

# Chatrier Value Fund

## Quartalsbericht Q4 2024

### Wertorientierte Aktienstrategie

31. Dezember 2024

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SEABOARD (SEB)	7,5 %
2.	FRESNILLO PLC (FRES.L)	7,2 %
3.	SWATCH GROUP (UHR)	5,2 %
4.	HAL TRUST (HAL)	5,2 %
5.	HENKEL (HEND)	5,1 %
6.	SILICOM (SILC)	4,2 %
7.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	3,9 %
8.	ASHMORE GROUP (ASHM.L)	3,7 %
9.	SK KAKEN (4628.T)	3,4 %
10.	AMBEV S.A. (ABEV)	3,3 %
<b>Summe</b>		<b>48,7%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2024

#### Portfolioveränderungen

Kauf	SCHOELLER-BLECKMANN (SBO.VI)
Nachkauf	SEABOARD (SEB)
Verkauf	NETGEAR (NTGR)

#### Nennenswerte Ereignisse

US-Markt stark konzentriert: 10 Unternehmen tragen 2024 zu 60 % der S&P 500-Rendite bei

Value-Werte unterbewertet: Small Caps und internationale Aktien bieten attraktive Einstiegschancen.

Umschichtungen im Portfolio: Verkauf von Netgear, Stärkung unserer Allokation in Rohstoffwerten

Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund Anteilsklasse Q-EUR beendete das 4. Quartal mit einer Rendite von -3,94% und damit das laufende Jahr mit -0,82% in EUR, womit die Wertentwicklung seit Fondsauflegung 9,48% p.a. beträgt.

### Marktupdate

Wenn wir das Jahr 2024 Revue passieren lassen, hatten Teile unseres Portfolios – insbesondere europäische Small Caps, von China abhängige Exportunternehmen und defensive Werte aus der Nahrungsmittelproduktion – mit Herausforderungen zu kämpfen. Dies spiegelte sich in einem übermäßigen Rückgang ihres Aktienkurses wider. So werden viele unserer Bestände mit noch größeren Abschlägen zu ihrem inneren Wert gehandelt als zum Ende des vorhergehenden Jahres. Dies lässt uns zwar kritisch auf unsere Leistung des letzten Jahres zurück-, allerdings optimistisch in das kommende Jahre vorausschauen. Denn sollten sich die Marktbedingungen wieder normalisieren, dürften wir für überdurchschnittliche Renditen positioniert sein.

**Abbildung 1: Top 5 Renditebringer 2024**

Position	Ticker	CTR%
Philip Morris	PM	1.66%
Netgear	NTGR	1.39%
Altria	MO	1.36%
Henkel	HENd	0.93%
Fresnillo	FRES.L	0.81%

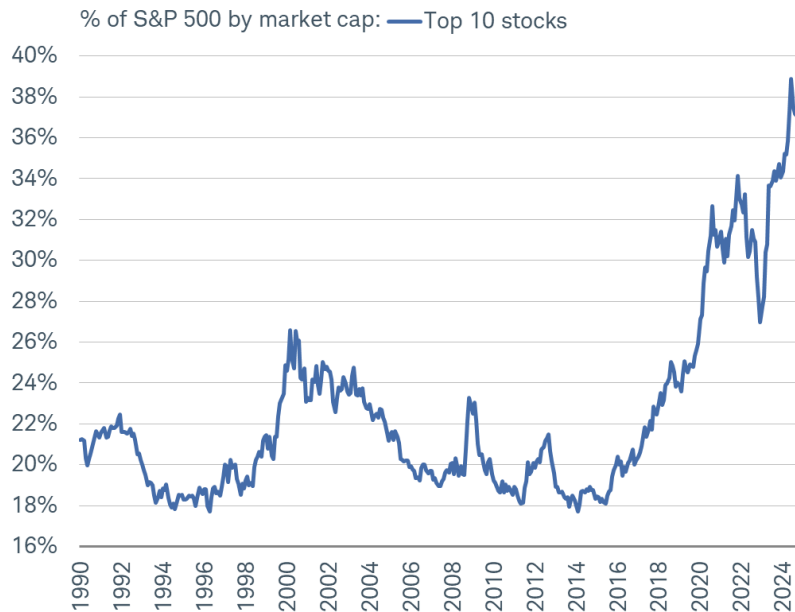
**Abbildung 2: Top 5 Verlustbringer 2024**

Position	Ticker	CTR%
Intel	INTC	-2.52%
Seaboard	SEB	-2.25%
Swatch	UHR	-1.68%
Ashmore	ASHM.L	-0.62%
Ambev S.A.	ABEV	-0.54%

### Euphorie an den US-Märkten

Im Gegensatz dazu dominierte eine Handvoll US-Mega-Cap-Technologieaktien das Börsenjahr 2024, was dem S&P 500 eine Rendite von mehr als 23% und dem Nasdaq von knapp 29% bescherte. Diese Zuwächse wurden durch die Gruppe der Magnificent 7 (Anstieg um fast 67 %) sowie eine Handvoll anderer Mega-Cap-Aktien begünstigt, wodurch die zehn größten Aktien des S&P-500 nun knapp 40% des Index auf sich vereinen – ein historischer Rekord!

**Abbildung 3: Marktkonzentration der TOP-10 Aktien des S&P 500 auf Allzeithoch**



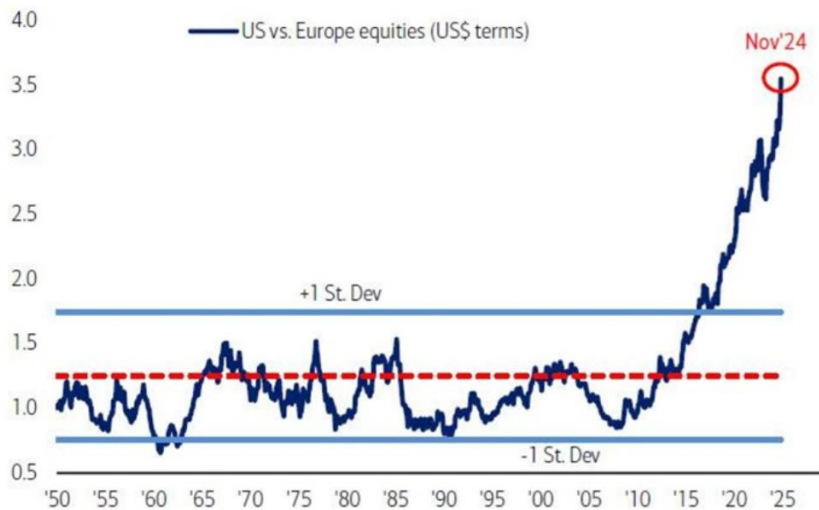
Quelle: Charles Schwab, Bloomberg 31.12.2024

### **Die Mutter aller Blasen: Der überhitzte US-Aktienmarkt**

Damit befinden wir uns heute auf dem Höhepunkt eines 15-jährigen Bullenmarktes, dessen Bewertungs- und Konzentrationsniveau nur mit den großen Vermögensblasen der letzten 120 Jahre vergleichbar ist.

Wir sind der Meinung, dass sich die US-Aktienmärkte auf einem historischen Bewertungshoch befinden, vergleichbar mit den Marktspitzen von 1929 oder 1974 auf dem Höhepunkt der Nifty-Fifty-Ära. Zwischen Januar 1973 und Oktober 1974 halbierte sich beispielsweise der S&P 500 aufgrund von Inflationsdruck und überzogenen Kurs-Gewinn-Verhältnissen. Heute sehen wir viele Parallelen: Hochwertige Unternehmen werden im Vergleich zum Rest der Welt mit enormen Aufschlägen gehandelt.

**Abbildung 4: US-Aktien sind im Verhältnis zu Europäischen Aktien extrem hoch bewertetet**



Quelle: BofA Global Investment Strategy

Die relativen Bewertungen von US-Aktien befinden sich auf Rekordniveau – höher als zu jedem anderen Zeitpunkt in den letzten 100 Jahren. Die Bewertungsaufschläge gegenüber europäischen Aktien weichen sogar um das über dreifache vom Standard der letzten 75 Jahre ab. Diese Entwicklung unterstreicht die massive Kapitalrotation zugunsten weniger großer US-Wachstumswerte und die gleichzeitige Vernachlässigung vieler internationaler Substanzwerte.

So werden derzeit Unternehmen mit starkem Gewinnwachstum mit überzogenen Multiplikatoren belohnt, was die Bewertungen im Wochenrhythmus in die Höhe treibt. Dies ist jedoch nur die eine Seite der Medaille. Internationale Unternehmen mit stagnierenden Gewinnen werden dagegen vom Markt bestraft, wobei die Aktien zu Multiplikatoren gehandelt werden, die deutlich unter den historischen Normen liegen. Im Gegensatz dazu bleiben ähnliche Entwicklungen in den USA von den Anlegern oft unbemerkt.

Nehmen wir das Beispiel Tesla: Obwohl das Unternehmen in 2024 weniger Autos auslieferte, wird es weiterhin zu absurden Bewertungen gehandelt. Die Margen im Automobilbereich liegen ohne den regulatorischen CO<sub>2</sub>-Zertifikaten für den Verkauf von E-Autos bei nur 6,5 %, und der Nettogewinn ist seit Jahresbeginn gefallen. Dennoch ist die Aktie in 2024 bemerkenswerterweise um 62 % gestiegen. Dies steht in krassem Gegensatz zur Performance etablierter Wettbewerber und unterstreicht die Diskrepanz in den Bewertungen.

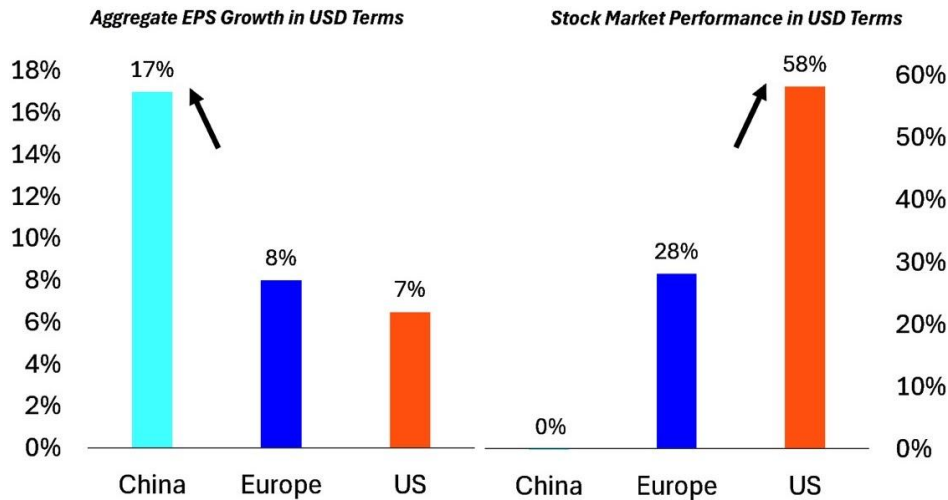
Es ist ein weit verbreitetes menschliches Verhalten: Anleger neigen dazu, an Strategien festzuhalten, die in der jüngsten Vergangenheit gut funktioniert haben, wobei sie oft Preis und Risiko außer Acht lassen. Der Herdentrieb treibt das Kapital in dieselben Vermögenswerte - ungeachtet der Bewertungen oder Fundamentaldaten. Warum sollte jemand an einen Ort gehen, an dem die jüngste Aktienperformance miserabel ist?

Dagegen werden internationale Aktien in Europa, Lateinamerika und Asien mit historisch hohen Abschlägen gehandelt, wobei einige Branchen in Europa so bewertet sind, als würden sie morgen nicht mehr existieren. Dies bietet disziplinierten, wertorientierten Anlegern, die bereit sind, über den US-Markttrubel hinauszublicken, erhebliche Chancen.

Denn analysiert man die Wachstumsraten der verschiedenen Aktienmärkte auf Länderebene, lässt sich feststellen, dass die internationalen Märkte außerhalb der USA, wie beispielsweise Europa und China aggregiert sogar ein

höheres Gewinnwachstum aufwiesen als die USA. Dies spiegeln die Aktienrenditen allerdings nicht wieder wie folgende Grafik zusammenfasst.

**Abbildung 5: U.S., China und Europa: Unternehmensgewinne vs. Aktienmarktentwicklung, Daten vom 1.1.2023 bis 12.1.2024**



*Indicies Used for Respective Countries: MSCI China. Stoxx Europe 600. S&P 500 - Chart As of 12/18/2024*

Quelle: Crescat Capital LLC

### Unsere konträre Positionierung: Keine hochbewerteten US-Aktien

Aktuell sind wir zwar mit 36 % des Portfolios in „US-börsennotierten“ Aktien investiert, allerdings ist unser Engagement in Aktien des S&P 500 oder NASDAQ vernachlässigbar gering.

### Welche Gründe für eine dynamische Gewinnentwicklung unserer Unternehmen im Jahr 2025 sprechen und damit zu attraktiven Renditen führen könnten?

- Erholung der Gewinne bei ausgewählten europäischen und amerikanischen Industrierwerten: Unternehmen mit zyklischem Charakter, wie Seaboard, HAL Trust, BASF, Silicom, Schoeller-Bleckmann, Lanxess und Innotec, sind gut positioniert, um von den sich verbessernden Marktbedingungen und einer Gewinnerholung zu profitieren.
- Normalisierte Gewinne in Seaboard's Geschäft: Es wird erwartet, dass Seaboard mittelfristig zu einer Gewinnrate von \$400 pro Aktie zurückkehren wird, was auf die Erholung in den Segmenten Schweinefleisch und Flüssigbrennstoffe in den USA zurückzuführen sein wird.
- Erholung in China: Positionen wie Swatch, Volkswagen, Alibaba und Baidu werden von der Erholung der chinesischen Wirtschaftstätigkeit und der Verbraucherausgaben profitieren.
- Preisrückkehr zum Mittelwert: Unterbewertete Unternehmen wie HAL Trust, Ashmore, Silicom, Resources Connection und FutureFuel sind gut positioniert, um Bewertungslücken zu schließen und zu ihren historischen Durchschnittsbewertungen zurückzukehren.

- Abfluss aus überbewerteten US-Tech-Unternehmen: Sollten die Tech-Bewertungen zurückgehen, wird das Kapital wahrscheinlich in unterbewertete Sektoren wie Bergbau, europäische Small- und Mid-Caps, Schwellenländer und Japan fließen.
- Aktien unter Liquidationswert: Unsere japanischen Net-Nets könnten ebenfalls massiv von einer Neubewertung ihrer Vermögenswerte durch den manisch depressiven Aktienmarkt profitieren.
- Metalle und Rohstoffe: Wir sind in Silber und Gold (Fresnillo), Ferronickel (Pacific Metals) und PGM-Metallen (Anglo American Platinum) investiert, die in der Vergangenheit in früheren Bullenzyklen überdurchschnittliche Renditen erzielten. Zudem entwickelten sich die Rohstoffe oft antizyklisch zum Gesamtmarkt.
- Schwellenländer Wachstum: Ambev S.A. ist in der Lage, von einer Erholung der Schwellenländer zu profitieren, die durch einen schwächeren US-Dollar unterstützt wird
- Abschwächung des US-Dollars: Könnten erhöhte schuldenfinanzierte Staatsausgaben einen langfristigen Rückgang des US-Dollars auslösen? Wenn ja, könnten Nicht-US-Allokationen einen bedeutenden Rückenwind erfahren.
- Wachstumsunternehmen zu einem fairen Preis: In ihren Geschäftsfeldern marktführende Unternehmen in unserem Portfolio wie Henkel, Fuchs Petrolub, Winpak, Philip Morris und Altria bieten ein beständiges Gewinnwachstum.
- Einzelne Katalysatoren: Zu den wichtigsten Chancen gehören ein normalisierter Schweinefleischzyklus, der eine Erholung im Schweinefleischgeschäft von Seaboard mit sich bringt, eine Margenverbesserung bei Nokian Tyres nach Fertigstellung der neuen Reifenfabrik in Rumänien und ein Aufschwung bei Metallen wie PGM, Nickel, Gold und Silber.

## Portfolio Update

Im November haben wir unsere Position in Netgear (NTGR) für \$24.12 pro Aktie mit einem Gewinn von über 80 % veräußert. Netgear war ein klassisches ‚Net-Net‘-Investment, das maßgeblich zur Wertentwicklung beigetragen hat. Die Erlöse wurden genutzt, um unsere Position in Seaboard (SEB) weiter auszubauen. Zum Ende des Jahres war das Portfolio nahezu vollständig investiert, mit gezielten Umschichtungen in unterbewertete Substanzwerte.

## Neue Position – Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment (SBO.VI)


Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment AG (SBO) ist weltweit führend in der Produktion von Hochpräzisionskomponenten für die Öl- und Gasindustrie. Das Unternehmen liefert essenzielle Bauteile für Bohrköpfe und Werkzeuge, die bei anspruchsvollen Tiefbohrungen eingesetzt werden. SBO profitiert von strukturellen Investitionen in die Energieinfrastruktur, insbesondere durch erhöhte Explorationsaktivitäten und die zunehmende Bedeutung effizienter Bohrtechnologien.

Das Unternehmen verfügt über eine starke Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von rund 50 % und einer geringen Verschuldung. Als zyklischer Wert unterliegt SBO natürlichen Marktschwankungen, war jedoch historisch in Boom-Phasen mit einem Preis-zu-Buchwert-Multiple von 3 bis 4 bewertet – ähnlich wie in den Jahren 2010–2013.

Selbst während der normalisierten Marktphase von 2016 bis 2021 notierte die Aktie meist über ihrer langfristigen durchschnittlichen P/B-Bewertung. Unser Einstieg erfolgte zu einem Preis leicht unter Buchwert und damit historisch am unteren Ende der Bandbreite.

Bei der Bewertung der Ertragsseite wird Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment aktuell mit einem Enterprise Value von etwa 580 Mio. EUR bewertet – ein historisch niedriger Wert, insbesondere im Vergleich zu den Höchstständen der letzten zehn Jahre. Während frühere Marktphasen eine deutlich höhere Bewertung mit sich brachten, ergibt sich für langfristig orientierte Investoren hier eine attraktive Gelegenheit. Die Kombination aus bilanzieller Stärke, niedriger Marktbewertung und anziehenden Investitionen im Öl- und Gassektor spricht für eine Neubewertung in den kommenden Jahren.

Übersicht (Angaben in Mio. EUR)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Mehrheitsaktionäre
Marktkapitalisierung
EBIT 2023
Eigenkapitalquote
Nettoschulden
P/B bei Einkauf

 <b>SCHOELLER BLECKMANN OILFIELD EQUIPMENT</b>
Hersteller von Hochpräzisionssteilen für die Öl- und Gasindustrie
Österreich
Berndorf Industrieholding AG (BIH AG)(33,40 %)
452
108
49%
87
1,01

Das Unternehmen bleibt ein führender Anbieter in einer strategisch kritischen Branche, mit einer nachweislich starken Kapitalrendite in Zyklen steigender Investitionsbudgets.

### Erkenntnisse aus 2024 und der Blick voraus

Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass es sich lohnt auf qualitativ hochwertige Unternehmen mit hoher Kapitalrendite (RoA) zu setzen. Diese „wunderbaren Unternehmen“ mit robusten und kapitalleichten Geschäftsmodellen werden daher in unserem Portfolio eine wichtigere Rolle einnehmen, sollten diese zum richtigen Preis zu kaufen sein. So trugen unter anderem Philip Morris, Altria, Fuchs Petrolub oder 3M in den letzten Jahren besonders positiv zur Rendite bei. Darüber hinaus suchen wir weiterhin nach Gelegenheiten bei kleineren Net-Nets (Aktien unter Liquidationswert), deren Wert vom breiten Markt kurzzeitig übersehen wird. Diese beiden genannten Kategorien erwirtschafteten seit Strategiestart die mit Abstand besten Renditen. Eine wichtige Erkenntnis ist auch, ausgewählte Aktien aus dem Bereich der wundervollen Unternehmen länger zu halten, damit sich der innere Wert mit der Zeit entwickeln kann.

Aufgrund der frappierenden Parallelen des heutigen Marktes möchten wir den Quartalsbericht mit einem Zitat von Jean-Marie Eveillard, einem der erfolgreichsten Value Fondsmanagern seiner Zeit, schließen. Im Jahr 2000 - auf dem Höchststand der Dotcom-Manie - fasste er die Situation des hemmungslosen Risikoappetits der Anleger meisterhaft zusammen:

*„Lieber verliere ich die Hälfte unserer Kunden als die Hälfte des Geldes unserer Kunden.“*

Und er sollte Recht behalten. Während der Gesamtmarkt in den darauffolgenden Jahren um rund die Hälfte an Wert verlor, erwirtschaftete sein Fonds eine Rendite von über 10% pro Jahr. Eine Lehre für kluges Rendite-Risiko-Management, die wir uns auch für unseren Investitionsprozess zum Vorbild gemacht haben.

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.