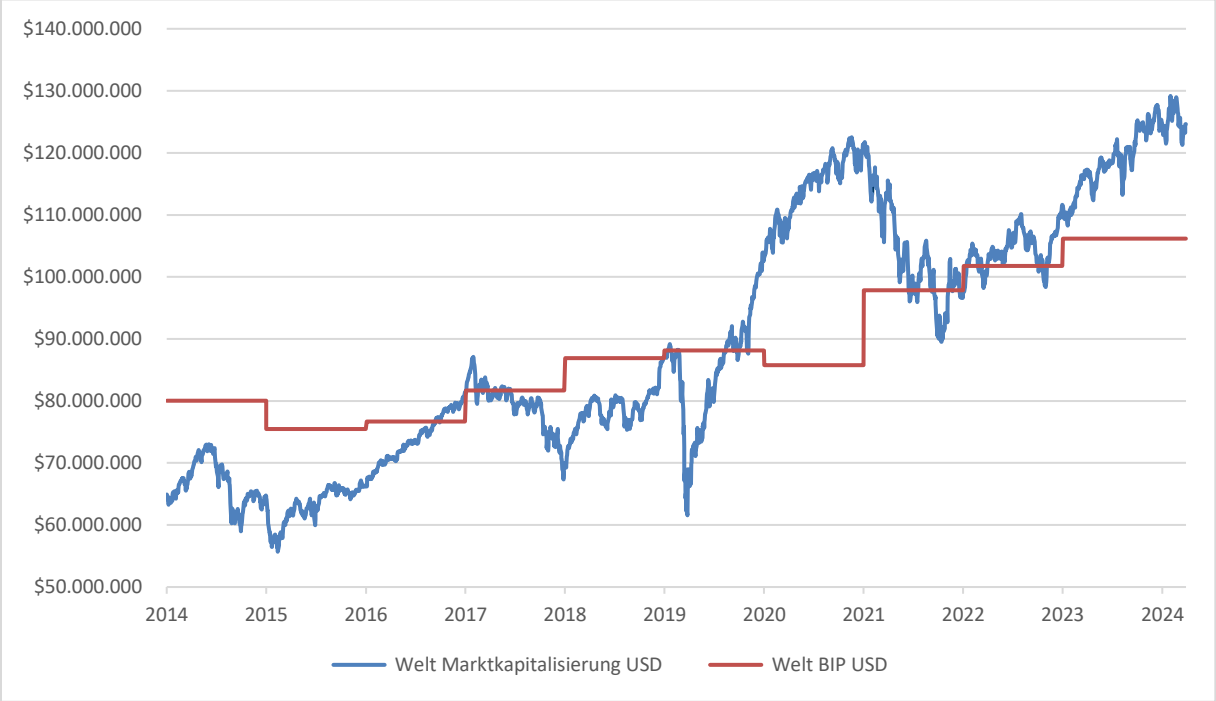
PI Global Value – Quartalsbericht Q1 2025

ISIN: LI0034492384, WKN: A0NE9G

Donald Trumps Zollhammer schickt die Märkte auf Talfahrt – Value-Investoren freuen sich auf neue Chancen

Sehr geehrte Anleger,

als Value-Investoren sind wir im Stil flexibel, weshalb wir in fast allen Marktphasen Nischen mit attraktiven Bewertungsniveaus identifizieren können. In der Gesamtschau ist der Markt aktuell jedoch recht hoch bewertet. Der sogenannte Buffett-Indikator, die Relation von Marktkapitalisierung zur Wirtschaftsleistung, signalisiert bereits seit November 2023 ein hohes Bewertungsniveau. Übersteigt die Marktkapitalisierung die Wirtschaftsleistung, ist Vorsicht geboten!



Quelle: Bloomberg
* Angaben in Millionen USD
* Die gemachten Renditeangaben sowie Angaben zu vergangenheitsbezogenen Daten sind keine Gewähr und kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen.

Aus diesem Grund haben wir uns mit Berkshire und Edelmetallen schon länger defensiv aufgestellt. Die aktuelle Marktkorrektur könnte durchaus heftiger ausfallen und vor allem länger anhalten als die kurzlebigen Korrekturen und Crashs von 2016 und 2020.

In den letzten Monaten erhob Donald Trump für fast alle Länder der Welt einen Mindestzoll von 10 %. 20 % fallen für Produkte aus der EU und Japan an. 25 % für Autos aus der EU. Chinesische Importe werden mit Zöllen in Höhe von 54 % belegt. Eine Androhung weiterer Erhöhungen steht im Raum, sollte China seine Vergeltungszölle nicht zurückziehen.

Trump verspricht sich von den Zöllen eine Linderung des hohen US-Außenwirtschaftsdefizits von 4 % des BIP, genauso wie durch die Zolleinnahmen eine deutliche Verringerung des Haushaltsdefizits von 6 % des BIP. Wenn es nach Trump ginge, sollten die Zolleinnahmen den Zinsdienst des amerikanischen Bundeshaushalts von immerhin 900 Mrd. USD pro Jahr decken.

Damit leitete Trump einen außenwirtschaftlichen Paradigmenwechsel von der Globalisierung zu einer mehr national ausgerichteten Wirtschaftspolitik ein. Das Misstrauen in die Bonität der US-Regierung scheint zu wachsen. Ein Indiz dafür ist die Entkopplung der 10-jährigen Staatsanleihen vom Leitzins.

Auch die chinesische KI-Lösung DeepSeek-R1 trug zu einer Neubewertung des Technologiesektors und KI-Hypes bei. Hinsichtlich der Rechenleistung soll sie gegenüber ChatGPT deutlich effizienter arbeiten. Das führte zu deutlichen Kursrückgängen bei US-Technologiewerten.

Dies alles blieb nicht ohne Auswirkungen. Nach einem deutlichen Kursanstieg des US-Marktes von 4,7 % im Januar folgte Mitte Februar ein noch stärkerer Abverkauf. Seit Jahresbeginn hat der S&P 500 Index mittlerweile 4,3 % verloren. Der DAX hingegen legte seit Jahresbeginn 11,3 % zu. Dabei mag die Hoffnung auf eine wirtschaftsfreundlichere Politik und auf eine Entspannung des Ukrainekonflikts eine Rolle gespielt haben. Zudem ist das Bewertungsniveau des deutschen Marktes viel niedriger als das des US-Marktes.

Es gibt immer wieder Nischensegmente, in denen wir mittlerweile wieder vertretbare Bewertungsniveaus und auch Chancen sehen. Dennoch ist der Markt – insbesondere der US-Markt – teuer bewertet. Deshalb üben wir uns nach wie vor in Zurückhaltung. Die Zeit nutzen wir gerne, um Qualitätstitel zu studieren und unser Ideenportfolio zu erweitern.

Als langfristig orientierte Investoren beunruhigen uns die aktuellen Marktentwicklungen wenig. Vielmehr sehen wir Rücksetzer als Chance, kluge Investments zu tätigen, von denen Sie langfristig profitieren. Eine größere Korrektur in den kommenden Quartalen halten wir für wahrscheinlich bzw. überfällig. Phasen irrationaler Euphorie können jedoch lange anhalten. Von Spekulationen hinsichtlich kurz- und mittelfristiger Marktbewegungen halten wir uns fern. Einstiegssignale sind für uns ausschließlich dann gegeben, wenn der Preis von Aktien, an denen wir interessiert sind, deutlich unter ihrem fairen Wert liegt. Das ist naturgemäß vor allem bei deutlichen Korrekturen der Fall.

Performance und Wertbeiträge

Im PI Global Value verwalten wir zum Quartalsende 123.377.440,06 EUR. In Q1 2025 lag die Performance bei –1,21 % (S&P 500: –4,28 %, Dow Jones: –0,87 %, DAX: +11,32 %). Der Fonds handelt bei 267,65 EUR pro Anteil.

Folgende Titel haben den größten Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	Wertbeitrag
Berkshire Hathaway	+ 1,13 %
Equinor	+ 0,77 %
Tracker-Zertifikat Gold	+ 0,69 %

Folgende Titel haben den schlechtesten Wertbeitrag zur Gesamtperformance geliefert:

Titel	Wertbeitrag
Alphabet	–1,69 %
Alpha Metallurgical Resources	–1,48 %
Nike	–0,70 %

Transaktionen

Wir haben Teleperformance in unser Portfolio aufgenommen. Teleperformance ist das weltweit größte Unternehmen im Bereich Business Process Outsourcing. Zwischenzeitlich kam die Sorge auf, dass die Künstliche Intelligenz (KI) das Geschäftsmodell überflüssig machen könnte. Auch das aktuelle Wirtschaftsumfeld belastet. Gründer Daniel Julien hat sein unternehmerisches Geschick und seine Anpassungsfähigkeit über mittlerweile fast fünf Jahrzehnte hinweg unter Beweis gestellt. Wir gehen davon aus, dass Teleperformance mit seiner langen Erfahrung mittelfristig von der KI profitieren wird, auch wenn KI einzelne Dienstleistungen verändern oder sogar ablösen wird. Möglicherweise wird es eines Tages KI-Modelle geben, die Empathie und die Lösung individueller Kundenanliegen in menschenähnlicher Qualität replizieren können. Wir sind jedoch der Meinung, dass dieser Tag noch in weiter Ferne liegt, und sehen auf dem aktuellen Kursniveau ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis.

Die Position in der TFF Group sowie in Remy Cointreau haben wir aufgelöst, da wir bei Teleperformance bessere Chancen sehen.

Seit dem Kauf von Exxon Mobil konnten wir deutliche Kursgewinne verzeichnen und haben Kursniveaus erreicht, die nahe am inneren Wert liegen. Aus diesem Grund haben wir uns zu Gewinnmitnahmen entschieden und die norwegische Aker BP in das Portfolio aufgenommen. Hier sehen wir eine deutlich günstigere Bewertung relativ zum fairen Wert.

Portfoliokonstellation

Unser Portfolio ist in fünf strategische Kategorien gegliedert.

1. Titel der Kategorie „Qualitätswachstum“ können ihre Gewinne bei hohen Kapitalrenditen reinvestieren und so – trotz höherer Bewertungen beim Kauf – hervorragende Renditen

erzielen. Typische Beispiele für Qualitätswachstum sind Titel wie Atoss Software, Alphabet und Microsoft. Dies sind unsere bevorzugten Langfristinvestments.

2. Asset Manager wie Berkshire Hathaway stellen ebenfalls eine Form des Qualitätswachstums dar, müssen jedoch nach anderen Kennzahlen bewertet werden, weshalb wir sie separat aufführen.
3. Value-Aktien sind Titel, die wir mit hohen Abschlägen zum inneren Wert erwerben und nur so lange halten, bis wieder faire Bewertungsniveaus erreicht sind. In der Regel handelt es sich dabei um Unternehmen mit geringem Wachstum und intensiver Wettbewerbssituation.
4. Edelmetalle in Form von Zertifikaten sind eine Krisenabsicherung.
5. Schließlich halten wir noch Liquidität in harten Währungen.

Derzeit sind die entsprechenden Kategorien wie folgt gewichtet:

Kategorie	**Gewichtung**
Qualitätswachstum	50,2 %
Asset Manager & weitere	13,1 %
Value-Aktien	25,4 %
Edelmetall-Zertifikate	7,4 %
Cash-Bestände	3,9 %

63,3 %: Qualitätsportfolio

Das Wachstum, die Rentabilität, die Cash-Konversion und das Fremdkapitalrisiko der Qualitätstitel sind deutlich besser als im Gesamtmarkt. Auch das Bewertungsniveau ist spürbar attraktiver.

Mit einem Free-Cashflow-Yield von 6,2 % (entspricht einem Kurs-zu-Free-Cashflow-Verhältnis von 16,1x) ist unser Qualitätsportfolio gegenüber dem breiten Markt deutlich günstiger bewertet. In den vergangenen fünf Jahren lag das annualisierte Umsatzwachstum bei 13,6 %. Im selben Zeitraum erzielten die Unternehmen eine durchschnittliche Cash-Rendite auf das langfristig gebundene Kapital von 22,3 %. Im Mittel wurden 107,1 % des Jahresüberschusses in Cash umgewandelt, und die jährlichen Zinszahlungen sind mit einem Faktor von 63,8x durch den freien Cashflow gedeckt.

Einschließlich der Asset Manager sind derzeit 63,3 % unseres Portfolios in Titeln der Kategorie Qualitätswachstum investiert.

Unser Ziel ist es, einen möglichst hohen Anteil des Portfolios in Qualitätstitel zu investieren.

Ein Qualitätstitel, den wir seit langer Zeit im Portfolio haben, ist Alphabet. Über die letzten fünf Jahre konnte der Tech-Konzern seinen Umsatz um 21,0 % jährlich steigern und dabei eine durchschnittliche Cash-Rendite auf das langfristige Kapital in Höhe von 21,1 % erzielen. Die ausgewiesenen Gewinne haben sich zu 90,1 % in Cash übersetzt. Der freie Cashflow deckt die Zinszahlungen um das 271-Fache.

Durch die starken Wettbewerbsvorteile schafft es Alphabet, hohe Kapitalrenditen zu erzielen. Zudem kann das Unternehmen seine Gewinne in neue Projekte investieren, die das Unternehmensportfolio ergänzen. Dies stärkt die Wettbewerbsposition und sorgt für künftiges Umsatzwachstum.

Ein weiteres Dauerinvestment ist Microsoft. Über die letzten fünf Jahre konnte der Tech-Konzern seinen Umsatz um 15,0 % jährlich steigern und dabei eine durchschnittliche Cash-Rendite auf das langfristige Kapital in Höhe von 21,5 % erzielen. Die ausgewiesenen Gewinne haben sich zu 85,6 % in Cash übersetzt. Der freie Cashflow deckt die Zinszahlungen um das 26-Fache.

Microsoft hat sich durch sein Betriebssystem, seine Office-Suite und das Cloud-Angebot tief in die digitale Infrastruktur zahlreicher Unternehmen gegraben. Durch stark ausgeprägte Wettbewerbsvorteile ist ein Wechsel mit hohem Zeitaufwand und Risiken verbunden. Microsoft kann den Großteil der Gewinne in Akquisen sowie den Ausbau und die Optimierung des Produktportfolios stecken, wodurch das langfristige Umsatzwachstum sowie die Profitabilität gesichert werden.

Anhang

Kennzahlen für Qualitätstitel

Den Preis eines Unternehmens messen wir am frei verfügbaren Cashflow statt am Nettogewinn pro Aktie. Als Investoren interessiert uns nicht, wie viel ein Unternehmen auf dem Papier verdient, sondern wie viel Cash durch das operative Geschäft tatsächlich erwirtschaftet wird. Maßgeblich ist für uns der Free Cash Flow Yield (FCF Yield). Ein FCF Yield von 5 % bedeutet beispielsweise, dass wir das 20-Fache des freien Cashflows bezahlen.

Als Nächstes betrachten wir das durchschnittliche Umsatzwachstum pro Jahr und Aktie über die letzten fünf Jahre. Bei einem konstanten Kurs-Gewinn-Verhältnis würde sich dieses Wachstum eins zu eins in die Rendite übersetzen.

Das dritte Kriterium ist die Rendite, die das Unternehmen in Form von freiem Cashflow auf das langfristig gebundene Kapital erzielt. Diese Kennzahl erfassen wir über den Free Cash Flow Return on Capital Employed (FCFROCE). Der FCFROCE zeigt, wie effizient ein Unternehmen mit seinem eingesetzten Kapital wirtschaftet. Eine hohe Effizienz deutet häufig auf strukturelle Wettbewerbsvorteile hin. Bei durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) von 7–8 % gilt eine Kapitalrendite von über 15 % als klares Indiz für einen signifikanten Vorteil im Wettbewerb.

Der Quotient aus dem freien Cashflow und dem Nettogewinn ergibt die sogenannte Cash Conversion – also wie viel des Jahresüberschusses in frei verfügbaren Cashflow umgewandelt wird. Sofern der freie Cashflow die aussagekräftigste Kennzahl zur Messung der Profitabilität ist, deutet eine geringe Conversion auf eine schwache Wettbewerbsposition hin. In der Automobilindustrie beispielsweise lässt sich beobachten, dass der Jahresüberschuss häufig nur zu einem geringen Teil in Cash umgewandelt wird – und das, obwohl kaum Wachstum stattfindet. In solchen Fällen sind nicht Wachstumsinvestitionen (CAPEX) verantwortlich, sondern laufende Kosten für Produktionsumbauten und Maschinenersatz, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Ebenso wichtig ist die Analyse der Verschuldung, um das Insolvenzrisiko zu minimieren. Hierbei betrachten wir die Interest Coverage, also wie oft der freie Cashflow die jährlichen Zinszahlungen deckt.

Alle Kennzahlen werden entsprechend der Positionsgrößen gewichtet und ergeben einen gewichteten Durchschnitt für das gesamte Portfolio.