

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q1 2022

Wertorientierte Aktienstrategie

31. März 2022

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	8,9 %
2.	HUNTING PLC (HTG.L)	7,6 %
3.	HENKEL (HEND)	6,7 %
4.	BAYER (BAYNd)	5,4 %
5.	SEABOARD (SEB)	5,1 %
6.	META PLATFORMS (FB)	5,1 %
7.	PHILIP MORRIS (PM)	4,4 %
8.	FMS ENTER. MIG. (FBRT. TA)	4,3 %
9.	ALTRIA (MO)	4,0 %
10.	TOKYO RADIATOR (7235.T)	3,5 %
Summe		55,0%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.03.2022

Portfolioveränderungen

Kauf	NOKIAN RENKAAT (TYRES)
Kauf	BASF (BASd)
Kauf	INTEL (INTC)
Kauf	META PLATFORMS (FB)
Nachkauf	HENKEL (HEND)
Nachkauf	SEABOARD (SEB)
Nachkauf	IMASEN ELECTRIC (7266.T)
Verkauf	CAL-MAINE-FOODS (CALM)
Verkauf	BERKSHIRE HATH. (BRK.B)
Verkauf	IMPERIAL BRANDS (IMB.L)
Reduziert	WELLS FARGO (WFC)

Nennenswerte Ereignisse

Hohe Handelsaktivität
Ausbau der Positionen in Europa und Japan
Verkauf von unkorrelierten Werten
Rotation in Unternehmen im produzierenden Industriesektor
Inflationsraten auf höchstem Stand seit 1981
Zinserhöhungen der Notenbanken erwartet

Sehr geehrte Mitinvestoren,

unser Value Portfolio beendete das erste Quartal mit einem Zuwachs von +6.74% und konnte trotz einem Umfeld von weltweit fallenden Aktienmärkten und rasant steigenden Inflationsraten eines der besten Quartale der Geschichte feiern. Die relative Überrendite unseres Portfolios gegenüber dem MSCI World EUR Index lag Ende März bei +9.68% und gegenüber dem DAX bei +15.99%. Diese Outperformance haben wir seitdem weiter ausgebaut.

Während die meisten Marktteilnehmer in Q1 aufgrund des Ukraine Russland Konflikts und steigenden Zinsen erheblich unter Druck gerieten, so zeigten sich unsere Einzelwerte als resistent. In einem Marktumfeld, in dem der Nasdaq 100 und der DAX das Quartal mit -9.08% bzw. -9.25% beendeten, war der Großteil unserer Einzeltitel positiv. Erheblichen Beitrag zum Quartalsergebnis leisteten die Unternehmen Hunting, Cal-Maine Foods, Altria, Seaboard, Berkshire Hathaway, Bayer und FMS Enterprises Migun Ltd..

Aufgrund der teils starken Wertzuwächse haben wir einen Großteil dieser stark positiven und unkorrelierten Titel verkauft oder reduziert. Die Erlöse haben wir direkt reinvestiert. Unser Fokus richtet sich dabei auf unterbewertete Qualitäts-Zykliker und Industrieunternehmen in Europa und Japan. Das aktuell inflationäre Umfeld mit steigenden Zinsen sollte Value weiter favorisieren. Wachstumstitel und dabei insbesondere nicht profitable Wachstumstitel werden aus unserer Sicht weiter erheblich unter Druck geraten.

Abb. 1: Ergebnisse ausgewählter Portfoliowerte Ende März 2022 in EUR, inkl. Dividenden, Währungseffekt eingerechnet

Titel	Rendite Q1 2022	Aktion
HUNTING PLC	+77.13%	Reduziert
CAL-MAINE-FOODS	+53.38%	Verkauft
FMS ENTERPRISES MIGUN LTD.	+15.66%	Verkauft
SEABOARD	+9.87%	Nachkauf
BERKSHIRE HATHAWAY	+21.27%	Verkauft
ALTRIA	+13.28%	Reduziert
IMPERIAL BRANDS	+2.37%	Verkauft
BAYER	+32.13%	Reduziert
DAX	-9.25%	
NASDAQ	-9.08%	
MSCI WORLD EUR	-2.94%	

Portfolio Update

Im Februar verkauften wir nach einer Haltedauer von mehr als drei Jahren unsere gesamte Position an Imperial Brands (IMB.L) für 17,59 GBP pro Aktie und mit einem Gewinn von 17,64 % (einschließlich Dividenden). Desweiteren verkauften wir auch unsere gesamte Position an Berkshire Hathaway (BRK.B) für 319,42 USD und mit einem deutlichen Gewinn von 120,15%, nachdem wir sie mehr als fünf Jahre lang gehalten hatten.

Im März verkauften wir zudem nach einer Haltedauer von zehn Monaten die gesamte Position an Cal-Maine Foods (CALM) zu einem Durchschnittspreis von 49,07 USD und erzielten damit eine Rendite von 35,40%. Cal-Maine war eine opportunistische Transaktion, bei der wir ein schuldenfreies Unternehmen zu seiner niedrigsten Bewertung seit 20 Jahren kauften. Das Unternehmen profitierte in den letzten Monaten überproportional von der Inflation der Futterpreise und infolgedessen von Preissteigerungen bei Eiern. Zudem erhöhte der Ausbruch einer Vogelgrippe in den USA den Druck auf die Eierpreise. Das freigewordene Kapital schichteten wir umgehend in mehrere unterbewertete europäische Industrietitel, die aufgrund des Russland-Ukraine-Konflikts überverkauft waren.

So nutzen wir aktuell die uns bietenden Chancen. Unser kleines Engagement in Henkel, welches wir im Dezember letzten Jahres eingegangen waren, erhöhten wir stark zu Preisen zwischen 59 und 60 EUR je Stammaktie. Die Aktienposition ist mittlerweile eine unserer beiden größten Positionen im Portfolio und wir nehmen mit Freude zur Kenntnis, dass Henkel selbst ebenfalls eigene Aktien im Wert von 1 Mrd. € zurückkauft. Daneben stockten wir die Aktienpositionen an unserer Agrar-Holding Seaboard Corp. und an dem japanischen Unternehmen Imasen Electric auf.

Im Weiteren können wir über vier neue Zukäufe im 1. Quartal berichten. Unsere hohe Aktivität zeigt, dass wir wieder attraktive Möglichkeiten finden und auch im laufenden 2. Quartal unser Ideenfaden nicht abreißt.

Neue Position - BASF (BASd)

So nahmen wir während des 1. Quartals ein weiteres altbekanntes Unternehmen in unser Portfolio auf. Die BASF mit Sitz in Ludwigshafen am Rhein ist der weltweit größte Chemiekonzern und als solches unter anderem im Bereich Petrochemie (Ethen, Kohlensäure, Wasserstoff und Zwischenprodukte), Hochleistungskunststoffe, Kraft- und Schmierstoffe, Lacke und im Bereich Saatgut und Pflanzenschutzmittel tätig.

Die Erdöl- und Gasabhängigkeit ist daher auch nicht zu leugnen, weshalb BASF auch zu den größten deutschen Verlierern der Wirtschaftssanktionen infolge des Ukraine-Kriegs gehört. Auch die Beteiligung an Wintershall-DEA und deren Engagement bei Nordstream 2 wird eine Abschreibung nach sich ziehen. Dennoch muss man beachten, dass der Substanzwert (Buchwert) aus unserer Sicht eine fundamentale Absicherung darstellt. Auch während der Ölpreisschocks der 1970er Jahre und den damals teilweise noch höheren Preissteigerungen der Inputkosten ist die BASF-Aktie nie nennenswert unter den buchhalterischen Eigenkapitalwert gefallen.

Übersicht (Angaben in EUR)	 We create chemistry
Geschäftsmodell	Chemie
Unternehmenssitz	Deutschland
Umsatz 2021 (in Mio.)	78.598
EBIT 2021 (in Mio.)	7.688
Bilanzsumme (in Mio.)	87.383
Eigenkapitalquote	45 %
Nettoverschuldung	21 Mrd.
KBV bei Einkauf	1,1
(Ø Kaufkurs/Aktie)	53,7 €

Neue Position - Nokian Renkaat (TYRES)

Nokian Renkaat ist der führende Hersteller von Autoreifen, sowie Reifen für Nutzfahrzeuge in Skandinavien. Bei Reifen für Forstmaschinen ist der Konzern zudem Weltmarktführer. Das Unternehmen wurde durch den Ukraine-Krieg sehr stark getroffen. So erwirtschaftet Nokian einerseits über 15% seines Umsatzes in Russland, andererseits befindet sich das größte Produktionswerk in Russland und auch die hohen Ölpreise drücken zusätzlich auf die Gewinnmargen der energieintensiven Reifenherstellung. Der Aktienkurs drittelt sich daher in den letzten Monaten folgerichtig, sodass die Aktie von Nokian auf ihren buchhalterischen Eigenkapitalwert gefallen ist.

Solche Momente hoher Unsicherheit bieten aus unserer Sicht nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Und so kauften wir die Aktien des Reifenherstellers im März und April zu historischen günstigen Preisen auf Basis unserer fundamentalen Aktienanalyse. Zwischenzeitlich hat Nokian angekündigt ein neues Produktionswerk in Osteuropa bauen und die Abhängigkeit vom Russlandgeschäft reduzieren zu wollen.

Übersicht (Angaben in EUR)	
Geschäftsmodell	Reifenhersteller mit Fokus auf Winterreifen
Unternehmenssitz	Finnland
Umsatz 2021 (in Mio.)	1.714
EBIT 2021 (in Mio.)	268
Bilanzsumme (in Mio.)	2.405
Eigenkapitalquote	70 %
Nettoverschuldung	Keine Finanzschulden
KBV bei Einkauf	1,1
(Ø Kaufkurs/Aktie)	14,9 €

Neue Position - Meta Platforms (FB)

Bei der Analyse großer börsennotierter Unternehmen wie Meta Platforms sind wir uns bewusst, dass wir kaum einen Wissensvorsprung gegenüber anderen Marktteilnehmern haben. Den einzigen Vorteil, den wir haben, ist unser längerer Zeithorizont. Während viele in unsicheren Zeiten Angst bekommen und ihre Anteile verkaufen, nutzen wir diese Unsicherheit zum Einkauf. Hatten wir vor einigen Jahren auf die astronomischen Bewertungen im Tech-Bereich und auch von Meta hingewiesen, so hat sich das Bewertungsspendel zwischenzeitlich zugunsten von Meta bewegt. Die Aktien des Unternehmens datieren aktuell zum knapp 10-fachen des Betriebsergebnis im Verhältnis zum Unternehmenswert, wobei Meta eine schuldenfreie Bilanz mit einer überschüssigen Nettofinanzliquidität von über \$ 50 Mrd. ausweist. Als führendes Unternehmen im Bereich sozialer Netzwerke nutzen knapp 3 Milliarden Menschen mindestens einmal monatlich eine der Plattformen Facebook, Instagram und Whatsapp (Family of Apps). Meta funktioniert wie ein klassisches Medienunternehmen, indem es den Nutzern Inhalte zur Verfügung stellt und dabei Werbeeinnahmen von Unternehmen einnimmt, die diese Nutzer erreichen wollen. Der Unterschied ist, dass Meta die größte Leserschaft der Welt hat und zudem die Nutzer die Inhalte kostenlos zur Verfügung stellen. Dies führt zu einem massiven Netzwerkeffekt, wodurch Meta sehr hohe operative Bruttomargen erwirtschaften kann. Das überschüssige Kapital investiert das Unternehmen einerseits in die Bestandsinfrastruktur, um das bestehende Geschäft weiterwachsen zu lassen, sowie in Aktienrückkäufe. Zum anderen investiert es in neue Technologiebereiche wie zuletzt angekündigt in das sogenannte Metaversum. Dies ist auch der Grund, weshalb die Aktie im letzten Quartal entsprechend abgestraft wurde. Würde Meta heute nicht mehr in neue Geschäftsbereiche investieren, würden \$10 Mrd. Kosten wegfallen und entsprechend der Nettogewinn steigen. Als Value Investoren sind für uns zwar heute erwirtschaftete Gewinne wichtiger als unkalkulierbare Zukunftsmusik. Allerdings ist es umso besser, wenn wir mögliche Zukunftschancen für einen attraktiven Preis mitkaufen können.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Werbung, Soziale Netzwerke
Unternehmenssitz	USA
Eigentümer/Familie	Mark Zuckerberg
Umsatz 2021 (in Mio.)	114.931
EBIT 2021 (in Mio.)	46.753
Bilanzsumme (in Mio.)	165.987
Return on Assets (RoA)	24%
Eigenkapitalquote	76 %
Nettoverschuldung	\$ 48 Mrd. Nettoliquidität
(Ø Kaufkurs/Aktie)	\$ 229,6

Neue Position - Intel (INTC)

Intel ist ein führender Chipentwickler und -hersteller und konkurriert auf diesem Gebiet unter anderem mit Unternehmen wie AMD bzw. dessen taiwanesischer Auftragsfertiger TSMC und Samsung.

Wir konnten die Aktien zu einem Preis von rund 46 USD kaufen, was etwa dem 9-fachen der Gewinne und fundamental der Aktienbewertung von 2009 und 2012 entspricht. Intel hat dabei eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung und erwirtschaftet einen hohen freien Cashflow. Der Konzern ist in den letzten Jahren in der Fertigung von 7-Nanometer-Chips hinter die taiwanesischen Konkurrenz TSMC und damit AMD zurückgefallen. Während sie im Desktop PC-Markt weiterhin führend sind, haben sie dies im Smartphone-Bereich bisher versäumt. Intel plant deshalb in den nächsten Jahren hohe Milliardeninvestitionen in Europa und den USA. Während die Wall Street daran glaubt, dass AMD das Rennen gewinnen wird, glauben wir daran, dass der große Bewertungsabschlag zur Konkurrenz übertrieben ist und die

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Halbleiterhersteller
Unternehmenssitz	USA
Dividendenzahlung	Ja
Umsatz 2021 (in Mio.)	79.024
EBIT 2021 (in Mio.)	19.460
Bilanzsumme (in Mio.)	168.406
Eigenkapitalquote	59 %
Nettoverschuldung	Keine Finanzschulden
KBV bei Einkauf	1,8
(Ø Kaufkurs/Aktie)	\$ 45,2

Technologielücke geschlossen werden kann. Insiderkäufe des neuen CEOs und hoch angesehenen Ingenieurs Pat Gelsinger, sowie des gesamten Führungsteams bei ähnlichem Aktienpreis bestärken uns darin.

Zudem befinden sich im Portfolio des Unternehmens einige Beteiligungen mit großem Potential wie die Tochtergesellschaft Mobileye, welche Assistenzsysteme für mobiles Fahren herstellt und bis dato keinen nennenswerten Beitrag zum Unternehmensgewinn leistet.

Neue Position – Imasen Electric (7266.T)

Imasen ist ein in Japan ansässiger Autozulieferer, welcher sich u.a. auf elektrische Sitzversteller, Fensterheber und Hupen spezialisiert. Zu den größten Kunden zählen Mazda, Nissan, Honda und Mitsubishi.

Imasen ist ein reiner Bilanzkauf und ein weiterer Net Net in unserem Portfolio. So besitzt das schuldenfreie Unternehmen eine positive Nettoliquidität von JPY 11,09 Mrd.. Zu unserem Kaufzeitpunkt datierte Imasen nur noch zu 27% des Eigenkapitals.

Mit dieser makellosen Bilanz ist Imasen heute im Zuge gestiegener Produktionskosten unprofitabel. Der schwächere Yen sowie moderate Preissteigerungen sollten dem exportorientierten Unternehmen (41.5% Umsatz in Japan, 58,5% international) dennoch helfen zu historischen Margen wie in den Jahren 2018 oder 2019 zu gelangen. Anstatt eines Turnarounds zielt unser Investment mehr darauf ab, dass sich der Aktienpreis hin zu einem historischen Mittel erholt und die „übersehenen Vermögenswerte“ der Bilanz im Kurs reflektiert werden.

Übersicht (Angaben in Mrd. JPY)	
Geschäftsmodell	Autozulieferer mit Fokus auf elektr. Sitzversteller
Unternehmenssitz	Japan
Marktkapitalisierung	13,50
Umsatz FY 2022	85,16
EBIT FY 2022	-0,41
Kurzfr. Vermögenswerte	53,74
Eigenkapital	49,44
Gesamtverbindlichkeiten	30,38
Nettoverschuldung	JPY 11,09 Mrd. Nettoliquidität
(ø Kaufkurs/Aktie)	JPY 575

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 widerspiegeln 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.