

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q2 2022

Wertorientierte Aktienstrategie

30. Juni 2022

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	9,6 %
2.	HENKEL (HEND)	8,4 %
3.	SEABOARD (SEB)	5,3 %
4.	INTEL (INTC)	5,3 %
5.	HAL TRUST (HAL)	5,2 %
6.	PHILIP MORRIS (PM)	5,1 %
7.	BASF (BASd)	4,5 %
8.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	4,1 %
9.	META PLATFORMS (META)	4,1 %
10.	WELLS FARGO (WFC)	3,9 %
Summe		55,5%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.06.2022

Portfolioveränderungen

Kauf	VOLKSWAGEN (VOW3)
Kauf	POWELL IND. (POWL)
Kauf	HAL TRUST (HAL.AS)
Nachkauf	BASF (BASd)
Nachkauf	HENKEL (HEND)
Nachkauf	NOKIAN RENKAAT (TYRES)
Nachkauf	INTEL (INTC)
Verkauf	HUNTING PLC (HTG.L)
Verkauf	FMS ENTER. MIG. (FBRT.TA)
Reduziert	ALTRIA (MO)
Reduziert	BAYER (BAYNd)

Nennenswerte Ereignisse

Rekordpreise für Strom und Gas in Europa
Druck auf zyklische- und kapitalintensive Unternehmen
Verkauf von Hunting PLC und FMS Enterprises Migun Ltd.
Aggressive Zinserhöhungen der FED
EUR gegenüber USD unter Parität und auf niedrigstem Stand seit 20 Jahren
Attraktive Preise in Europa

Sehr geehrte Mitinvestoren,

unser Value Portfolio beendete das zweite Quartal mit -5,68% und das erste Halbjahr mit +0,82%. Getrieben von laufender Inflation, sinkendem Wachstum, dem Ukrainekrieg, der Energie- und Lebensmittelkrise sowie globalen Lieferkettenproblemen verzeichnete der S&P 500 das schlechteste Halbjahr seit 60 Jahren. Auch der DAX geriet in H1 2022 mit einem Verlust von -19,52% erheblich unter Druck.

Die relative Überrendite unseres Portfolios gegenüber dem MSCI World EUR Index lag Ende Juni bei +20,17% und gegenüber dem DAX bei +20,34%. Mit diesen Ergebnissen ist die Pecora Value Strategie im Jahr 2022 eine der erfolgreichsten long-only und nicht abgesicherten Aktienstrategien weltweit.

Europäische Energiepreise und die Auswirkungen

An der Europäischen Energiebörse EEX in Leipzig handeln die Deutschen Strompreis Futures (1 year ahead) zu 422,25 EUR. Hypothetisch läge damit die nächste Deutsche Stromrechnung bei rund 220 Mrd. EUR, was ca. 5% des Deutschen BIPs entspricht. Eine solche Stromrechnung würde den Großteil der chemischen- und kapitalintensiven verarbeitenden Industrie zum Erliegen bringen. Obwohl sich die Großhandelsstrompreise langfristig niedriger ansiedeln werden, so zeigt dieses Beispiel, in welcher Energieabhängigkeit sich Europa befindet.

Abbildung 1: Gaspreise in der Eurozone in weiß und Deutsche Strompreis Futures (1 Jahr voraus) in gelb



Quelle: Bloomberg, Twitter Holger Zschaepitz, Stand: 2. Sep 2022

Ein zentrales Problem ist die angespannte Stromsituation in Frankreich. Frankreich bezieht 72% seines Stroms aus Kernenergie. Aktuell sind aufgrund von Wartungen 56 französische Reaktoren nur 24 in Betrieb. Erschwerend

kommen aufgrund der Sommerhitze niedrige Wasserstände vieler Flüsse hinzu, welche zur Kühlung der Atomkraftwerke benötigt werden. Aus diesen Gründen importiert Frankreich bereits in der Sommerperiode enorme Mengen an Strom aus Deutschland. Fehlende Mengen werden mit Deutschen Steinkohle- und Gaskraftwerken ausgeglichen, was wiederum die Nachfrage nach Gas- und Steinkohle erhöht und mit dem Strompreis korrelieren lässt. Speziell die seit Anfang 2021 um das 10-fach gestiegenen Gaspreise stellen ein großes Problem für die Deutsche- und Europäische Industrie dar, was sich auch an den historischen Tiefstständen diverser zyklischer Aktien ablesen lässt.

Portfolio Update

Im April verkauften wir nach einer Haltedauer von knapp zwei Jahren unsere gesamte Position an FMS Enterprises Migun Ltd. (FBRT.TA) für 115,80 ILS pro Aktie und mit einem Gewinn von 63,21 % (einschließlich Dividenden). Desweiteren verkauften wir in zwei Schritten ebenso unsere gesamte Position von Hunting PLC (HTG.L) für 3,20 GBP und 3,52 GBP und mit einem deutlichen Gewinn von 104,78%, nachdem wir sie eineinhalb Jahre lang gehalten hatten. Außerdem reduzierten wir mit Gewinnen von über 50% (einschließlich Dividenden) unsere Altria Position bei 55,00 USD und reduzierten zudem unser Engagement in Bayer (BAYNd) zu einem Preis von 65,04 EUR. Durch diese Verkäufe erhöht sich der totale Portfolio Umschlag in H1 2022 auf 37%.

Diese Gelder wurden jedoch ähnlich wie in Q1 umgehend reinvestiert. Aufgrund der attraktiven Preise und günstigen Währung fokussierten wir uns abermals auf in Euro gehandelte Aktien. Mit HAL Trust (HAL.AS) und Volkswagen (VOW3) haben wir zwei neue Positionen in Europa aufgebaut. Ebenso haben wir unsere Beteiligungen an Nokian Tyres, BASF und Henkel erhöht. Zusätzlich stockten wir auch unsere Intel Position auf. Im Folgenden erläutern wir ebenso unseren Zukauf von Powell Industries, eine weitere Aktie, welche zum Zeitpunkt unseres Kaufs unter Liquidationswert handelte. Ende des zweiten Quartals halten wir 6,87% in Bargeld.

Neue Position – HAL Trust (HAL)

John Maynard Keynes, der geldpolitische Vordenker für die heute vorherrschende Zentralbankpolitik, sagte einmal: „Wenn die Inflation voranschreitet und der reale Wert einer Währung wild von Monat zu Monat schwankt, geraten alle dauerhaften Beziehungen zwischen Schuldner und Gläubigern, die das eigentliche Fundament des Kapitalismus bilden, völlig durcheinander, so dass sie fast bedeutungslos werden; und der Prozess des Vermögenszugewinn verkommt zu einem Glücksspiel und einer Lotterie“. Genau an diesem Punkt befinden wir uns heute in den meisten Ländern dieser Welt. Der Vermögensaufbau ist zur Lotterie geworden und führt aufgrund geldpolitischer Interventionen zu Boom- und Bust-Phasen, die ein immer stärkeres Ausmaß annehmen. Um diesem Problem mit einem vernünftigen Ansatz zu begegnen, investieren wir unser Kapital einerseits unter Berücksichtigung historischer Bewertungen der einzelnen Unternehmen immer am unteren Rand der Bewertungsbandbreite. Zum anderen investieren und denken wir wie Unternehmer. Daher sind auch fast 50% unseres Kapitals im Besitz von aktiven Unternehmern oder Unternehmern im Ruhestand bzw. solchen, die im Aufsichtsrat tätig sind. Diese schauen nicht auf Börsenkurse, ihren aktuellen Marktwert oder Quartalsergebnisse. Dagegen werden sie von zwei Dingen motiviert: ihr Kapital zu erhalten und im Geschäft zu bleiben, sowie ihr akkumuliertes Kapital zu vermehren. Studien, über welche wir an dieser Stelle bereits berichteten, kamen daher nicht überraschend zu dem Ergebnis, dass sich die Aktien eigentümergeführter Unternehmen bei Betrachtung längerer Zeiträume überdurchschnittlich entwickelten.

Der HAL Trust ist die neueste Akquisition in unserem Portfolio, welcher in diese Kategorie eines eigentümergeführten Unternehmens fällt. Der langjährige Aufsichtsratsvorsitzende und Hauptaktionär Martijn van der Vorm ist relativ unbekannt, obwohl seine Aktien börsennotiert sind. Dies liegt auch daran, dass er nicht mit Analysten spricht und auch ansonsten keine Interviews gibt. Seit Gründung des Unternehmens ist es sein Ziel, durch das Kaufen und Halten von Unternehmensbeteiligungen den langfristigen Unternehmenswert zu steigern. Ohne Lärm

konnte er so in den letzten 35 Jahren sein Vermögen und das der Aktionäre um mehr als 10.000% steigern. Wenn man sich die Jahresberichte und -bilanzen dazu anschaut, fällt auf, dass er dies ohne Schuldenaufnahme geschafft hat. Nach dem Verkauf der Augentoptikerkette GrandVision (u.a. Apollo Optik) schwimmt HAL aktuell im Bargeld. Ein Teil davon wird nun für die vollständige Übernahme des weltweit größten Seebaggerunternehmens zum Zwecke der Freihaltung von Häfen, Landgewinnung und Küstenschutz Royal Boskalis Westminster eingesetzt. Daneben hält HAL unter anderem eine Beteiligung an Koninklijke Vopak N.V (VPK), dem weltweit größten unabhängigen Lagerunternehmen für Mineralöl, Gas und Chemieprodukte, sowie an SBM Offshore (SBMO), einem Zulieferer für die Offshore-Erdöl und Gas-Industrie. Neben vielen weiteren Unternehmensbeteiligungen ist HAL auch in der Immobilienprojektentwicklung und dem Halten von Immobilien tätig. Der Fokus liegt dort traditionell auf den Regionen Seattle (USA) und Niederlande.

Übersicht (Angaben in EUR)	
Geschäftsmodell	Investmentgesellschaft
Unternehmenssitz	Curaçao / Niederlande
Hauptaktionär	Martijn van der Vorm
Eigenkapital (in Mio.)	12.387,2
Eigenkapitalquote	60 %
Nettoverschuldung	500 Mio. Nettofinanzposition
KBV bei Einkauf	0,9
(Ø Kaufkurs/Aktie)	137 €

Neue Position - Volkswagen (VOW3)

Während des 2. Quartals nahmen wir ein weiteres altbekanntes Unternehmen in unser Portfolio auf. Wir kauften Volkswagen Aktien zu 41% des Buchwerts und damit zu einer günstigeren Bewertung als 2016 nach dem damaligen Dieselskandal.

Volkswagens Absätze sind wegen globaler Lieferkettenprobleme rückläufig. Jedoch konzentriert sich das Management aus Wolfsburg auf die margenstarken Teile des Konzerns. So konnten insbesondere Porsche und Audi dazu beitragen die Umsatzrendite in 2021 auf über 8% zu heben. Mit einem EBIT von 20,03 Mrd. EUR konnte Volkswagen bisher ebenso erhöhte Einkaufspreise durch Preiserhöhungen an Endkunden weiterreichen.

Übersicht (Angaben in EUR)	VOLKSWAGEN <small>AKTIENGESELLSCHAFT</small>
Geschäftsmodell	Autobauer
Unternehmenssitz	Deutschland
Umsatz 2021 (in Mio.)	250.200
EBIT 2021 (in Mio.)	20.026
Bilanzsumme (in Mio.)	528.609
KBV bei Einkauf	0,41
(Ø Kaufkurs/Aktie)	125,96 €

Zudem steht die Porsche IPO vor der Tür und es kursieren Bewertungen, welche die heutige Marktkapitalisierung des gesamten VW Konzerns überschreitet. Durch die Porsche IPO verfolgt VW ein ähnliches Ziel wie Fiat bei der damaligen Abspaltung von Ferrari. Ferrari kann heute als eigenständiges, börsennotiertes Unternehmen viel höhere Bewertungen erreichen als eingebunden in die Fiat Holding Struktur vor dem Börsengang. Ferrari ist heute mit einer Marktkapitalisierung von 47,31 Mrd. EUR bewertet. Ferrari schaffte in 2021 ein EBIT von 1,07 Mrd. EUR und handelt somit zu einem Preis / EBIT von 44,21. Zum Vergleich erreichte Porsche in 2021 eine EBIT von 5,00 Mrd. EUR und somit rund das 5-fache von Ferrari. Angesichts der starken Marken- und Preissetzungsmacht scheint eine Bewertung nahe der 100 Mrd. EUR nicht unrealistisch und sollte für Aktionäre erheblich mehr Wert generieren als eingebunden in der Volkswagen AG.

Neue Position – Powell Industries (POWL)

Powell Industries konnten wir im 2. Quartal zum Liquidationswert und damit ohne Berücksichtigung des vorhandenen Anlagevermögens kaufen. Das Unternehmen ist Hersteller von Elektroschaltanlagen, Schaltwarten und Überwachungssystemen für elektrische Energie. Das Unternehmen war von der COVID-Krise stark getroffen, da die Kunden insbesondere in der Schwerindustrie, der Petrochemie, Öl- und Gasraffinerie, Bergbau und Metallindustrie angesiedelt sind. Als klassischer „Zigarrenstummel“ haben wir das Unternehmen mit einem historischen Bewertungsabschlag unter Buchwert gekauft und warten auf eine Rückkehr zur normalisierten Bewertung. Die Bilanz weist zudem als weitere Sicherheit keine Finanzschulden, sondern ein Nettofinanzpolster aus.

Übersicht (Angaben in USD)	
Geschäftsmodell	Hersteller von Elektroschaltanlagen
Hauptaktionär	Thomas W. Powell
Unternehmenssitz	USA
Umsatz 2021 (in Mio.)	471
Eigenkapital (in Mio.)	301
Bilanzsumme (in Mio.)	436
KBV bei Einkauf	0,79
(ø Kaufkurs/Aktie)	\$19,90

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.