

Chatrier Value Fund

Quartalsbericht Q4 2025

Wertorientierte Aktienstrategie

31. Dezember 2025

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SEABOARD (SEB)	6,9 %
2.	HAL TRUST (HAL)	5,0 %
3.	SWATCH GROUP (UHR)	4,1 %
4.	VALTERRA PLATINUM Ltd (ANGPY)	4,1 %
5.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	3,5 %
6.	ASHMORE GROUP (ASHM.L)	3,3 %
7.	NOVO NORDISK (NVO)	3,3 %
8.	WINPAK (WPK)	3,0 %
9.	IMASEN ELECT. (7266.T)	2,8 %
10.	SK KAKEN (4628.T)	2,7 %
Summe		38,7 %

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2025

Portfolioveränderungen

Kauf	MARTEN TRANSP. (MRTN)
Kauf	ADOBE (ADBE)
Kauf	YUSHIN CO. (6482.T)
Nachkauf	TFF GROUP (TFF.PA)
Nachkauf	PERNOD RICARD (RI.PA)
Nachkauf	HEARTLAND EXP. (HTLD)
Nachkauf	NOVO NORDISK (NVO)
Nachkauf	STURM RUGER (RGR)
Nachkauf	RESOURCES CON. (RGP)
Nachkauf	UTAH MEDICAL D. (UTMD)
Reduktion	VALTERRA PLAT. (AGNPY)
Reduktion	SEABOARD CORP. (SEB)
Reduktion	INTEL CORP (INTC)
Verkauf	FRESNILLO PLC (FRES.L)
Verkauf	ROCHE HOLDING (RO.SWX)
Verkauf	PACIFIC METALS (5541.T)

Nennenswerte Ereignisse

2025 entwickelt sich zum besten Anlagejahr seit Auflage des Chatrier Value Fund.

Rohstoffwerte besonders gefragt.

Umschichtungen im Portfolio: Zukäufe im US-Speditionssektor, im Spirituosensektor, bei einzelnen Small-Caps & gefallenem Wachstumsaktien

Sehr geehrte Mitinvestoren,

der Chatrier Value Fund Anteilsklasse Q-EUR beendete das 4. Quartal mit einer Rendite von 4,97%, womit wir im Jahr 2025 eine Rendite von 26,68% in EUR erwirtschafteten. Die Nettorendite seit Fondsaufgabe im Jahr 2020 beträgt damit 12,43% p.a.

Jahresrückblick mit Portfolioanalyse

Der Chatrier Value Fund blickt auf ein überaus erfolgreiches Jahr 2025 zurück, in dem wir die globalen Aktienindizes outperformen konnten. Besonders hervorzuheben ist, dass dieses Ergebnis ohne Engagements in den teuren „Magnificent Seven“ aus dem US-Tech-Sektor erzielt wurde. Dies unterstreicht die Effektivität unseres aktiven, wertorientierten Investmentansatzes.

Nachdem wir zum Jahreswechsel 2024 auf die historisch signifikanten Bewertungsabschläge vieler Aktien in unserem Portfolio hingewiesen hatten, sahen wir im abgelaufenen Jahr die erhoffte Aufholjagd. Ein wesentlicher Pfeiler des Erfolgs war unsere Positionierung im Rohstoffsektor, wo mit Fresnillo PLC, Valterra Platinum und Sumitomo Metal Mining drei Aktien aus diesem Sektor zu den bedeutendsten Renditebringern des Portfolios gehörten. Dies ist auch nochmals in Abbildung 2 der Top Renditebringer zusammengefasst.

Besonders hervorzuheben ist dabei Fresnillo PLC. Als weltweit führender Silberproduzent war die Aktie über das gesamte Jahr als Top-3-Position hoch gewichtet. Die Kursentwicklung profitierte überproportional von der starken Aufwertung von Silber und Gold. Zusätzlich profitierte der Fonds von einem starken operativen Turnaround unserer größten Einzelposition, der US-Agrar- und Seetransportholding Seaboard Corp. Nachdem der Titel im Vorjahr noch zu den Belastungsfaktoren gezählt hatte und zu Beginn des Jahres 2025 mit einem massiven Abschlag von 50 % auf den Buchwert gehandelt wurde, sorgten verbesserte operative Margen im Fleischverarbeitungsgeschäft für die erwartete Neubewertung.

Abb. 1: Jährliche Rendite des CVF seit Auflegung:

Jahr	Jährliche Rendite
2025	26,68%
2024	-0,82%
2023	9,95%
2022	1,85%
2021	18,98%
2020	13,75%
Durchschnittliche Jährliche Rendite 2020-2025	12,43%
Gesamtrendite 2020-2025	90,44%

Abb. 2: Top Renditebringer 2025:

Performance Treiber	Nettobeitrag
Fresnillo (FRES.L)	11,03%
Seaboard Corp (SEB)	4,44%
Valterra Platinum (ANGPY)	4,02%
Sumitomo Metal Mining (5713.T)	1,78%
Gesamtbeitrag	21,27%

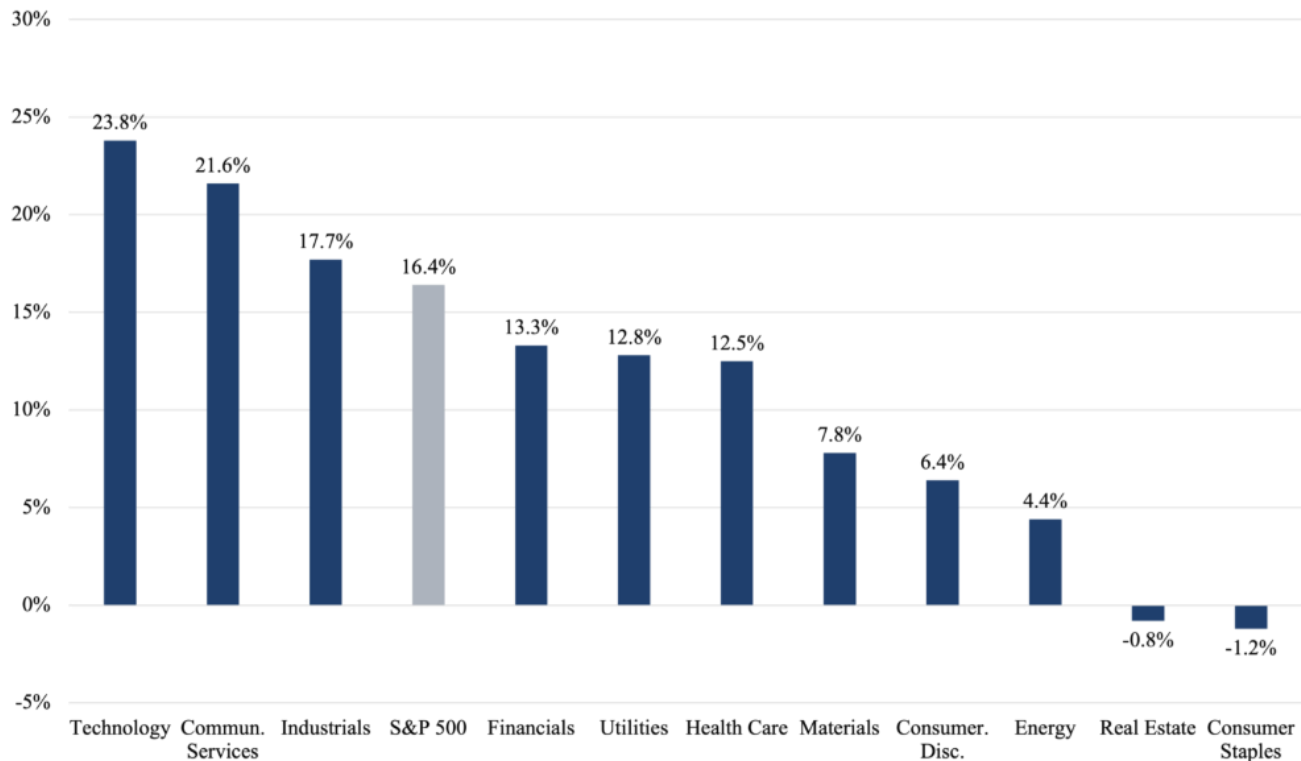
Abb. 3: Top Verlustbringer 2025:

Performance Verlusttreiber	Nettobeitrag
Resources Connection (RGP)	- 0,99%
FutureFuel Corp (FF)	- 0,95%
Silicom Ltd. (SILC)	- 0,88%
Brown-Forman Corp. A (BF.A)	- 0,55%
Gesamtbeitrag	-3,37%

Auf der Seite der Performancedrücker fanden sich im vergangenen Jahr vor allem Positionen aus dem Small-Cap-Bereich, darunter Resources Connection, FutureFuel sowie die israelische Silicom Ltd. Trotz eines Kaufs mit Sicherheitsmarge nahe dem Liquidationswert, führten leichte Verschlechterungen der Fundamentaldaten dazu, dass diese Titel auf neue historische Bewertungstiefs fielen und nun mit noch deutlicheren Abschlägen zu ihrem Nettoumlaufvermögen gehandelt werden.

Zusätzlich belastete die Positionierung im Whiskeyproduzenten Brown-Forman der Familie Brown. Der Spirituosen Sektor erwies sich 2025 als das schwächste Segment innerhalb des ohnehin unter Druck stehenden Konsumgütermarktes, der als schlechtester Sektor des S&P-500 das Jahr schloss.

Abb. 4: Renditevergleich 2025 der einzelnen Sektoren des S&P 500



Portfolio Update

Im vierten Quartal haben wir die Portfoliostruktur konsequent an das veränderte Marktumfeld angepasst. Ein Schwerpunkt lag einmal mehr auf der antizyklischen Allokation in Titeln, die temporär unter erheblichem Kursdruck standen und teils massive Abschläge gegenüber ihrem inneren Wert aufwiesen.

„The first rule of fishing is fish where the fish are.” (Charlie Munger)

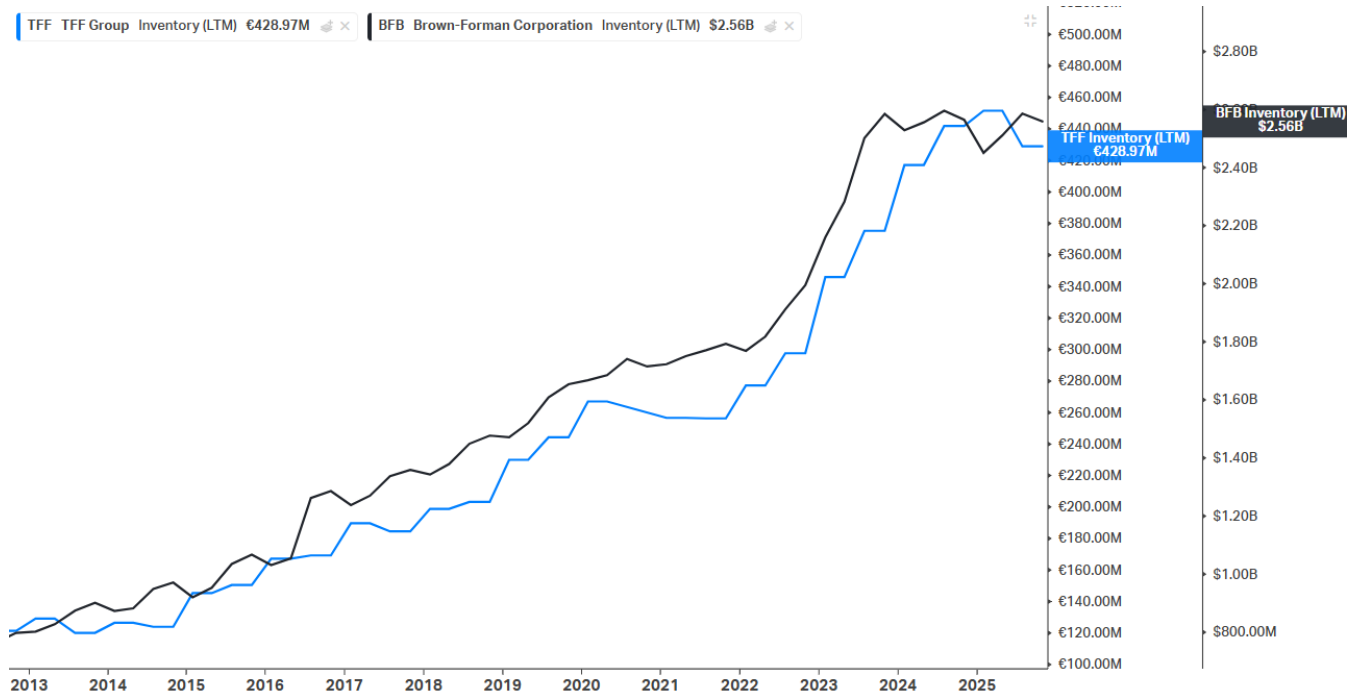
So haben wir unsere Positionen im Sektor der amerikanischen Speditionsunternehmen ausgebaut. Neu aufgenommen wurde das familiengeführte Logistikunternehmen Marten Transport, zudem wurde die bestehende Position in Heartland Express aufgestockt.

Hier machen wir uns ein historisches Tief der Frachtraten zunutze, das aus einer schwächeren Auslastung im US-Warenhandel resultiert. Unsere Investmentthese stützt sich zudem auf regulatorische Veränderungen: Wir gehen davon aus, dass striktere Lizenzkontrollen durch die neue US-Administration kleinere, teils illegal agierende Marktteilnehmer verdrängen werden. Die daraus resultierende Marktberreinigung dürfte das Angebot verknappen und die Frachtraten für qualitätsorientierte Marktführer mittelfristig wieder steigen lassen.

Weitere Zukäufe erfolgten in folgenden Bereichen:

- Spirituosen & Zulieferer: Bei historisch attraktiven Bewertungen haben wir die Positionen in der TFF Group (Eichenfässer) sowie in der französischen Spirituosen-Holding Pernod Ricard weiter ausgebaut. Die Vorräte in Form von Eichenfässern zur Reifung von Whiskey, Wein und Bourbon haben sich bei TFF Group seit 2013 mehr als verdreifacht, wie man in Abb. 5 ersehen kann. Eine identische Entwicklung kann man bei Brown-Forman erkennen, die so in Ihren Lagern so viel American Whiskey wie noch nie lagern haben. Ein maximaler Pessimismus scheint also eingepreist und voraussichtlich wird die Devise lauten, die Fässer wieder leer zu bekommen und damit die Produktion zu drosseln, bis die Vorratsmenge sich wieder einpendelt.

Abb. 5: Entwicklung der Vorräte bei TFF Group und Brown-Forman - Zeitraum 2012 bis 2025



- Wunderbare Unternehmen zu fairen Preisen: Mit Adobe und Novo Nordisk haben wir zwei vormalige „Growth“-Werte erworben, deren Bewertungsniveau infolge eines rauerer Marktumfelds auf ein historisch gesundes Maß zurückgekommen ist.

Geographisch ist das Portfolio im Vergleich zum Weltindex weniger stark in den USA gewichtet und dafür stärker in Europa, in Japan und in den Schwellenländern investiert. Japan fungierte in den vergangenen Jahren als primäres Jagdrevier für unseren Portfoliobaustein der Aktien unter Liquidationswert, den sogenannten Net Nets. Aufgrund der dortigen Kurszuwächse verlagerte sich unser Fokus in dieser Kategorie im Jahresverlauf zunehmend auf andere Regionen, wobei punktuell Möglichkeiten wie Yushin Co. weiterhin wahrgenommen werden.

“Be greedy when others are fearful and be fearful when others are greedy.” (Warren Buffett)

Auf der anderen Seite haben wir Titel, deren Risiko-Rendite-Profil nicht mehr attraktiv erschien verkauft und Gewinne realisiert.

- Fresnillo PLC: Nach einem massiven Anstieg der Edelmetallpreise stieg die Bewertung von Fresnillo von einem Niveau nahe dem Buchwert im Jahr 2024 auf das über 9-fache des Buchwerts. Wir haben daher die Position im Quartalsverlauf sukzessive reduziert und zum Jahreswechsel vollständig veräußert. Fresnillo

lieferte seit Fondsauflegung den höchsten prozentualen Wertbeitrag. Wir bevorzugen es aktuell, Kapital in risikoärmere Alternativen umzuschichten, auch auf die Gefahr hin, die letzten 50% Rendite nicht mehr mitzunehmen.

- Weitere Verkäufe: Zur Liquiditätsgenerierung für unsere neuen Investitionen haben wir zudem das japanische Bergbauunternehmen Pacific Metals sowie das Pharmaunternehmen Roche Holding verkauft.

Abb. 6: Kurs-Buchwert-Verhältnis Fresnillo PLC seit 2008



Neue Position – Marten Transport (MRTN)

Unsere Position in Marten Transport ergänzt die bestehende Beteiligung an Heartland Express (HTLD) gezielt um einen spezialisierten Anbieter im Bereich temperaturgeführter Transporte. Während Heartland Express den Fokus auf trockene Ladung und ein stark standardisiertes Netzwerk legt, ist Marten Transport in einem defensiveren Segment mit strukturell höherer Eintrittsbarriere positioniert. Der Transport von temperaturgeführten Gütern erfordert spezialisierte Ausrüstung, stabile Kundenbeziehungen und operative Zuverlässigkeit, was zu einer geringeren Austauschbarkeit der Anbieter führt.

Übersicht (Angaben in Mio. USD)	
Geschäftsmodell	Temperaturgeführte Logistik und Transportdienstleistungen
Unternehmenssitz	USA
Kategorie	Familienunternehmen
Mehrheitsaktionäre	Familie Marten
Marktkapitalisierung bei Einkauf	950
Ø Kurs / Buchwert (letzte 20 Jahre)	1,8x
Netto-Cash-Position	43
Kurs / Buchwert bei Einkauf	1,2x

Marten Transport wird von der Gründerfamilie kontrolliert. Die Familie hält die Mehrheit der Stimmrechte und stellt mit William J. Marten den CEO. Diese Eigentümerstruktur spiegelt sich in einer sehr konservativen Kapitalallokation wider. Das Unternehmen ist schuldenfrei, verfügt über eine Netto-Cash-Position und hat den aktuellen Abschwung im US-Trucking-Markt genutzt, um die Flotte zu modernisieren.

Abb. 7: Marten Transport Trucks



Operativ ist Marten Transport historisch durch stabile Margen und verlässliche Cashflows über den Zyklus hinweg gekennzeichnet. Der aktuelle Ergebnisrückgang ist primär zyklischer Natur und reflektiert das derzeit schwache Frachtfeld in den USA. Der Buchwert je Aktie ist von 2.90 USD im Jahr 2009 auf zuletzt 9.34 USD gestiegen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 7.6 Prozent entspricht. Wir haben die Aktie zu rund dem 1.2-fachen des Buchwerts erworben, während die langfristige durchschnittliche Bewertung bei etwa dem 1.8-fachen des Buchwerts liegt. Aus unserer Sicht steht diese Bewertung im Widerspruch zur Bilanzqualität, der defensiven Marktposition sowie der Fähigkeit des Unternehmens, bei einer Normalisierung des Frachtmarktes wieder auf frühere Ergebnisniveaus zurückzukehren.

Neue Position – Adobe (ADBE)

Die Aktie von Adobe ist zuletzt deutlich gefallen, da der Markt das Risiko vorwegnimmt, dass generative KI langfristig als Konkurrenz zu einzelnen Produktkategorien wahrgenommen werden könnte. Aus unserer Sicht überzeichnet diese Entwicklung die tatsächlichen Risiken. Adobe adressiert überwiegend Enterprise-Kunden und ist tief in unternehmenskritische Workflows integriert. Das Geschäftsmodell basiert auf hohen wiederkehrenden Umsätzen und einer starken Kundenbindung.

Operativ erzielt Adobe seit Jahren sehr hohe Kapitalrenditen mit einem Return on Assets von rund 18 Prozent. Gleichzeitig ist das Unternehmen kapitalleicht, generiert hohe Free-Cashflows und verwendet einen wesentlichen Teil davon für kontinuierliche Aktienrückkäufe. Wir haben die Position zu rund dem 12-fachen der Gewinne aufgebaut, was eine deutliche Abkehr von den historischen Bewertungsniveaus darstellt und aus unserer Sicht das strukturell robuste Geschäftsmodell nicht angemessen widerspiegelt.

Übersicht (Angaben in Mrd. USD)	Adobe
Geschäftsmodell	Software für digitale Inhalte und Dokumentenprozesse auf Abonnementbasis
Unternehmenssitz	USA
Kategorie	Qualitätsunternehmen
Marktkapitalisierung bei Einkauf	127
Kurs / Free Cashflow bei Einkauf	13,1x
Ø Kurs / Free Cashflow (letzte 20 Jahre)	24,2x
Bilanz	Schuldenfrei
Return on Assets (ROA)	18%
Besonderheit	Kapitalleichtes Geschäftsmodell mit hohen Free-Cashflows und Aktienrückkäufen

Neue Position – Yushin Company (6482.T)

Übersicht (Angaben in Mrd. JPY)	YUSHIN
Geschäftsmodell	Automatisierungssysteme für Spritzgussmaschinen
Unternehmenssitz	Japan

Yushin Company entwickelt und produziert Entnahme- und Automatisierungssysteme für Spritzgussmaschinen, die weltweit in der Kunststoffverarbeitung eingesetzt werden. Der Buchwert je Aktie ist seit 2006 kontinuierlich gestiegen und hat sich von rund 450 JPY auf zuletzt etwa 1.034 JPY erhöht, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 4.5 Prozent entspricht. Trotz dieser Entwicklung handelt die Aktie aktuell zu lediglich 0.76-fachem Buchwert, während die langfristige durchschnittliche Bewertung bei etwa 1.4-fachem Buchwert liegt.

Kategorie	Net Net
Mehrheitsaktionäre	Familie Kotani
Marktkapitalisierung bei Einkauf	26
Ø Kurs / Buchwert (letzte 20 Jahre)	1,4x
Kurs / Buchwert bei Einkauf	0,7x
Netto-Cash-Position	12,6

Abb. 8: Yushin Company (6482.T) - Kurs/Buchwert (P/B) und Buchwert je Aktie seit 2006



Die aktuell niedrige Bewertung ist vor allem auf die schwache Nachfrage nach Automatisierungslösungen für Spritzgussmaschinen in den vergangenen Quartalen zurückzuführen. Eine verhaltene Investitionstätigkeit in der Kunststoffverarbeitung, Unsicherheiten im chinesischen Absatzmarkt sowie temporärer Margendruck haben die jüngsten Ergebnisse belastet. Diese Faktoren sind aus unserer Sicht überwiegend zyklischer Natur.

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.