft, die ebenfalls auf einem attraktiven Bewertungsniveau gehandelt wird.

Zur Erinnerung: Wir sind derzeit in Silber und Gold über Fresnillo (FRES.L), PGM-Metalle über Anglo American Platinum (ANGPY) und Ferronickel über Pacific Metals (5541.T) investiert. In diesen zyklischen Sektoren warten wir geduldig auf eine Marktbewegung, ebenso wie bei den europäischen Industriezyklikern, insbesondere im Small- und Mid-Cap-Segment. Dieses Segment ist historisch günstig bewertet und dürfte langfristig seinen Bewertungsrückstand gegenüber den US-Mega-Caps und US-Märkten aufholen.

Die Liquidität für die neuen Positionen haben wir durch Reduzierungen und Verkäufe profitabler Positionen geschaffen. Unsere 3M-Position (MMM) haben wir nach einer Haltedauer von 1,5 Jahren mit einem Gewinn von

¹ High Minus Low (HML), auch als Wertprämie bezeichnet, ist einer der drei Faktoren des Fama-French-Drei-Faktoren-Modells. Das Fama-French-Drei-Faktoren-Modell ist ein System zur Bewertung von Aktienrenditen, das die Wirtschaftswissenschaftler Eugene Fama und Kenneth French entwickelt haben. HML berücksichtigt die Spanne zwischen den Renditen von Value- und Growth-Aktien. Dieses System besagt, dass Unternehmen mit einem hohen Kurs-Buchwert-Verhältnis, auch bekannt als Value-Aktien, besser abschneiden als Unternehmen mit einem niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnis, bekannt als Growth-Aktien.

75,36 % vollständig veräußert. Philip Morris (PM), Altria (MO), Henkel (HEN3) und Netgear (NTGR) wurden nach starken Kursgewinnen schrittweise reduziert.

Die Erlöse nutzten wir zudem, um bestehende Positionen wie Silicom (SILC), Ashmore (ASHM.L), Lanxess (LXS), Fresnillo (FRES) und Swatch (UHR) weiter aufzustocken. Aus heutiger Sicht scheinen die Kaufniveaus rund um den August äußerst attraktiv gewesen zu sein und haben bislang erheblich zur Performance beigetragen.

Update zu Seaboard (SEB)

In der Agrarwirtschaft gibt es nur wenige Namen, die mit so viel Erfahrung, operativer Vielfalt und Widerstandskraft am Markt bestehen wie Seaboard Corp. Unter der Führung der Bresky-Familie, die seit über einem Jahrhundert die Geschicke des Unternehmens lenkt, hat sich Seaboard eine besondere Marktstellung erarbeitet. Das breit aufgestellte Portfolio erstreckt sich über Schweineproduktion, Rohstoffhandel und Getreideverarbeitung, Seetransport sowie Energieerzeugung und bietet Anlegern aktuell eine seltene Gelegenheit: Die Aktie wird zu einem Bewertungsniveau von 0,57x des Buchwerts gehandelt – der größte Abschlag seit den 1980er Jahren.

Das vergangene Jahr war von zyklischen Herausforderungen geprägt, die insbesondere das Schweinegeschäft von Seaboard belasteten und temporäre Verluste zur Folge hatten. Diese Phase spiegelte eine vorübergehende Marktübersättigung wider, doch inzwischen ist das Segment wieder zur Profitabilität zurückgekehrt. Trotz dieser Herausforderungen konnte Seaboard das Jahr 2023 mit einem Nettogewinn abschließen, und laut dem Management sind alle Geschäftsbereiche – mit Ausnahme der Biokraftstoffproduktion – für den Rest des Jahres 2024 profitabel aufgestellt.

Der jüngste Aktienrückkauf mit einem Abschlag von 14 % auf den Marktpreis (in 2023) unterstreicht das Engagement des Managements zur Schaffung von Mehrwert für die Aktionäre. In Kombination mit der langfristigen Führung der Bresky-Familie und einer starken Bilanz mit minimaler Nettoverschuldung positioniert sich Seaboard als hervorragender defensiver Wert mit inflationsschützenden Eigenschaften. Historisch gesehen wurde das Unternehmen zu einem durchschnittlichen Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,2x gehandelt – ein Niveau, das Seaboard unserer Ansicht nach erreichen könnte, sobald sich die Marktbedingungen stabilisieren.


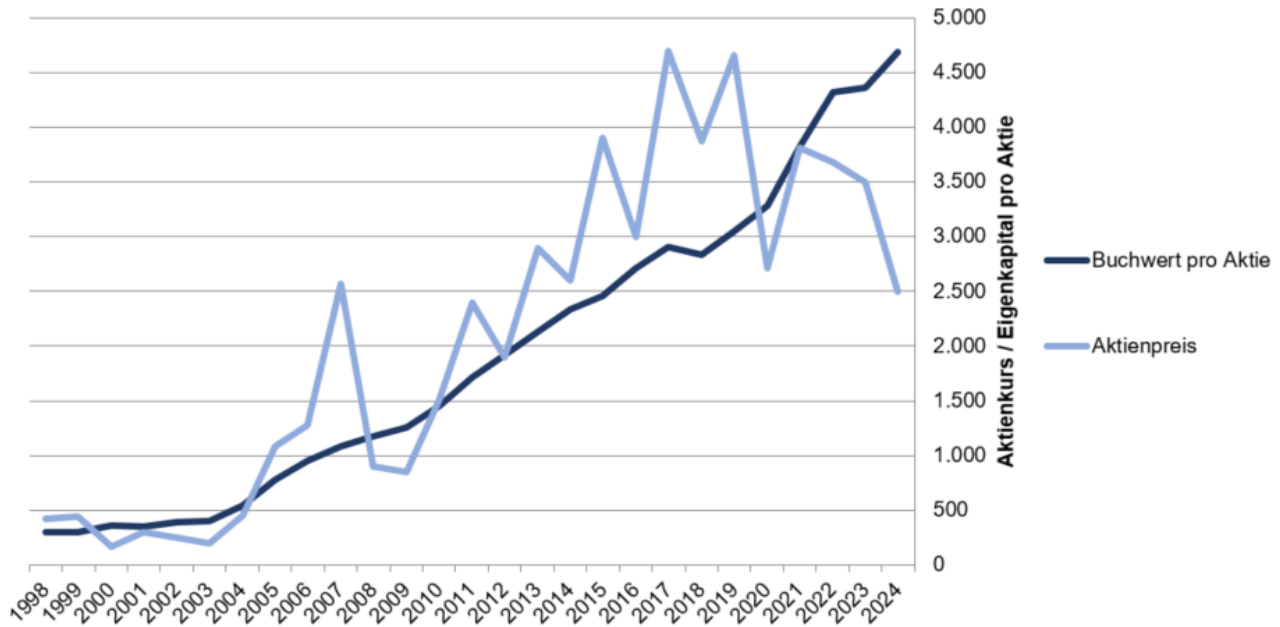
Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Agrarproduktion, Schweinefleisch, Schifffahrt, Energie
Unternehmenssitz	USA
Investmentkriterium	Familienunternehmen
Mehrheitsaktionäre	Bresky-Familie
Marktkapitalisierung	2,59 Mrd.
Net Debt to Total Assets	8%
Buchwert p. Aktie	USD 4.683
Jährliche Buchwertsteigerung 1990-2024	10,7%

Abbildung 4: Seaboard Corp. (SEB), Eigenkapital- und Aktienentwicklung 1998 bis 2024



Source: Pecora Capital Research

Wir betrachten Seaboard nicht nur als Aktie, sondern als realen Vermögenswert mit inflationsschützenden Eigenschaften und als langfristige Investition in das globale Agrarökosystem. Mit bedeutenden Beteiligungen in essenziellen Gütern – wie Getreide, Zucker und Biokraftstoffen – und einer Präsenz in Märkten in Afrika und Amerika verfügt Seaboard über einen erheblichen Vorteil, um sich in einem volatilen Marktumfeld zu behaupten.

Unsere These ist einfach: Zyklische Abschwünge, wie sie derzeit das Schweinegeschäft belasten, sind vorübergehend, während das fundamentale Wertpotenzial von Seaboard – greifbare Vermögenswerte, ein erfahrenes Managementteam und ein robustes internationales Geschäft – unverändert stark ist. Wir sehen diesen Moment als eine seltene Gelegenheit, in ein historisch unterbewertetes und gut geführtes Unternehmen zu investieren.

Falls Seaboard zur durchschnittlichen Bewertung von 1,22x des Buchwerts zurückkehrt und den Buchwert pro Jahr um 8 % steigert, würde die jährliche Rendite etwa 25,8 % über einen Zeitraum von 5 Jahren bzw. etwa 16,5 % über 10 Jahre betragen.

Neue Position – Winpak (WPK.TO)

Winpak Ltd. ist ein führender Hersteller von Verpackungslösungen, der sich auf den nordamerikanischen Markt konzentriert. Das Unternehmen stellt Verpackungen für Lebensmittel, Getränke und Pharmazeutika her. Mit einer Eigenkapitalquote von über 85 % und einer positiven Nettofinanzposition zählt Winpak zu den finanziell robustesten Unternehmen seiner Branche.

Winpak ist mehrheitlich im Besitz des finnischen Verpackungsunternehmers Antti Aarnio-Wihuri, der das Unternehmen strategisch unterstützt. Winpak besitzt im Branchenvergleich hohe Margen und langfristig starke Renditen auf das eingesetzte Kapital. Dies führte in den letzten 30 Jahren zu überdurchschnittlich schnellem Eigenkapitalwachstum von durchschnittlich 11.2% pro Jahr. (1993 - 2024). Winpak ist schuldenfrei, besitzt eine Cash Position von 490 Mio. CAD und wir konnten diese Unternehmen unter dem 10-fachen EV zu EBIT kaufen. Dieser Kaufpreis entspricht Preisen wie zuletzt in 2009 – 2011 als Winpak zu ähnlich niedrigen Levels handelte.


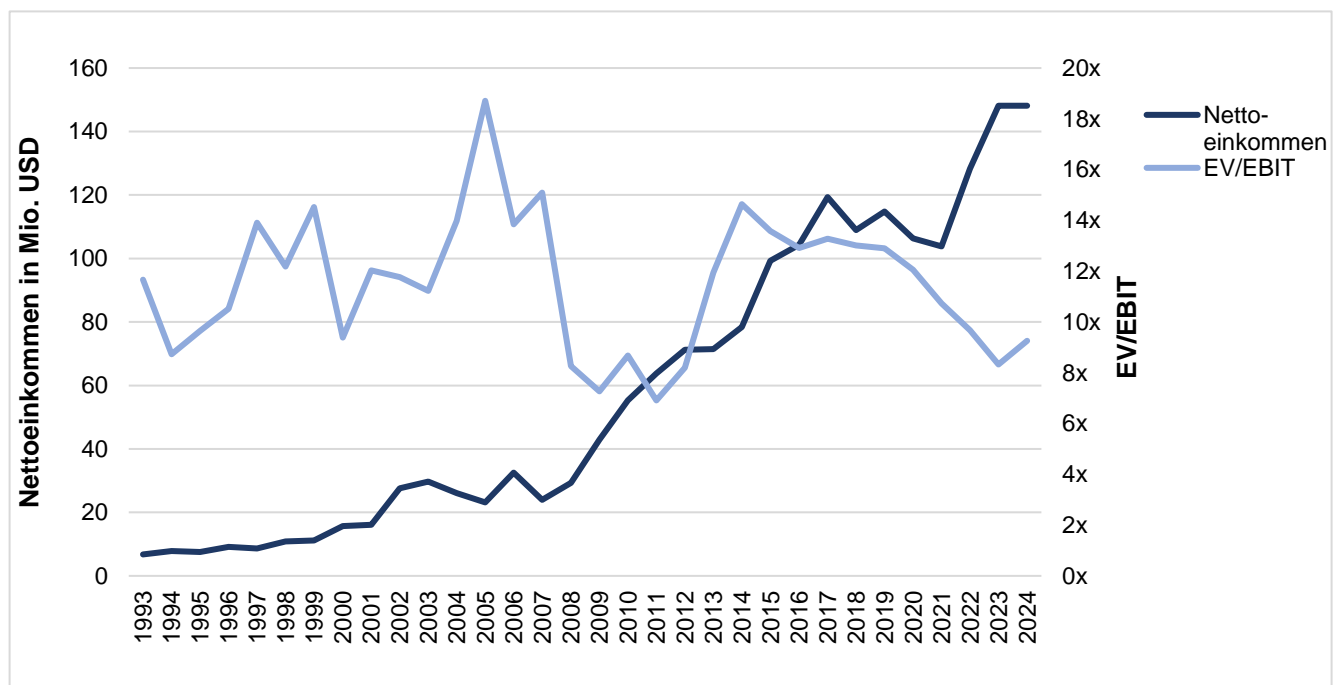
Übersicht (Angaben in CAD)	
Geschäftsmodell	Verpackungshersteller
Unternehmenssitz	Kanada
Investmentkriterium	Wunderbares Unternehmen zu vernünftigem Preis
Mehrheitsaktionäre	Wihuri International Oy (48,55 %)
Marktkapitalisierung	2,16 Mrd.
Eigenkapitalquote	86%
Nettofinanzposition	490 Mio.
EV / EBIT bei Einkauf	9,26

Abbildung 5: Winpak EV/EBIT und Entwicklung des jährlichen Nettoeinkommens 1990 bis 2024



Source: Pecora Capital Research

Das Unternehmen profitiert von einem stabilen und diversifizierten Kundenstamm, insbesondere in der lebensmittelverarbeitenden Industrie, wo strenge Hygiene- und Sicherheitsstandards gelten. Aufgrund seines starken Free Cashflows und seiner defensiven Marktstellung hat Winpak in wirtschaftlich unsicheren Zeiten eine solide Performance gezeigt. Sollten zudem die Ölpreise fallen, ist mit einer Margenausweitung im Geschäftsbereich der Plastikverpackungen zu rechnen.

Neue Position – Roche (ROG.SW)

Roche Holding AG ist eines der weltweit größten Pharma- und Diagnostikunternehmen mit Hauptsitz in Basel, Schweiz. Roche ist führend in der Onkologie, Immunologie und Neurologie, wobei die firmeneigenen Medikamente in der Behandlung schwerer Krankheiten weltweit zum Einsatz kommen. Die Unternehmensstrategie setzt seit jeher stark auf Forschung und Entwicklung, wodurch Roche regelmäßig bahnbrechende neue Therapien auf den Markt bringt.

Die Hoffmann-Oeri-Familie, die nach wie vor eine Mehrheit der Stimmrechte hält, gewährleistet eine langfristige, stabile Eigentümerstruktur. Im Diagnostiksegment ist Roche ein globaler Marktführer, insbesondere in der molekularen Diagnostik wie COVID-19-Tests. Diese initialen Verkäufe während 2020 führen zu Peak Earnings von 14.3 Mrd. CHF im Jahr 2020. Seither sind die Gewinne aufgrund der Diagnostiksparte leicht rückläufig was sich ebenso im Aktienpreis widerspiegelte. Dies ermöglichte uns einen Einstiegspreis von 12,90 des Enterprise Value gemessen zum EBIT was der tiefste Stand seit dem Jahr 2013 ist.

Die Kombination von starker Forschung, Produktinnovation und einem breiten Diagnostikportfolio macht Roche zu einem robusten, defensiven Investment in der Gesundheitsbranche.


Übersicht (Angaben in CHF)	
Geschäftsmodell	Pharma und Diagnostik
Unternehmenssitz	Schweiz
Investmentkriterium	Wunderbares Unternehmen zu vernünftigem Preis
Mehrheitsaktionäre	Familie Hoffmann-Oeri (45,01 %)
Marktkapitalisierung	191,12 Mrd.
Eigenkapitalquote	39,8%
Finanzschulden	18,7 Mrd.
EV / EBIT bei Einkauf	12,90

Neue Position – Anglo American Platinum (ANGPY)

Anglo American Platinum Ltd. ist der weltweit führende Produzent von Platingruppenmetallen (PGMs) und gehört zu den größten Bergbaukonzernen in Südafrika. Das Unternehmen besitzt umfangreiche Ressourcen und fördert neben Platin auch Palladium und Rhodium, die eine Schlüsselrolle in der Automobilindustrie, insbesondere bei der Herstellung von Katalysatoren, spielen.

Anglo American Platinum ist eine Tochtergesellschaft von Anglo American plc, einem globalen Bergbauriesen mit Sitz in London, der 79,9 % der Aktien hält. Die dominante Stellung in der Platinproduktion ermöglicht dem Unternehmen, von steigenden Preisen für Platin und verwandte Metalle zu profitieren, insbesondere durch die wachsende Nachfrage nach grüner Technologie insbesondere Wasserstofflösungen.

Zusätzlich zeichnet sich Anglo American Platinum durch besonders niedrige AISC (All-in Sustaining Costs) im Vergleich zu seinen Wettbewerbern aus, was dem Unternehmen eine überlegene Kostenstruktur verleiht. Dies erlaubt dem Konzern, auch in Phasen niedrigerer Rohstoffpreise profitabel zu bleiben. Mit einer robusten Bilanz, starker Eigenkapitalquote und positiver Nettofinanzposition ist Anglo American Platinum konservativ aufgestellt.


Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Produzent von Platingruppenmetallen
Unternehmenssitz	Südafrika
Investmentkriterium	Zyklisch
Marktkapitalisierung	9,07 Mrd.
Eigenkapitalquote	57%
Nettofinanzposition	0,82 Mrd.

Neue Position – Alibaba (BABA)

Alibaba Group Holding Ltd. ist einer der weltweit größten E-Commerce-Konzerne und in China führend im Bereich Cloud-Computing und digitale Zahlungen. Mit einem starken Fokus auf die Digitalisierung des Handels und die Bereitstellung von umfassenden Technologielösungen ist Alibaba der Schlüsselakteur in Chinas wachsender digitaler Wirtschaft. Das Unternehmen betreibt Plattformen wie Taobao und Tmall, die zu den umsatzstärksten Online-Marktplätzen der Welt gehören.

Alibaba zeichnet sich durch seine vielfältigen Geschäftsfelder aus, die von E-Commerce über Cloud-Infrastruktur (AliCloud) bis hin zu Finanztechnologien (Ant Group) reichen. Trotz zunehmenden regulatorischen Drucks in China zeigen Alibaba's Fundamentaldaten, darunter eine hohe Eigenkapitalquote und eine erhebliche Nettofinanzposition sowie eine Ertragskraft von einem EBIT von 17.33 Mrd. USD in 2023.


Alibaba profitiert zudem von einem anhaltend starken Wachstum im Cloud-Segment, das als eines der profitabelsten Wachstumsfelder der kommenden Jahre gilt. Die aktuelle Bewertung mit einem EV/EBIT-Verhältnis von unter 12 sollte langfristig orientierten Investoren wie uns eine attraktive Einstiegsmöglichkeit bieten.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	E-Commerce
Unternehmenssitz	China
Investmentkriterium	Wunderbares Unternehmen zu vernünftigem Preis
Marktkapitalisierung	206,20 Mrd.
Eigenkapitalquote	65,7%
Nettofinanzposition	39,68 Mrd.
EV / EBIT bei Einkauf	11,43

Neue Position – Baidu (BIDU)

Baidu, Inc. ist der führende Suchmaschinenanbieter in China und spielt eine zentrale Rolle im Bereich Internetdienstleistungen. Neben der Suchmaschine bietet Baidu eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen an, einschließlich Online-Werbung, Cloud-Computing und Künstlicher Intelligenz (KI). Das Unternehmen investiert stark in KI-Entwicklung, insbesondere in die Bereiche autonomes Fahren und intelligente Sprachassistenten.

Die Hauptakteure des Unternehmens, darunter der Gründer Robin Li, halten signifikante Anteile, was eine stabile Unternehmensführung gewährleistet.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Suchmaschinenanbieter
Unternehmenssitz	China
Investmentkriterium	Wunderbares Unternehmen zu vernünftigem Preis
Marktkapitalisierung	31,87 Mrd.
Eigenkapitalquote	63%
Nettofinanzposition	17,11 Mrd.
EV / EBIT bei Einkauf	4,80

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.