

# Pecora Capital LLC

## Quartalsbericht Q2 2021

### Wertorientierte Aktienstrategie

30. Juni 2021

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	10,5 %
2.	WELLS FARGO (WFC)	6,6 %
3.	KRONES (KRNd)	5,5 %
4.	BERKSHIRE HATH. (BRKb)	5,2 %
5.	BAYER (BAYNd)	5,1 %
6.	PHILIP MORRIS (PM)	4,9 %
7.	CAL-MAINE FOODS (CALM)	4,5 %
8.	ALTRIA (MO)	4,2 %
9.	SEABOARD (SEB)	4,0 %
10.	HUNTING PLC (HTG.L)	3,3 %
<b>Summe</b>		<b>54%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.06.2021

#### Portfolioveränderungen

Zukauf	CAL-MAINE FOODS (CALM)
Zukauf	SINTOKOGIO, LTD. (6339.T)
Zukauf	SK KAKEN CO., LTD. (4628.T)

#### Nennenswerte Ereignisse

Zwei neue Bilanzinvestments

Große Bewertungsunterschiede bieten Chancen für aktives und globales Portfoliomanagement

Sehr geehrte Mitinvestoren,

unser Value Portfolio beendete das zweite Quartal mit einer Rendite von +4,56%. Die Rendite nach dem ersten Halbjahr beläuft sich damit auf +18,69%.


Während des Quartals konnten wir trotz steigender Unternehmensbewertungen drei neue Unternehmen erwerben. Zwei unserer Unternehmen, Cal-Maine Foods (CALM) und SK Kaken (4628.T) lassen sich einerseits als Familienunternehmen charakterisieren und andererseits als „Käufe der Bilanz“. Beide Unternehmen sind auf Basis der Bilanzanalyse historisch günstig und wir erwarten bei normalisiertem Geschäftsgang entsprechendes Aufwertungspotential. Sintokogio (6339.T) hingegen erweitert unseren Bestand an Aktien unter Liquidationswert, wodurch sich unser Portfolio wie folgt zusammensetzt:

- 46% Eigentümergeführte Unternehmen bzw. Familienunternehmen
- 22% Net-Net Aktien, also Aktien unter Liquidationswert
- 13% Tabakunternehmen
- 12% Sondersituationen und zyklische Werte
- 9% Bargeld

### Neue Position – Cal-Maine Foods (CALM)

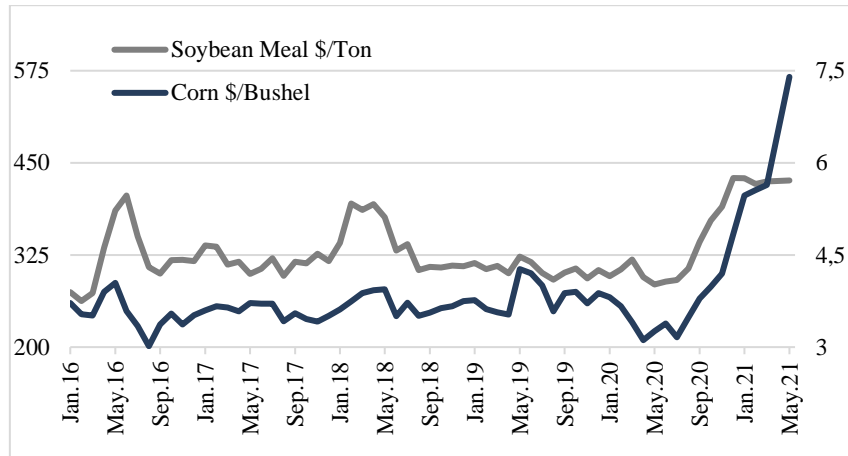
Cal-Maine Foods ist mit einem Marktanteil von 19% der größte Eierproduzent in den Vereinigten Staaten. Ansässig in Ridgeland, Mississippi, wurde Cal-Maine 1967 von Fred Adams gegründet und befindet sich seitdem in Familienbesitz. Neben dem Familienanteil handeln heute 53,40% der Aktien öffentlich an der Börse. Adolphus Baker, der Schwiegersohn von Fr. Adams, ist seit über 34 Jahren in der Firma und leitet seit 25 Jahren die Gesellschaft. Die Handschrift der Familie Adams & Baker als Mehrheitseigner lässt sich schnell in den Zahlen erkennen.

Cal-Maine Foods ist schuldenfrei, hat \$169 Mio. Bargeld in der Bilanz und hat die Umsätze in den letzten 20 Jahren um 8,10% pro Jahr gesteigert. Zudem gelang es der Firma in diesem Zeitraum das Eigenkapital jährlich um 14,63% von USD 66 Mio. (2001) auf heute USD 1,012 Mio. auszubauen.

<b>Übersicht</b> (Angaben in Mio. USD)	 Cal-Maine Foods, Inc.
<b>Geschäftsmodell</b>	Erzeuger und Vermarkter von Schaleneiern.
<b>Umsatz 2021 (05/2021)</b>	1,349
<b>EBIT 2021</b>	-26
<b>Ankeraktionär</b>	Familie Baker & Adams
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	1,741
<b>Bargeld 2021</b>	169
<b>Rekordgewinn (2016)</b>	318
<b>Bilanzsumme</b>	1,229
<b>Eigenkapitalquote</b>	82%
<b>Nettoverschuldung</b>	Keine Schulden
<b>KBV bei Einkauf</b>	1,71
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	36,24 USD

Die Umsätze und Gewinne sind stark von zwei Faktoren abhängig. Zum einen von den Futter- und zum anderen von den volatilen Eierpreisen. Seit Q4 2020 sind besonders die Futterpreise für Hühner erheblich gestiegen. Insbesondere der Anstieg von Mais und Sojabohnenmehl und die niedrigen Großhandelseierpreise belasten aktuell die Margen von Cal-Maine.

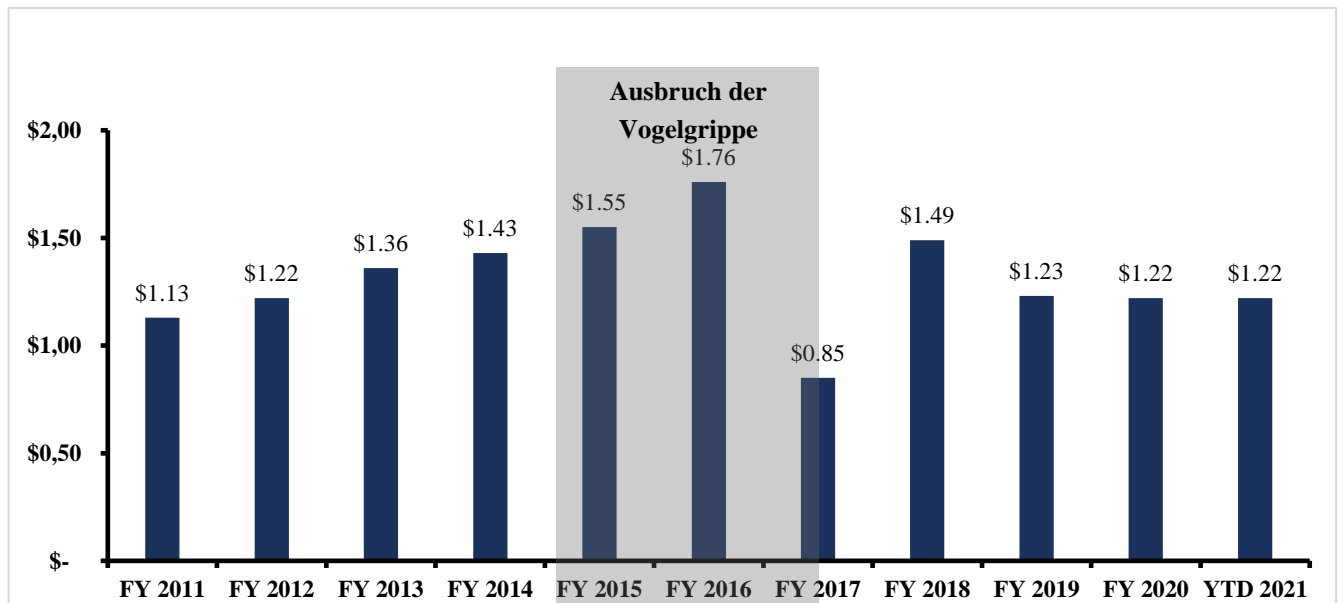
**Abb. 1: Monatlicher Durchschnittspreis für Sojamehl und Mais am Chicago Board of Trade (01/2016 – 05/2021)**



Unser Kauf von Cal-Maine ist ein Bilanzinvestment. Ganz nach dem Motto von Walter Schloss (“Buy assets, sell earnings“) kaufen wir zu einem Zeitpunkt während die Firma keine Gewinne ausweist. Historisch war dies immer der beste Kaufzeitpunkt.

Im Jahr 2016 wurde die volle Ertragskraft mit einem Nettogewinn von USD 318 Mio. sichtbar. Unser heutiger Kauf entspricht somit dem 5-fachen der 2016er Gewinne. Aus Bilanzsicht war Cal-Maine in den letzten 10 Jahren nie günstiger und datiert heute zum 1,7-fachen des Buchwerts. Besonders attraktiv ist, dass der Aktienverlauf von Cal-Maine kaum eine Korrelation zum regulären Markt aufweist und CALM kein Mitglied des S&P 500 ist.

**Abb. 2: Durchschnittlicher Schaleneierpreis Urner Barry SE Region (2011-2021 YTD)**



Revenue	942	1,113	1,288	1,441	1,576	1,909	1,075	1,503	1,440	1,352	1,349
Net Income	61	90	50	110	162	318	-74	126	99	18	2
P/B	1.7	2.0	2.3	3.1	3.6	2.5	2.1	2.2	2.1	1.6	1.8

**Neue Position – Sintokogio, Ltd. (6339.T)**

Sintokogio ist mit über 4.000 Mitarbeitern der weltweit führende Hersteller von Maschinen und Anlagen in der Gießereiindustrie. Der Schwerpunkt von Sinto liegt auf der Herstellung und dem Vertrieb von Gussteilen, Formmaschinen und Formanlagen sowie den zugehörigen Vergießeinrichtungen. Sinto besteht aus 48 Unternehmen in zwölf Ländern. Unter anderem zählt die in Deutschland ansässige Heinrich Wagner Sinto Maschinenfabrik GmbH zur Unternehmensgruppe.

Sintokogio ist ein weiterer Net-Net, datiert zu 59% des Liquidationswerts und unter den Bargeldeinlagen. Bedingt durch die COVID-19 Pandemie waren die Umsätze und ebenso die Gewinne rückläufig. Mittlerweile erholen sich die Erträge wieder.

Heute ist Sintokogio fundamental tiefer bewertet als zu Tiefstständen in 2016, 2012 oder 2009. Sinto kostet 40,40 Mrd. JPY hat allerdings 92,72 Mrd. JPY an kurzfristigen Vermögenswerten, keinen Goodwill und lediglich 55,64 Gesamtverbindlichkeiten in der Bilanz. Den Immobilien und Maschinenwert von 27,26 Mrd. JPY lassen wir in der Betrachtung außen vor. Der Kauf von einem mit Überschussliquidität ausgestatteten Sintokogio zum Allzeittief sollte eine erhebliche Sicherheitsmarge darstellen.

<b>Übersicht</b> (Angaben in Mrd. JPY)	 <b>sinto</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	Anlagenbauer
<b>Umsatz 2020</b>	102,70
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	40,40
<b>Bargeld 2021 (06/2021)</b>	43,56
<b>Ø Gewinn 2017-2020</b>	4,42
<b>Norm. KGV</b>	10
<b>Bilanzsumme</b>	161.44
<b>Eigenkapitalquote</b>	62%
<b>Nettoverschuldung</b>	Keine Schulden
<b>KBV bei Einkauf</b>	0,39
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	748 JPY

Im Vergleich zum historisch hochbewerteten Allgemeinmarkt fühlen wir uns mit unserer Positionierung in gering und teils negativ korrelierten Unternehmen sehr wohl. Wir möchten Ihre Aufmerksamkeit darauf richten, dass unsere Kernbeteiligungen ihr Eigenkapital mit einer durchschnittlich jährlichen Rate von 11% steigern.

Gleichzeitig ist unser Portfolio zu rund einem Drittel gegenüber dem Markt bewertet. Zudem wurden unsere Unternehmen zum rund 8-fachen der Gewinne und in den meisten Fällen schuldenfrei und für weniger als zum Buchwert erworben. Die Bewertungen der Net-Net Aktien sind noch attraktiver. Diese Aktien wurden zum 5-fachen der normalisierten Gewinne und durchschnittlich zu rund 35% des Buchwerts gekauft. Die Kraft des überdurchschnittlich schnellen Eigenkapitalaufbaus, die attraktive Bewertung und die geringe Korrelation sollte uns langfristig einen erheblichen Vorteil gegenüber dem Markt verschaffen.

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.