

# Pecora Capital LLC

## Quartalsbericht Q3 2021

### Wertorientierte Aktienstrategie

30. September 2021

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	9,8 %
2.	WELLS FARGO (WFC)	6,6 %
3.	BERKSHIRE HATH. (BRKb)	5,2 %
4.	PHILIP MORRIS (PM)	5,1 %
5.	BAYER (BAYNd)	4,8 %
6.	CAL-MAINE FOODS (CALM)	4,5 %
7.	ALTRIA (MO)	4,5 %
8.	SK KAKEN (4628.T)	3,9 %
9.	HUNTING PLC (HTG.L)	3,9 %
10.	SEABOARD (SEB)	3,8 %
<b>Summe</b>		<b>53%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.09.2021

#### Portfolioveränderungen

Nachkauf	HUNTING PLC (HTG.L)
Verkauf	KRONES AG (KRNd)

#### Nennenswerte Ereignisse

Inflation in Deutschland und den USA so hoch wie seit 30 Jahren nicht mehr
Rekordjahr für Seaboard Corp. (SEB)
Erfolgreicher Verkauf der Krones Aktien
15,17% in Cash

Sehr geehrte Mitinvestoren,

unser Value Portfolio beendete das dritte Quartal mit -1,04%, wodurch die Wertentwicklung seit Jahresanfang 16,68% beträgt.

In den letzten zwölf Monaten haben wir unser Portfolio von zyklischen Aktien hin zu mäßig korrelierten Werten rotiert. So haben wir nach dem Verkauf der Deutschen Industriezyklierer und unserer Energiewerte in Q1 2021 zunehmend Unternehmen aufgebaut, welche von einem inflationären Umfeld profitieren. Unsere Tabakunternehmen, sowie viele unserer markenstarken Familienunternehmen besitzen die Möglichkeit höhere Preise und so auch höhere Margen durchzusetzen.

Die aktuellen geldpolitischen Entwicklungen verfolgen wir wie immer interessiert kritisch, befinden sich die Kapitalmärkte doch in einer komplizierten Phase, die auf eine Reihe von historischen Fehlentwicklungen zurückzuführen ist. Am besten sichtbar wird dies an den negativen Realzinsen und den sehr niedrigen Risikoprämien bei Kreditspreads, sowohl für Unternehmens- als auch Staatsanleihen. Unter normalen Bedingungen sind niedrige oder negative Realzinsen das Ergebnis einer makroökonomischen Notlage und vermeintlich notwendig in Krisenmomenten wie 2020. Heute nutzen die Zentralbanken weltweit weiterhin starke Stimulierungsmaßnahmen der Wirtschaft, was in Verbindung mit höheren Inflationswerten dazu führt, dass die realen Zinssätze weit im negativen Bereich gehalten werden. Die Folge ist eine reale Geldentwertung im mittleren einstelligen Prozentbereich für Termineinlagen und Bargeld.

Die Inflation und die Verlockung des billigen Geldes treiben daher im Jahr 2021 endgültig die letzten Anlagemuffel in die Anlageklasse Aktie, wodurch die allgemeinen Aktienmärkte am Beispiel des Referenzindex S&P 500 nach fundamentalen Kriterien mit wenig Spielraum für Fehler bewertet sind. Wie Sie wissen, besteht unser großer Vorteil darin, dass wir uns nicht auf die großen Indizes, sondern vielmehr auf die einzelnen Unternehmen konzentrieren. So gibt es auch in diesem Marktumfeld Unternehmen, die fundamental günstig oder fair bewertet sind. Aus diesem Grund möchten wir Ihnen in diesem Bericht einen kurzen Überblick über die Entwicklungen wichtiger Bestandteile unserer Portfolios sowie neuer Zukäufe geben.

## **Portfolio Update**

### **Krones (KRNd)**

Im vergangenen Quartal haben wir die Krones AG bei einem Durchschnittspreis von 85,50 EUR und mit einem Gewinn von 64,42% verkauft, da der Aktienkurs den intrinsischen Wert des Unternehmens erreicht hat. Damit trennen wir uns erfolgreich von einem weiteren Industriezyklierer, den wir in Zukunft beim richtigen Preis gerne wieder in das Portfolio aufnehmen würden.

### **Swatch Group (UHR)**

Gemessen am Buchwert handelt Swatch heute (P/B = 1,09) zum zweittiefsten Stand der letzten 30 Jahre. Damit ist das Unternehmen aus fundamentaler Sicht genauso niedrig bewertet wie zum Höhepunkt der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009.

Nach dem Übergangsjahr 2020 haben sich die Absatz- und Ertragszahlen im ersten Halbjahr 2021 erholt. Obwohl sich die Umsätze noch unter dem vor COVID-19 Niveau befinden, gelang es der Swatch Group in H1 2021 einen Gewinn von CHF 270 Mio. zu erwirtschaften. Insbesondere Zeitmesser von Omega, Breguet, Blancpain sowie das Juweliengeschäft von Harry Winston trugen wesentlich zum Ergebnis bei.

Weiterhin ist Swatch schuldenfrei und besitzt eine starke Bilanz. So enthält die Bilanz u.a. eine Bargeldposition von CHF 1,99 Mrd., Immobilien in Bestlagen und eine Eigenkapitalquote von 87%. Neben der Musterbilanz erwarten wir auf der Ertragsseite einen deutlichen Zuwachs. Zum einen hat Swatch im 2020 erhebliche Sparmaßnahmen implementiert. Zum anderen erwarten wir weitere Grenzöffnungen und zunehmenden Reiseverkehr. Beides wurde vom Markt aus unserer Sicht bisher nicht eingepreist. Die Kombination dieser Kostensenkungen, sowie die zu erwartenden steigenden Umsätze, bieten aus unserer Sicht für Swatch die Chance die Gewinnzahlen vor Ausbruch des Coronavirus zu übertreffen.

### **Wells Fargo (WFC)**

Trotz erheblichem Fortschritt in den Bereichen Compliance, Corporate Governance und dem Austausch des kompletten Vorstands unterliegt Wells Fargo noch immer (seit 3 ½ Jahren) der Wachstumsbeschränkung der FED. Das Jahr 2020 hat die Bank gut überstanden und es mussten deutlich weniger Kredite abgeschrieben werden als ursprünglich angenommen. Als größte US Hypothekenbank trotzen sie zudem dem unvorteilhaften Zinsumfeld und erwirtschaftete trotz einer Nettozinsmarge von 2,02% (Allzeittief!) einen Nettogewinn von USD 10,00 Mrd. in H1 2021.

Aufgrund der Nachwirkungen des Kostenskandals aus 2016 sind Wells Fargo's Kosten und die Effizienz-Ratio (Verhältnis von Umsatz zu Kosten) zu hoch. Charlie Scharf (Wells Fargo CEO) deutete an, dass sein Management Team erhebliches Einsparungspotenzial identifiziert hat und er die Bank deutlich effizienter machen möchte. Er spricht von einem Einsparungspotenzial von jährlich USD 8 Mrd. und ebenso von diversen Wachstumsmöglichkeiten.

Aufgrund der starken Ertragslage und der üppigen Liquiditätspuffer kauft Wells Fargo auch in diesem Jahr USD 17 Mrd. eigene Aktien zurück. Dieser Rückkauf wird die Anzahl der ausstehenden Aktien um rund 9% reduzieren. In absehbarer Zeit sollte die Anzahl ausstehender Aktien unter 3,50 Mrd. fallen. Der Rückgang der Aktienanzahl sollte damit selbst bei stagnierendem Geschäft zu einem steigenden Buchwert sowie zu einem schnellen Anstieg der Gewinne p. Aktie führen. Wells Fargo ist zudem eine Absicherung gegen steigende Zinsen. Weitere Katalysatoren sind die steilere Zinskurve, sinkende Kosten sowie die Wachstumsmöglichkeiten im Kreditgeschäft.

### **Berkshire Hathaway (BRKb)**

Berkshire ist verglichen zum Markt günstig und im Vergleich zur eigenen Historie fair bewertet. Schuldenfrei und mit einem Bargeldkonto von USD 149,20 Mrd. ausgestattet, sollte Berkshire von einer Rotation zu Value weiter profitieren. Zudem besitzt Berkshire erhebliche Qualitätsvorteile gegenüber dem Markt.

### **Philip Morris (PM)**

Philip Morris konnte im letzten Quartal ein Rekordergebnis vermelden, was auf das starke Wachstum von IQOS und Marktanteilsgewinne im traditionellen Zigarettenmarkt rund um die Marke Marlboro zurückzuführen ist. Wie bekannt, hat das Unternehmen das Ziel einer rauchfreien Zukunft ausgegeben. Dies trifft auch bei den Aktionären auf Zustimmung, denn Philip Morris ist im Bereich der alternativen Tabakerhitzer mit der Marke IQOS Weltmarktführer. So werden bereits knapp 30% der Umsätze von Philip Morris mit diesem rauchfreien und nach eigenen Angaben gesünderen Produkt erwirtschaftet. Bis 2025 soll der Umsatzanteil von IQOS auf über 50% der Gesamtumsätze des Unternehmens steigen.

Uns Aktionären kommt diese Strategie ebenso zugute, da die Gewinnmargen nochmals höher sind als bei herkömmlichen Zigaretten. Zudem hat Philip Morris die Möglichkeit, über eine Milliarde Zigarettenraucher weltweit vom Rauchen zu entwöhnen und als IQOS-Nutzer zu gewinnen.


**Seaboard Corp. (SEB)**

Nach einem starken Geschäftseinbruch zu Beginn der Coronakrise, steuert Seaboard Corp. auf ein Rekordjahr zu. So profitiert das Unternehmen insbesondere von den steigenden Preisen bei Agrarrohstoffen, wodurch einerseits der Wert der Vorräte in der Bilanz und andererseits die Umsätze im Segment Milling & Commodity Trading signifikant im Vergleich zum Vorjahr gestiegen sind. Zum anderen konnte auch das Segment der Schweinefleischproduktion in den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres deutlich höhere Umsätze und eine höhere Gewinnmarge ausweisen. Die Bewertung zum buchhalterischen Eigenkapitalwert ist auf Basis unserer Langzeitbeurteilung weiterhin attraktiv.

**Neue Position – Sk Kaken (4628.T)**

SK Kaken ist der führende Hersteller von Baubeschichtungsstoffen und Farben, sowie Hersteller von Wärmedämmstoffen im japanischen Markt mit einem Marktanteil von rund 50%. Das Unternehmen ist zudem ein klassisches Familienunternehmen mit der Familie Fuji als kontrollierender Hauptaktionär.

Während die Fuji Familie ihr Geschäft über die Jahre zum dominierenden Hersteller und Zulieferer im japanischen Farbenmarkt ausgebaut hat, leidet die Aktie in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen japanischen als auch internationalen Farbenherstellern. Ein Grund dürfte insbesondere die wenig aktionärsfreundliche Unternehmenspolitik sein. Als Beispiel sei die Bargeldposition in der Bilanz genannt. Anstatt den Gewinn an die Aktionäre auszuschütten, sitzt das Unternehmen auf einer Cash-Position, die mittlerweile beinahe der Marktkapitalisierung entspricht. So konnten wir das Unternehmen bei Einkauf auch zum rund 1-fachen des operativen Gewinns (EBIT) kaufen, wenn man die Bargeldposition aus dem Kaufpreis herausrechnet.

<b>Übersicht</b> <i>(Angaben in Mrd. Yen)</i>	
<b>Geschäftsmodell</b>	Japanischer Hersteller von Baubeschichtungsstoffen und Farben
<b>Ankeraktionär</b>	Familie Fuji
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	120
<b>EBIT 2020</b>	11
<b>Bilanzsumme</b>	144
<b>Bargeld in der Bilanz</b>	104
<b>Eigenkapitalquote</b>	84%
<b>Nettoverschuldung</b>	Keine Schulden
<b>KBV bei Einkauf</b>	1,0
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	39.700

In einem Aktienmarktumfeld, welches aktuell meist getrieben von Überbewertungen ist, scheint uns das Unternehmen daher besonders attraktiv. Wir kaufen hier einen Marktführer zum rund 1-fachen der Gewinne und damit mit einer für uns wichtigen Sicherheitsmarge. Sollten andere aktivistische Investoren Erfolg haben, die Eigentümerfamilie zu einer aktionärsfreundlicheren Politik zu bewegen, können wir auf eine erhebliche Wertschöpfung hoffen. Andernfalls geben wir uns mit der jährlichen Buchwertsteigerung von rund 8% zuzüglich einer kleinen Dividende im aktuellen Marktumfeld zufrieden.

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 An-

gaben 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.