PI Global Value – Jahresbericht 2025

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Sehr geehrte Anleger, sehr geehrte Partner,

zum 31.12.2025 stand der *PI Global Value Fund* bei 288,70 EUR pro Anteil. Die Performance im Gesamtjahr 2025 lag bei 6,6 %.

Hinter uns liegt ein ereignisreiches und turbulentes Jahr 2025, das von geopolitischen Spannungen und wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt war. In diesem Umfeld haben wir uns bewusst für eine defensive statt offensive Ausrichtung entschieden. Unsere Skepsis gegenüber den hohen Bewertungsniveaus in den westlichen Industrienationen sowie die prekäre Lage vieler westlicher Ökonomien ließ uns eine konservative Strategie verfolgen – denn langfristig kehren Börsen stets zu einem normalen Bewertungsniveau zurück.

In Anbetracht dieser Krisenherde sind wir mit der erzielten Rendite zufrieden, da der Schutz Ihres Kapitals für uns an erster Stelle steht. Mit einem Ergebnis von 6,6 % bewegen wir uns auf Augenhöhe mit dem MSCI World Equal Weight EUR (7,1 %). Dass sich unsere Disziplin und unser unabhängiges Denken gerade in volatilen Phasen auszahlen, unterstreicht der deutliche Vorsprung von über acht Prozentpunkten gegenüber dem S&P 500 Equal Weight EUR (-2,3 %). Unser Anspruch ist es, Ihnen einen sicheren Hafen für Ihr Kapital zu bieten. Wir möchten Ihnen durch Transparenz die emotionale Sicherheit geben, die für kluge Investmententscheidungen notwendig ist. Vielen Dank für Ihr anhaltendes Vertrauen – wir gratulieren Ihnen zu Ihrer besonnenen Entscheidung, Ihr Kapital gemeinsam mit uns arbeiten zu lassen.

<u>Das Jahr der Gegensätze</u>

Das Jahr 2025 war ein Jahr der Gegensätze: Auf der einen Seite hielt die Euphorie rund um die Themen künstliche Intelligenz, Blockchain und weiteren technologischen Errungenschaften an. Auf der anderen Seite wuchs das Risikobewusstsein vieler Marktteilnehmer. So erreichten die Edelmetalle Gold und Silber neue Allzeithochs. Die Spannung zwischen hohen Bewertungsniveaus und zunehmenden geopolitischen Risiken dominierte das Börsenjahr.

Micro Strategy – inzwischen nur noch „Strategy“ – fiel seit unserem Kommentar Anfang Juli, in dem wir die utopische Bewertung des Unternehmens thematisierten, um ganze 60 %. Zumindest in diesem Fall scheint die Rationalität bei den Bewertungen zurückzukehren. Der Tech-Sektor insgesamt bietet eine Mischung von hohen, aber akzeptablen und teilweise extremen Bewertungen. Während Amazon, Alphabet und Microsoft mit KGVs im unteren bis mittleren 30er Bereich bewertet sind, handelt Nvidia mit einem KGV im mittleren 40er Bereich und Tesla mit dem 90-fachen des Rohertrags bzw. dem 311-fachen des rollierenden Nettogewinns. Wie lange die Euphorie im Technologiesektor noch anhält, bleibt abzuwarten. Die geopolitischen und wirtschaftspolitischen Unsicherheiten werden wir jedoch noch eine ganze Weile ertragen müssen.

Lange Zeit wurde der US-Dollar als stabile Weltreservewährung akzeptiert. Diese Rolle wird jedoch zunehmend in Frage gestellt. Im laufenden Jahr wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro 13,4 % ab.

Gleichzeitig gewinnt der chinesische Renminbi zunehmend an Bedeutung. Noch im Jahr 2010 wurden 90 % des chinesischen Import- und Exportgeschäfts in US-Dollar abgewickelt. Mittlerweile ist der Anteil auf unter 50% gefallen. In der Vergangenheit hatten die USA noch mit allen Mitteln versucht, den internationalen Öl-Handel weiterhin an den US-Dollar zu binden. Das gelingt immer weniger. Mittlerweile liefert Saudi-Arabien Öl gegen Bezahlung in Renminbi nach China; Washington kann es nicht verhindern.

Im ersten Quartal 2022 fror der NATO-Verbund russische Zentralbankgelder ein. Im Mai 2024 folgte noch die Entscheidung, die daraus angefallenen Zinserträge zu enteignen. Das steigerte das berechtigte Misstrauen der BRICS-Staaten gegenüber dem Westen massiv.

Eine Folge: der Nettoankauf von Gold seitens der Zentralbanken erhöhte sich seit Beginn der Sanktionen deutlich. Zwischen dem ersten Quartal 2013 und dem vierten Quartal 2021 lag der durchschnittliche Nettoerwerb der Zentralbanken bei 127 Tonnen pro Quartal. Ab dem ersten Quartal 2022 verdoppelte sich das Volumen nahezu auf durchschnittlich 257 Tonnen. Trumps willkürlich wirkenden Zollandrohungen, die hohe Staatsverschuldung der USA, sowie jüngst der Überfall auf Venezuela, trugen nicht zwingend zum Vertrauen in die Handelspartnerschaft mit dem Westen bei.

Die Spannungen der vergangenen Jahre sorgten für kräftigen Rückenwind am Gold- und Silbermarkt. Seit dem ersten Quartal 2022 stieg der Goldpreis um 153 % und der Silberpreis um 271 % auf USD-Basis.

2025 beschleunigten sich die Kursanstiege. Gold stieg im Jahresverlauf um 65 % und markierte mit zwischenzeitlich rund 4.500 USD neue Rekordniveaus. Silber legte ganze 147 % zu und zog insbesondere zum Jahresende nochmals spürbar auf knapp 80 USD pro Unze an. Wie lange diese Bewegung in der angespannten Marktlage anhalten kann, ist schwer einzuschätzen. Unabhängig davon halten wir Gold und Silber weiterhin für einen sinnvollen Bestandteil eines konservativ ausgerichteten Portfolios.

Durch die Kursgewinne der letzten Wochen liegt der Edelmetall-Anteil mittlerweile bei 8,9 %. Wer sich zusätzlich absichern möchte, der hat die Möglichkeit dies über unsere Edelmetall Fonds zu tun. Der *PI Physical Gold Fund* (WKN: A40SP6) und der *PI Physical Silver Fund* (WKN: A41914) bieten eine kostengünstige Alternative für eine reale Krisenabsicherung.

Chancen im Osten und den Emerging Markets

Die Abwertung des US-Dollars, dessen Status als „sicherer Hafen“ auf wackeligen Beinen steht, macht deutlich, dass echte Diversifikation nicht nur über Unternehmen und Branchen, sondern ebenso über Währungsräume hinweg gedacht werden muss. Ein Blick auf die einzelnen Kennzahlen in der nachfolgenden Tabelle verdeutlicht dies. Während wir in der westlichen Wirtschaftszone weitestgehend hohe Bewertungsniveaus bei niedrigen Wachstumsraten beobachten, finden wir in Südostasien häufig deutliche Bewertungsabschläge bei außerordentlich hohen Wachstumsraten vor. Dahingehend wäre es kaum überraschend, wenn wir in den kommenden 10 bis 15 Jahre sehen würden, dass zahlreiche Top-Investments aus den asiatischen Märkten kommen.

Land	KGV*	Kurs-Buchwert*	Dividenden-rendite*	BIP Wachstum (real) 2025**	Inflations-rate**
Kanada	17,0	2,5	1,8%	1.5%	2.2%
Australien	21,6	2,4	2,6%	2.1%	3.4%
USA	22,6	2,2	1,0%	2.7%	2.7%
Indien	24,8	2,2	1,2%	6.5%	0.7%
Dänemark	19,5	2,1	2,5%	2.2%	2.1%
Schweden	23,0	2,1	2,0%	1.2%	1.6%
Schweiz	23,2	2,0	2,3%	1.3%	0.1%
Spanien	17,0	1,9	2,5%	2.9%	2.9%
Taiwan	20,7	1,7	2,2%	3.0%	1.6%
Finnland	20,2	1,7	3,4%	1.3%	-0.1%
Israel	18,3	1,7	1,5%	1.8%	2.4%
Global	**18,8**	**1,6**	**2,4%**	**3,2%**	**3,5%**
Großbritannien	18,1	1,6	3,0%	1.3%	3.2%
Norwegen	16,4	1,6	6,1%	1.6%	2.4%
Italien	17,8	1,6	3,4%	0.8%	1.2%
Indonesien	**18,2**	**1,5**	**4,6%**	**5.0%**	**2.9%**
Polen	12,6	1,5	3,5%	3.5%	4.8%
Deutschland	**19,9**	**1,4**	**2,1%**	**0.9%**	**1.8%**
Türkei	20,7	1,4	1,5%	3.0%	30.9%
Griechenland	12,9	1,2	3,6%	2.0%	2.4%
Frankreich	16,4	1,2	2,6%	0.9%	0.8%
Japan	13,9	1,2	2,1%	1.0%	2.9%
Südafrika	10,2	1,1	3,0%	1.5%	3.5%
Belgien	16,7	1,0	2,7%	1.0%	2.1%
Brasilien	10,1	1,0	4,5%	2.5%	4.3%
Singapur	14,7	1,0	3,4%	2.3%	1.2%
Vietnam	**11,4**	**0,9**	**2,0%**	**6.5%**	**3.4%**
Rumänien	11,6	0,9	3,1%	2.9%	6.7%
Südkorea	12,6	0,9	1,2%	2.2%	2.3%
Malaysia	**14,5**	**0,8**	**2,7%**	**4.6%**	**2.0%**
Thailand	11,9	0,8	3,6%	2.8%	0.7%
Hong Kong	11,0	0,7	4,4%	2.5%	1.2%
Philippinen	**8,5**	**0,7**	**3,8%**	**6.0%**	**2.6%**

** Aswath Damodaran, Country Statistics on Market Multiples and Corporate, 05. Jan 2026, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/*

*** BIP und Inflationsdaten von Gemini*

Die südostasiatischen Wirtschaftsräume entwickeln sich rasant; etliche prosperieren bereits. Länder wie Indonesien, Vietnam, Malaysia und die Philippinen kommen auf BIP-Wachstumsraten von 4,6 % bis 6,5 %. Auch China wächst ähnlich schnell. Teilweise finden man in asiatischen Ländern eine bessere

Infrastruktur vor als hierzulande, zum Beispiel bei den digitalen und schienengebundenen Netzen. Während Deutschland vielerorts noch mit Funklöchern und dem schleppenden Glasfaserausbau kämpft, hat Vietnam durch technologisches „Leapfrogging“ eine flächendeckende Mobilfunkversorgung geschaffen, die selbst in abgelegenen Regionen stabiles 4G/5G bietet, und Glasfaseranschlüsse zum kostengünstigen Standard in Privathaushalten gemacht. Parallel dazu demonstriert Indonesien mit dem Hochgeschwindigkeitszug „Whoosh“, wie moderne Mobilität ohne historische Altlasten realisiert werden kann: Die 142 Kilometer lange, technisch anspruchsvolle Strecke zwischen Jakarta und Bandung wurde in nur sieben Jahren fertiggestellt und ermöglicht Reisegeschwindigkeiten von 350 km/h – ein Tempo bei Bau und Betrieb, von dem deutsche Langzeitprojekte wie Stuttgart 21 oder diverse Neubaustrecken weit entfernt sind.

China beeindruckt besonders: es hat zum Beispiel das weltweit größte Hochgeschwindigkeitsnetz, dessen Züge verlässlich im dichten Takt mit 350 km/h verkehren und damit deutsche Standards weit hinter sich lassen. Die kompromisslose Effizienz Chinas wird durch Megaprojekte wie den Flughafen Beijing Daxing unterstrichen, der trotz seiner enormen Komplexität in nur fünf Jahren – einem Bruchteil der Bauzeit des BER – realisiert wurde. Wie drastisch der Unterschied in der Ausführungsgeschwindigkeit ausfällt, belegen zudem logistische Meisterleistungen wie der komplette Austausch der Sanyuan-Brücke in Peking binnen 43 Stunden oder der Bau der Tesla-Gigafactory in nur elf Monaten. Das wird durch konsequente Modularisierung, 24/7-Schichtbetrieb und straffe staatliche Planung erreicht. Dem haben westliche Demokratien aktuell oft nur wenig entgegenzusetzen.

China hat eine bemerkenswerte Metamorphose durchlaufen: Während das Land jahrzehntelang als „Werkbank der Welt“ primär triviale Massenware wie Textilien oder Spielzeug exportierte und dabei fast ausschließlich über günstige Lohnkosten konkurrierte, hat es sich mittlerweile zu einer dominierenden Hightech-Volkswirtschaft gewandelt. Durch strategischen Wissensaufbau und die Kontrolle über die gesamte Lieferkette ist es der chinesischen Industrie gelungen, den bloßen Kostenvorteil in einen echten Technologievorsprung zu verwandeln. Am drastischsten zeigt sich dies heute im Automobilsektor, wo chinesische Hersteller nicht mehr nur kopieren, sondern technologisch absolut ebenbürtige – und softwareseitig oft überlegene – Fahrzeuge fertigen, die sie dank enormer Skaleneffekte und vertikaler Integration zur Hälfte westlicher Marktpreise anbieten können.

Derzeit handelt der globale Aktienmarkt im Median bei einem KGV von 18,8x, einem Kurs-Buch-Verhältnis von 1,6x und wirft dabei eine Dividende von 2,4 % ab. Das reale BIP-Wachstum beläuft sich auf 3,2 % bei einer Inflationsrate von 3,5 %. Die USA, Australien, Kanada, Dänemark, Schweden, Schweiz, aber auch Indien fallen mit besonders hohen Bewertungen auf. So findet man hier Kurs-Gewinn-Verhältnisse zwischen dem 17 bis 24,8-fachen des jährlichen Gewinns und Kurs-Buch-Verhältnisse des 2 bis 2,5-fachen des Buchwerts. Mit Ausnahme von Indien wird dies jedoch nicht durch überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten untermauert. Während die indische Wirtschaft mit 6,5 % wächst, kommen die genannten westlichen Länder auf lediglich 1,2 bis 2,7 % BIP-Wachstum.

Ganz anders sieht das in Ländern wie Indonesien, Vietnam, Malaysia, den Philippinen und Hong Kong aus. Verglichen mit der oben genannten Gruppe bekommen wir teils doppelte Wachstumsraten zum halben Preis. Mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen zwischen 8,5 bis 14,5x, Kurs-Buchwert-Verhältnissen von

0,7 bis 0,9x und BIP-Wachstumsraten zwischen 4,6 und 6,6 % stechen die Philippinen, Malaysia und Vietnam besonders heraus.

Auch der Blick nach Europa kann lohnend sein. So können sich in Ländern wie Polen oder Griechenland durchaus einige Schätze verbergen. Insbesondere Polen hat in den letzten 10 Jahren gegenüber westeuropäischen Ländern deutlich aufgeholt und führte das Feld in puncto BIP-Wachstum an. Mit einem KGV von 12,6x und einem KBV von 1,5x ist das Bewertungsniveau äußerst attraktiv. Gleichzeitig liegt das BIP-Wachstum mit 3,5 % leicht über dem globalen Durchschnitt.

Die Vogelperspektive kann helfen, um sicherzustellen, dass man im richtigen Teich fischt und Schnäppchen findet. Nichtsdestotrotz ist der tiefe Blick in die jeweiligen Einzelwerte entscheidend. Um die massiven Preisunterschiede zu verdeutlichen, möchten wir hier ein konkretes Beispiel geben, dass den deutlichen Unterscheid hinsichtlich der Preis-Leistungs-Verhältnisse in den jeweiligen Regionen verdeutlicht.

Es handelt sich um ein chinesisches Unternehmen, das in Hong Kong gelistet ist. Es ist in einer Branche tätig, die unwesentlich von Zyklizität betroffen ist und seit über 100 Jahren Bestand hat. Durch dauerhafte Geschäftsbeziehungen zur überwiegend westlichen Kundschaft hat das Unternehmen wiederkehrende und planbare Umsätze und Geschäftszahlen. Zudem genießt das Unternehmen starke und dauerhafte Wettbewerbsvorteile, da es auf Grund seiner Größe in der Lage ist, konkurrenzlos günstige Preise anzubieten.

Das Management hat den Wandel der chinesischen Wirtschaft frühzeitig erkannt. So hat es seine Produktionsstätten in umliegende Länder mit besseren Produktionsbedingungen, z.B. niedrigeren Lohnkosten, verlagert. Neben Produktionsstätten in China verfügt das Unternehmen über Fabriken in Vietnam, Singapur und Indonesien.

Durch das starke Geschäftsmodell erreicht das Unternehmen Kapitalrenditen um die 25%. Damit ist es äußerst profitabel. Das annualisierte Umsatzwachstum in den letzten 10 Jahren belief sich auf über 13 %. Die Gesamtverbindlichkeiten kann das Unternehmen vollständig durch seine Cash Reserven decken.

Im westlichen Wirtschaftsraum müsste man für ein solches Unternehmen ein KGV im unteren bis mittleren 20er Bereich bezahlen. In Hong Kong bekommen wir es zu einem KGV von 7, einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,4 und einer Dividendenrendite von über 7 %.

Auch wenn die Gesetzmäßigkeiten gleichbleiben, weicht das Regelwerk für Investments in unterschiedliche Wirtschaftszonen doch ab. Bevor man investiert, ist es zwingend notwendig umfangreich zu recherchieren und die regionalen Besonderheiten zu identifizieren. Wir werden uns davor hüten Investmententscheidungen in Asien zu überstürzen. Unter Berücksichtigung der verfügbaren Alternativen empfinden wir die Auseinandersetzung mit diesen Wirtschaftsräumen aber als äußerst attraktiv.

Portfolioübersicht

Um langfristig gute Renditen erzielen zu können und Risiken zu minimieren, fokussieren wir uns zum einen auf ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis im Portfolio. Zum anderen versuchen wir starke Korrelationen zu vermeiden und ausreichend diversifiziert zu sein. Grundsätzlich ist eine Diversifikation von 20 bis 25 Titeln ausreichend. Eine Diversifikation, die über diese Anzahl hinausgeht, wirkt sich tendenziell negativ aus, da sie mit Informationseinbußen hinsichtlich der einzelnen Titel einhergeht. Gleichzeitig werden Korrelationen innerhalb des Portfolios nicht zwingend reduziert. Ein Portfolio mit 70 Titeln ist also keineswegs sicherer als ein Portfolio mit 20 Titeln.

Sofern der Markt attraktive Chancen bietet, käme uns eine höhere Konzentration durchaus gelegen, da uns die langfristige Rendite wichtiger ist als die kurzfristige Minimierung der Schwankungsbreite. Jedoch können wir dies im *PI Global Value Fund* aufgrund regulatorischer Vorgaben nur bedingt umsetzen. Der *Max Otte Multiple Opportunities Fund* gewährt uns hinsichtlich der Kapitalallokation deutlich mehr Handlungsspielraum.

Derzeit besteht das Portfolio aus 21 Einzeltiteln mit einer Gesamtgewichtung von 82,0 %. Weitere 8,9 % sind in Gold- und Silberzertifikaten geparkt, die wir als Liquiditätsersatz betrachten. 9,1 % halten wir in Euro, US-Dollar und Schweizer Franken sowie Norwegischen Kronen und Britischen Pfund. 41,4 % der Unternehmen unseres Portfolios sind in Nordamerika ansässig, 58,6 % in Europa. Gegenüber Investments außerhalb dieser Regionen sind wir grundsätzlich aufgeschlossen. Letztlich geht es immer um die Frage, wie viel wir unter Berücksichtigung der individuellen Chancen und Risiken für unser Geld bekommen.

Nachfolgend finden Sie eine Aufstellung der Titel mit den höchsten sowie den niedrigsten Wertbeiträgen im Jahr 2025.

Folgende Titel haben den größten Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
Alphabet	+ 3,62 %
Silber	+ 2,42 %
Dollar General	+ 2,14 %

Folgende Titel haben den größten negativen Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	**Wertbeitrag**
Teleperformance	- 1,89 %
Greggs	- 1,00 %
Nike	- 0,89 %

Positive Wertbeiträge

Alphabet

Besonders hervorzuheben ist die Wertentwicklung des US-amerikanischen Big-Tech Unternehmens Alphabet. Die Fortschritte rund um die Funktionalität der KI „Gemini“, sowie das milde Urteil des Gerichtshofes hinsichtlich des kartellrechtlichen Verfahrens, sorgte für einen ordentlichen Preissprung bei dem Techkonzern und machte sich mit einem Wertbeitrag von 3,62 % positiv in der Performance bemerkbar. In unserem letzten Quartalsbericht gingen wir bereits ausführlich auf die Entwicklungen ein.

Silber

Ebenso positiv wirkte sich unsere Position in Silber aus, die 2,42 % zur Performance beisteuerte. Als Teil des aktuellen Portfolios dient das Edelmetall als Liquiditätsersatz, um flexibel auf ein sich veränderndes Marktumfeld reagieren zu können. Sobald sich am Markt eine attraktive Gelegenheit ergibt, sind wir bereit das Kapital in produktive, wertschöpfende Unternehmen umzuschichten.

Dollar General

Einen maßgeblichen Anteil am Gesamtergebnis steuerte Dollar General bei, das mit einem positiven Wertbeitrag von 2,14 % das drittbeste Ergebnis in unserem Fonds lieferte. Seit der Aufnahme in das Portfolio summieren sich unsere Buchgewinne bei diesem Titel auf mittlerweile 90 %. Wir planen dennoch, die Position unverändert zu halten, da Dollar General als klassischer antizyklischer Anker fungiert. Ein Blick auf das flächenbereinigte Umsatzwachstum (*Same-Store-Sales*) vergangener Krisen zeigt, dass dieses Geschäftsmodell in wirtschaftlich schwachen Phasen regelrecht aufblüht. Dies ist aktuell noch nicht der Fall, weshalb wir weiterhin Potential sehen.

Negative Wertbeiträge

Teleperformance

Wie haben eine größere Position bei dem französischen BPO (Business Process Outsourcing) Giganten Teleperformance aufgebaut, bei dem wir einen starken Abschlag zum intrinsischen Wert sahen. Das Unternehmen wurde in den letzten Quartalen stark abgestraft, weil befürchtet wird, dass die KI das Geschäftsmodell erodiert. So fiel der Kurs der Aktie von knapp 400 EUR pro Aktie Ende 2021 auf mittlerweile rund 60 EUR pro Aktie – ein Verlust von 85 %. In einem der kommenden Quartalsberichte werden wir genauer darauf eingehen, wieso wir in solchen Situationen – entgegen der Intuition – enormes Potential sehen.

Derzeit liegen wir rund 1/3 unter unserem durchschnittlichen Kaufkurs. Weil Teleperformance mit 6 % gewichtet war, macht dies jedoch fast 2 % an negativem Wertbeitrag aus. Es bestehen durchaus Unsicherheiten über die Geschäftsentwicklung. Auf der einen Seite existiert die derzeit eher abstrakte Gefahr der Disruption einiger Geschäftsfelder durch KI-Anwendungen. Auf der anderen Seite ist sich Teleperformance dieser Problematik bewusst und forciert die Entwicklung proprietärer Inhouse-KI-

Features. Zudem gibt es vielversprechende Kooperationen mit führenden Startups im KI-Callcenter-Bereich, die in puncto Kundenservice durchaus zukunftsträchtige Lösungen bieten.

Auch wenn die Möglichkeit zur weitreichenden Disruption des Dienstleistungsspektrums theoretisch besteht, so denken wir, dass die Wahrscheinlichkeit einer KI-Integration durch Teleperformance überwiegt. Führende StartUps im Bereich der KI-Lösungen für Callcenter arbeiten mit Teleperformance zusammen. Die Aktie ist nicht für jedermann, aber sie handelt zu lediglich 2,5-fachen des freien Cashflows. Zudem wächst die Branche weiter. Selbst, wenn wir in nur einem von vier Fällen richtig lägen und das Geschäft in drei von vier Fällen pleite ginge, hätten wir eine ausreichend hohe Rendite. Die Qualitätsmerkmale des Unternehmens lassen uns glauben, dass die tatsächliche Überlebenswahrscheinlichkeit deutlich größer ist.

Greggs

Die britische Backwaren-Kette Greggs ist nach wie vor Bestandteil des Portfolios. Wir halten Greggs für ein überdurchschnittlich gutes Unternehmen, das unverhältnismäßig stark abverkauft wurde, auch weil die Stimmung am britischen Aktienmarkt derzeit eher pessimistisch ist. Mit einem KGV von 11,5 und einer Dividendenrendite von 4,2 % ist die Aktie sehr günstig. Bei Wachstumsraten von fast 10 % und einer Eigenkapitalrendite von 27 % ist aus unserer Sicht ein Potential von knapp 100 % vorhanden.

Nike

Nach dem deutlichen Abverkauf seit 2022 nahmen wir den Schuh- und Sportartikelhersteller Nike Ende 2024 ins Portfolio auf. Wir gingen davon aus, dass der günstige Preis die Geschäftsrisiken ausreichend kompensiert und die Strahlkraft sowie die Preissetzungsmacht des Brands ausreichen, um das Investment einzugehen. Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts im Mai 2025 und den Erfolgen konkurrierender Hersteller – sowohl in Europa und den USA als auch in China – wurde uns bewusst, dass Nike nicht die Preissetzungsmacht besitzt, die wir unterstellten. Gleichzeitig sahen wir die Chance günstige LVMH-Anteile zu erwerben. In vielerlei Hinsicht halten wir das Unternehmen gegenüber Nike für die bessere Alternative, weshalb wir uns zum Verkauf der Nike-Anteile zugunsten LVMH entschieden. Die LVMH-Aktie ist seitdem um 35 % gestiegen.

Transaktionen

Um Redundanzen zu vermeiden und den Fokus auf die wesentlichen Veränderungen zu legen, gehen wir im Rahmen des Reports nicht zwingend auf jede Einzeltransaktion ein. Zudem behalten wir uns das Recht vor, aus Compliance-relevanten Gründen oder strategischen Überlegungen heraus bestimmte Transaktionen vorerst nicht offenzulegen.

Neuaufnahmen

Im letzten Quartal gab es lediglich eine Neuaufnahme. Da es sich um einen Nebenwert mit geringem Handelsvolumen handelt, befinden wir uns nach wie vor im Kaufprozess. Aus diesem Grund können wir die Transaktion vorerst nicht offenlegen.

Für die Transaktionen der vorhergehenden Quartale möchten wir auf die entsprechenden Berichte verweisen.

Portfoliokonstellation

Bei der Portfoliokonstellation denken wir im Wesentlichen über drei Bausteine nach. Titel in der Kategorie **Qualitätswachstum** sind Unternehmen, die ihre Gewinne dank hoher Kapitalrenditen und säkularem Rückenwind äußerst profitabel in das eigene Geschäft reinvestieren können. Die Rendite entsteht hier primär durch den laufenden Wertzuwachs der Unternehmensanteile und eine entsprechend lange Haltedauer.

Asset Manager wie Berkshire Hathaway haben wir in der Vergangenheit separat ausgewiesen, da diese nach anderen Kriterien bewertet werden müssen. Dennoch sind sie grundsätzlich in diese Kategorie einzuordnen. Unser Ziel ist ein nachvollziehbareres, weniger technisches Reporting. Deshalb führen wir die beiden Kategorien zusammen, legen den Schwerpunkt auf qualitative Argumente und rücken den Kennzahlenfokus bewusst in den Hintergrund. Zahlen liefern oft nur einen Anhaltspunkt und sind nicht als Formel zu verstehen. Auch beim Investieren gilt: Nicht alles, was man messen kann, zählt – und nicht alles, was zählt, kann man messen.

Des Weiteren halten wir Titel, die man klassischerweise in die Kategorie **„Deep Value Investing“** oder **„Cigar-Butt-Investing“** einstufen würde. Dies sind Titel, die eher bescheidene Wachstumsaussichten haben und teilweise geringere Qualitätsmerkmale aufweisen, dafür aber spottbillig sind. Teilweise sind sie auch durch greifbare Vermögenswerte gedeckt, was eine zusätzliche Form der Absicherung darstellt. Hier erzielen wir die Rendite über Ausschüttungen sowie über die Normalisierung des Unternehmenswertes hin zu einer fairen Bewertung.

Finden wir keine adäquaten Investments in den genannten Kategorien, halten wir die Liquidität in Form von **Währungen** oder **Edelmetallzertifikaten** auf Gold und Silber. Bei längerer Haltedauer sowie in Krisenzeiten halten wir Edelmetalle gegenüber Währungen für die bessere Option. Gegebenenfalls ergänzen wir die Kategorie um indirekte oder direkte Beteiligungen an weiteren physischen Vermögenswerten.

Derzeit sind die Kategorien wie folgt gewichtet:

Kategorie	Gewichtung
Qualitätswachstum	63,0 %
Value-Aktien	19,0 %
Edelmetall-Zertifikate	8,9 %
Cash-Bestände	9,1 %

Qualitätswachstum: 63,0 %

Qualitätsaktien sind mit 63,0 % gewichtet. Grundsätzlich streben wir an, einen möglichst großen Anteil des Portfolios in Qualitätsaktien zu halten. Aufgrund der großzügigen Wachstumsmöglichkeiten dieser Unternehmen erwirtschaften wir Renditen über die Haltedauer statt über die häufige Umschichtung des Portfolios. Das ist grundsätzlich vorteilhaft, da wir beim Verkauf eines Titels nicht zwingend adäquate Alternativen finden – insbesondere in der aktuellen Investmentlandschaft. Dennoch können

auch diese Titel zu teuer werden oder es können sich bessere Investments in ausgebombten Value-Titeln finden lassen. Letztlich ist es eine Frage der Opportunitäten.

Mit dem Preis-Leistungs-Verhältnis des Bausteins Qualitätswachstum sind wir grundsätzlich sehr zufrieden. Mit Ausnahme unserer größten Position, Berkshire Hathaway, konnten die entsprechenden Unternehmen ihre Umsätze in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich 20,7 % steigern und erzielten dabei Kapitalrenditen durch den frei verfügbaren Cashflow von 20,1 %. Dies sind sehr ordentliche Wachstumsraten bei außerordentlicher Profitabilität – eine Kombination, die uns gefällt.

Über 102 % des Nettogewinns konnten dabei in freien Cashflow übersetzt werden. Die jährlich zu leistenden Zinszahlungen auf das Fremdkapital der Qualitätsunternehmen werden derzeit 50-mal durch den freien Cashflow gedeckt. Demnach würden ansteigende Fremdkapitalkosten die Profitabilität dieser Unternehmen weitestgehend unberührt lassen. Gemessen an den zentralen Kennzahlen ist die Qualität des Portfolios deutlich höher als die Gesamtqualität der gängigen Indizes. Doch wie steht es um das Preis-Leistungs-Verhältnis?

Die Bewertung des Qualitätsportfolios liegt derzeit beim 17,7-Fachen des freien Cashflows. Mit Blick auf den S&P 500, der aktuell mit dem 28-fachen des Gewinns pro Anteil bewertet wird, denken wir, dass unser Portfolio äußerst günstig bewertet ist – zumal die Umwandlungsrate von Gewinn zu freiem Cashflow im S&P 500 deutlich unter 100 % liegt. Perspektivisch sollte dies auf lange Sicht zu besseren Renditen führen.

Value-Aktien: 19,0 %

Die Rendite des Value-Portfolios entsteht primär dadurch, dass wir einen Dollar für 50 Cent kaufen, also zu einem deutlichen Abschlag zum inneren Wert. Das Value-Portfolio wird derzeit mit dem 25,7-fachen des freien Cashflows bewertet und besteht im Wesentlichen aus Rohstoffproduzenten. Diese Bewertungsmethode liefert insofern ein verzerrtes Bild, als dass Rohstofftitel hochzyklisch sind. So werden rund die Hälfte unserer Positionen mit weniger als dem 10-fachen des freien Cashflows bewertet, während zyklische Faktoren die freien Cashflows der verbleibenden Titel stark negativ beeinflussen.

Wir gehen davon aus, dass der künftige freie Cashflow höher ausfallen wird und der derzeitige Abschlag zum inneren Wert ausreichend groß ist. Zudem haben wir bereits einige Titel auf dem Radar, die wir bei passender Bewertung aufnehmen würden, um den Abschlag des Value-Portfolios zum inneren Wert zu erhöhen.

Schlusswort

Als Asset Manager Ihres Vertrauens ist es unser Anspruch, transparent zu sein und Ihr Kapital mit Weitblick, Klarheit und Verantwortung zu betreuen. Durch die Offenlegung unserer Gedanken zur aktuellen Investmentlandschaft, entsprechender Bewältigungsstrategien sowie die Erläuterung mentaler Modelle, die das Verständnis verschiedener Investitionsentscheidungen erleichtern, hoffen wir, dies zu erreichen. Gerade in bewegten Zeiten möchten wir Ihnen ein solides Fundament bieten – für finanzielle Sicherheit und den Freiraum, sich auf das zu konzentrieren, was wirklich zählt.

Bei Rückfragen und Anregungen wenden Sie sich gerne an Philipp Schäferhoff (E-Mail: schaeferhoff@pi-kapitalanlage.de; Tel.: +49 (0)221 98 65 33 94).

Wir danken Ihnen für Ihr fortwährendes Vertrauen. Seien Sie gewiss, dass wir uns Tag für Tag mit voller Überzeugung dafür einsetzen, diesem Vertrauen gerecht zu werden.

Hochachtungsvoll



Max Otte



Moritz Neuhäusler