

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q1 2021

Wertorientierte Aktienstrategie

31. März 2021

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	9,5 %
2.	WELLS FARGO (WFC)	8,4 %
3.	KRONES (KRNd)	5,4 %
4.	BAYER (BAYNd)	5,4 %
5.	BERKSHIRE HATH. (BRKb)	4,9 %
6.	ALTRIA (MO)	4,8 %
7.	PHILIP MORRIS (PM)	4,5 %
8.	SEABOARD (SEB)	3,8 %
9.	TOKYO RADIATOR (7235.T)	3,5 %
10.	FMS ENT. MIGUN (FBRT.TA)	3,3 %
Summe		53%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.03.2021

Portfolioveränderungen

Zukauf	FMS ENTERPRISES MIGUN LTD. (FBRT.TA)
Reduziert	WPP PLC (WPP)
Verkauf	IMPERIAL OIL (IMO)
Verkauf	FREEPORT-MCMORAN (FCX)
Verkauf	CHENIERE ENERGY (LNG)
Verkauf	VOLKSWAGEN (VOW3)

Nennenswerte Ereignisse

Rotation von Growth zu Value setzt sich fort
 Verkauf von vier erfolgreichen Positionen
 Starke Pipeline in Japan
 Niedrige und teils negative Korrelation zum NASDAQ
 Outperformance von Value

Sehr geehrte Mitinvestoren,

die lange erwartete und überfällige Rotation von Growth- zu Value-Aktien setzte sich im 1. Quartal fort. Mit einer Rendite von 14,37% profitierte unser Portfolio davon überproportional und markiert nun bereits den siebten Monat in Folge eine Outperformance gegenüber dem Markt. Die sich verstärkende wirtschaftliche Erholung kam dabei vielen unserer zyklischen Beteiligungen zugute. Insbesondere Unternehmen aus dem Finanz-, Energie-, Rohstoff- und Industriesektor, welche zu Beginn der Pandemie wirtschaftlich am härtesten getroffen waren, gehörten nun zu den größten Gewinnern.

Einen wesentlichen Beitrag zur Rendite lieferten Volkswagen (VOW3), Universal Stainless & Alloy Products (USAP), Wells Fargo (WFC), WPP (WPP) und Masi Agricola (MASI) allesamt mit jeweils mehr als 30% Zuwachs. Der Erfolg ist jedoch nicht auf einzelne Namen beschränkt. Wir konnten Gewinne quer über alle Value Positionen vermelden. Abgesehen von der Rotation zu Value profitieren Aktien wie Swatch (UHR), Hunting PLC (HTG.L) oder Berkshire Hathaway (BRK.B) von den Post-Corona Öffnungsschritten außerhalb von Europa. Erwähnenswert ist ebenso, dass unsere Tabakaktien in Bewegung geraten und einen Sprung nach oben hinlegten.

Verkauf von Rohstoff- und Energiepositionen sowie Industriezyklikern

Im Laufe des Quartals nutzten wir den starken Aufschwung und reduzierten einige unserer sehr erfolgreichen Energie-, Rohstoff- und Industriepositionierungen. So verkauften wir Imperial Oil (IMO) mit einem Gewinn von 141%, nach einem Einkaufspreis von durchschnittlich \$9,37 im März letzten Jahres. Nach mehr als fünf Jahren Haltedauer verkauften wir im abgelaufenen Quartal zudem drei unserer langfristigen Positionen. Wir trennten uns komplett von Cheniere Energy (LNG), Freeport McMoran (FCX) und von Volkswagen (VOW3). Alle drei Aktien haben wir im Februar 2016 erworben und nutzen nun diesen Zyklus um die Positionen mit großen Gewinnen abzustoßen. Im Falle Freeport hat sich der Aktienpreis verfünffacht, bei Cheniere und Volkswagen erreichten wir 92% und 103% Rendite. Auch unsere WPP Position haben wir halbiert und sie nimmt nun rund 3% im Portfolio ein.

Nicht weniger bedeutend als die Überrendite war die Beobachtung, dass sich unser Portfolio an blutigen Tagen im NASDAQ widerstandsfähig zeigte. An mehreren Tagen, an welchen der NASDAQ mit mehr als -3% im Minus lag, behaupteten sich beinahe all unsere Positionen. Dies bestätigt unsere geringe Korrelation unserer attraktiv bewerteten Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt.

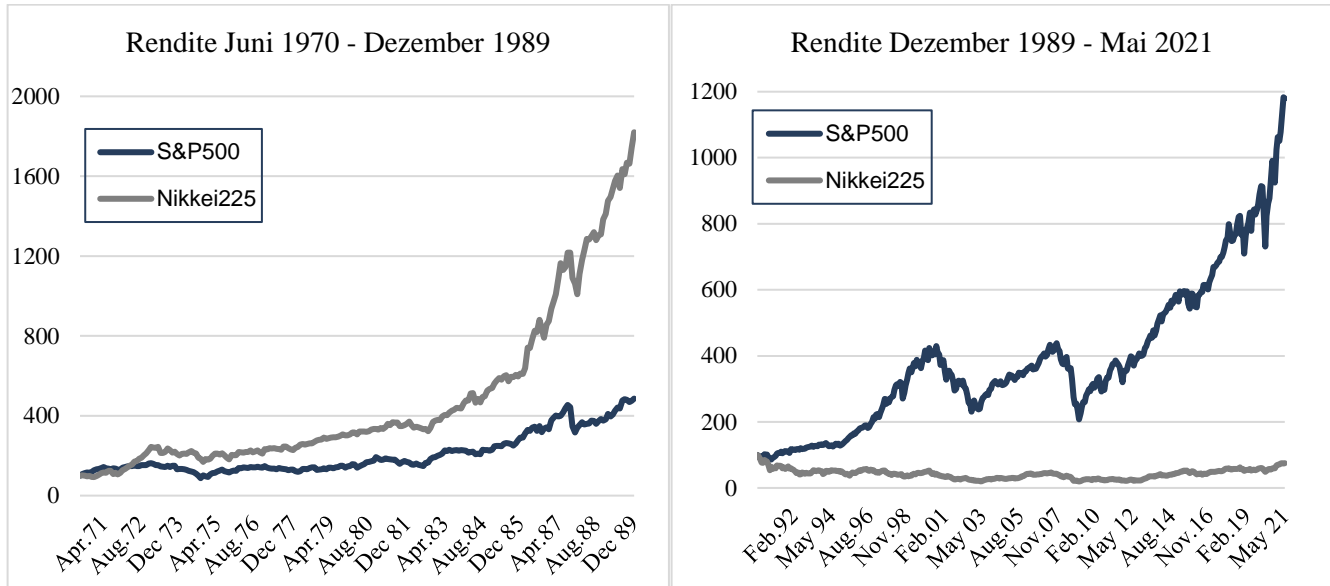
Nach den genannten Verkäufen verfügen wir zum Ende des Quartals über 23,40% Bargeld, welches darauf wartet opportunistisch eingesetzt zu werden. Fündig werden wir bei unserer Aktienselektion aktuell bei Net-Net-Aktien, welche Benjamin Graham als Unternehmen definierte, welche mit einem erheblichen Abschlag zu ihrem Liquidationswert handeln. Diese Unternehmen sind sehr schwer zu finden, weisen tendenziell eine sehr geringe Korrelation zum breiten Markt auf und haben ein überproportional gutes Chancen-Risiko-Verhältnis. Daneben konzentriert sich unser Augenmerk auf die Identifizierung hochwertiger Familienunternehmen, die mit einem erheblichen Abschlag auf ihre tatsächliche Ertragskraft oder ihren Nettoinventarwert handeln. Im Optimalfall handelt es sich bei diesen Unternehmen um kapitalleichte, schuldenfreie Unternehmen, die aufgrund ihrer marktbeherrschenden Stellung in der Lage sind, das Eigenkapital zweistellig zu steigern.

Japan – eine Möglichkeit für Value Investoren?

Während der US-Aktienmarkt von Rekord zu Rekord eilt und nach allen Bewertungskriterien historisch hoch bewertet ist, gibt es ein Land, welches die Investorenschar vollkommen meidet. Japan, das zweitgrößte Industrieland der Welt. Die wenigsten erinnern sich heute daran, dass Japan einmal der sich am besten entwickelnde Aktienmarkt der Welt war, als die Bewertungsblase in 1989 ihren Höhepunkt erreichte. Kurz darauf verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum Japans auf 1% pro Jahr und es dauerte mehr als 30 Jahre um die damaligen Kurs-

stände zu erreichen. Diese Entwicklung zeigt sich am besten am Vergleich des Nikkei 225, dem Index der 225 größten börsennotierten japanischen Unternehmen mit dem US-Leitindex S&P 500.

Abb. 1: Renditenvergleich Nikkei 225 vs. S&P 500 von Juni 1970 bis 2021



Während der S&P 500 seit 1989 um den Faktor 12 gestiegen ist und damit den Nikkei 225 um Längen geschlagen hat, entschied der Nikkei 225 von 1970 bis 1989 das Rennen klar für sich und konnte den S&P 500 um den Faktor 4 übertreffen. Hätte man den S&P 500 gar am Höhepunkt der „Nifty-Fifty“-Phase Ende 1973 gekauft als die großen US-Konzerne ähnlich teuer wie heute bewertet waren, hätte der japanische Aktienmarkt den S&P 500 sogar um den Faktor 5 geschlagen.

Dies sollte einerseits eine Lehre für alle diejenigen sein, welche das Platzen von Bewertungsblasen heute nur mehr von Erzählungen kennen. Andererseits zeigt es die großen Bewertungsunterschiede der globalen Aktienmärkte. Dies bietet global ausgerichteten Value-Investoren wie uns große Möglichkeiten zur Überrendite. Denn bei der Analyse der japanischen Unternehmen fällt auf, dass die Unternehmensschulden seit der Kreditblase 1989 dramatisch reduziert wurden und die meisten Unternehmen große Nettofinanzpolster in ihren Bilanzen ausweisen. Dies führt soweit, dass heute die Verschuldung/EBITDA-Ratio des gesamten japanischen Aktienmarkts bei lediglich 0,14x liegt und Japan mittlerweile der am wenigsten gehebelte Markt der Welt ist. Ebenso haben sich die Unternehmensmargen und die Eigenkapitalrenditen über die letzten zwei Dekaden stetig verbessert. Dazu beigetragen hat auch die japanische Regierung, welche in den letzten Jahren durch gesetzliche Vorgaben die Corporate Governance dahingehend verbesserte, dass heute auch Unternehmensrestrukturierungen, erfolgreiche Übernahmen durch aktivistische Investoren und „feindliche“ Übernahmen immer öfter erfolgen. Und so steigt auch das Interesse internationaler Investoren, welche rund 30% der an der Börse Tokyo gehandelten Unternehmensaktien besitzen. Interessant für uns als Value Investoren ist, dass wir aktuell in Japan eine Vielzahl attraktiv gepreister Unternehmen finden, welche unter ihrem Liquidierungswert datieren und unser weitestgehend unkorreliertes Portfolio perfekt ergänzen.

Historischer Vergleich der weltweit Top 20 Unternehmen

Auch Warren Buffett hatte in seiner Jahreshauptversammlung vor zwei Wochen einerseits auf die starke wirtschaftliche Dominanz der USA und andererseits auf den stetigen wirtschaftlichen Wandel in der Unternehmenswelt hingewiesen. Wenn wir die weltweit führenden Unternehmen vor 30 Jahren mit den führenden Unterneh-

men von heute vergleichen, stellen wir fest, dass keines der Unternehmen von 1989 in der heutigen Tabelle mehr erscheint. Während 1989 viele japanische und wenige US-Konzerne zu finden waren, dominieren heute die USA mit 13 der 20 größten Unternehmen der Welt. Die Top 20 Unternehmen in 30 Jahren vorherzusehen ist schwieriger als sich viele eingestehen wollen.

Abb. 2: Vergleich der Top 20 Unternehmen nach Marktkapitalisierung - 1989 und heute

1989		
Land	Unternehmen	Börsenwert in Mrd. \$
Japan	Industrial Bank of Japan	104
Japan	Sumitomo Bank	73
Japan	Fuji Bank	69
Japan	Dai-Ichi Kangyo Bank	64
USA	Exxon Corp	58
USA	General Electric	56
Japan	Tokyo Electric Power	55
USA	IBM Corp.	53
Japan	Toyota Motor Corp.	48
USA	American Tel & Tel	46
Japan	Nomura Securities	41
NL	Royal Dutch Petroleum	41
USA	Philip Morris Co.	38
Japan	Nippon Steel	36
Japan	Tokai Bank	35
Japan	Mitsui Bank	34
Japan	Matsushita Electric	33
Japan	Kansai Electric Power	33
Japan	Hitachi Ltd.	32
USA	Merck & Co.	30

2021		
Land	Unternehmen	Börsenwert in Mrd. \$
USA	Apple	2,050
Saudi Arabia	Saudi Aramco	1,920
USA	Microsoft	1,780
USA	Amazon	1,560
USA	Alphabet	1,390
USA	Facebook	838
China	Tencent	752
USA	Tesla	641
China	Alibaba	614
USA	Berkshire Hathaway	587
Taiwan	Taiwan Semiconductor	534
USA	Visa	467
USA	JP Morgan Chase	464
USA	Johnson & Johnson	432
Korea	Samsung Electronics	430
China	Kweichow Moutai	385
USA	Walmart	382
USA	Mastercard	353
USA	United Health	351
France	LVMH MOET	336

Unsere Positionierung für alle Wetterlagen

Wie auf Seite 1 ausgeführt gab es im letzten Jahr einen starken Umschlag in unserem Portfolio. Anders als noch vor 12-, 36- oder 60 Monaten besitzen wir heute kaum noch zyklische Werte. Es dauerte bis 2021 damit sich unsere günstig eingekauften Rohstoff-, Energie-, Auto- und Industriewerte erheblich nach oben bewegten. Die Erlöse der Verkäufe von BASF, Daimler, Volkswagen, Freeport McMoran, Cheniere Energy, Imperial Oil, WPP, Henkel, Groupe Guillin spülten viel Cash in die Kasse, was zum Teil bereits wieder reinvestiert wurde. Heute aber ist die Marktsituation eine andere. Hochqualitative Unternehmen a la LVMH, McDonalds oder Lindt & Sprüngli sind historisch teuer. Genauso teuer ist der amerikanische Technologiesektor. Dies zwingt uns auf Märkte und Sektoren auszuweichen, welche vernünftig bewertet sind. Unsere Zukäufe von überwiegend gering korrelierten Geschäftsmodellen wie Seaboard, Groupe Guillin, Cal-Maine Foods oder FMS Enterprises Migun Ltd. geben Ihnen ein gutes Gefühl dafür, was wir suchen. Diese Werte haben wie die Tabakunternehmen und die Net-Nets mit den täglichen Schwüngen im Markt nur wenig zu tun.

Nach den jüngsten Änderungen ist unser Portfolio heute in vier Segmente aufgebaut. Der größte Bestandteil sind schuldenfreie, hochqualitative Familienunternehmen und Unternehmen, welche Eigenkapital schneller aufbauen und günstiger bewertet sind als der Markt. In diesem Segment haben wir heute rund 45% all unserer Gelder investiert. Hierzu zählen Unternehmen wie z.B. Seaboard, Swatch Group, FMS Enterprises Migun Ltd., Kronos und natürlich auch Warren Buffett's Berkshire Hathaway. Der zweite Teil in unserem Portfolio sind Japanische, UK- und USA basierte Net-Net Aktien. Darin haben wir heute rund 21% unserer Gelder investiert. Hierzu zählt beispielsweise die Hunting PLC, Universal Stainless & Alloy Products Inc. oder auch weniger bekannte Werte wie Tokyo Radiator oder Tigers Polymer. Block drei des Portfolios sind unsere Tabakholdings, welche jährlich im Schnitt rund 8% Dividende bezahlen und weiterhin tief bewertet sind. Schlussendlich halten wir Cash und haben mit Wells Fargo und Bayer zwei Unternehmen mit mehreren firmenspezifischen Katalysatoren.

Unsere Research Aktivitäten haben in der vergangenen Zeit erheblich zugenommen. Wir stehen vor dem Zukauf mehrerer Einzelpositionen in Japan und in den USA. Bereits in den nächsten Monaten sollten wir in der Lage sein an dieser Stelle über diese neuen Beteiligungen zu berichten.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback willkommen.

Viele Grüße,
Pecora Capital LLC

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten stammen aus Quellen welche wir als zuverlässig erachten, wofür wir jedoch nicht die Richtigkeit und Vollständigkeit garantieren. Solche Informationen wieder spiegeln aktuelle Marktbedingungen welche sich ohne vorherige Ankündigung jederzeit ändern können. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers abhängig und kann Änderungen unterworfen sein.

Die Pecora Capital LLC und ihre verbundenen Unternehmen, leitende Angestellte, Direktoren oder Mitarbeiter können zu jederzeit eine Position in den vorher beschriebenen Werten besitzen. Diese vertraulichen Informationen sind alleinig für den Gebrauch durch die Pecora Capital LLC und die Personen oder Körperschaften bestimmt, an welche sie adressiert sind. Informationen dürfen nicht nachgebildet, neu übertragen oder in irgendeiner anderen Form verteilt werden. Dieses Dokument dient alleinig als Information und es wird damit kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Die Wertentwicklung zeigt Renditen der wertorientierten Aktienstrategie der Pecora Capital LLC und beinhaltet Gebühren und Ausgaben, einschließlich 1.5% Grundgebühr und 20% Gewinnbeteiligung. Die Wertentwicklung setzt sich aus Werten unterschiedlicher Währungen zusammen. Ergebnisse für einzelne Währungen können jederzeit Abweichungen beinhalten und sich je nach Werthaltigkeit der Währung ändern. Vergangene Ergebnisse und Resultate garantieren keine zukünftigen Ergebnisse. In die Zukunft gerichtete Angaben spiegeln die Ansicht von der Pecora Capital LLC wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.