

# Pecora Capital LLC

## Quartalsbericht Q4 2022

### Wertorientierte Aktienstrategie

31. Dezember 2022

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	9,8 %
2.	HENKEL (HEND)	8,0 %
3.	SEABOARD (SEB)	5,0 %
4.	HAL TRUST (HAL)	4,9 %
5.	PHILIP MORRIS (PM)	4,7 %
6.	BASF (BASd)	4,4 %
7.	INTEL (INTC)	4,4 %
8.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	4,1 %
9.	META PLATFORMS (META)	3,7 %
10.	SK KAKEN (4628.T)	3,5 %
<b>Summe</b>		<b>52,5%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2022

#### Portfolioveränderungen

Verkauf Powell Industries (POWL)

#### Nennenswerte Ereignisse

Aktien unter Liquidationswert mit positivem Ergebnisbeitrag

Zinssätze steigen weiter, Inflation verharrt auf hohem Niveau

Renaissance des Value Investing

Attraktive Bewertungen in Aktien weltweit bieten Möglichkeiten

Sehr geehrte Mitinvestoren,

unser Value Portfolio beendete das vierte Quartal mit einer Entwicklung von 5,02% und das Jahr 2022 mit einem Zuwachs von 1,14%.

Die relative Überrendite unseres Portfolios gegenüber dem MSCI World EUR Index lag Ende Dezember bei 13,92% und gegenüber dem DAX bei 13,49%. Mit diesen Ergebnissen ist die Pecora Value Strategie im Jahr 2022 eine der erfolgreichsten long-only und nicht abgesicherten Aktienstrategien weltweit.

### Portfoliobaustein: Aktien unter Liquidationswert mit hoher Nettoliquidität

Einen wesentlichen Beitrag zu unserem Ergebnis lieferte die Positionierung in Unternehmen, welche mit einem Abschlag zu Ihrem Liquidationswert handeln. Wir haben in vorherigen Berichten immer wieder darauf verwiesen, dass dies die konservativste und historisch rentabelste Aktienstrategie ist. Warren Buffett hat diese Strategie zwischen 1957 und 1968 erfolgreich eingesetzt. Gleichgesinnte Investoren wie Walter Schloss, Peter Cundill und Renaissance Technologies verwendeten dieselbe Herangehensweise erfolgreich über Jahrzehnte hinweg. Wir möchten zum Jahresstart einen Überblick dazu geben, welche Renditen wir mit diesen Aktien seit unseren ersten Net-Net Käufen im September 2020 erwirtschaften konnten.

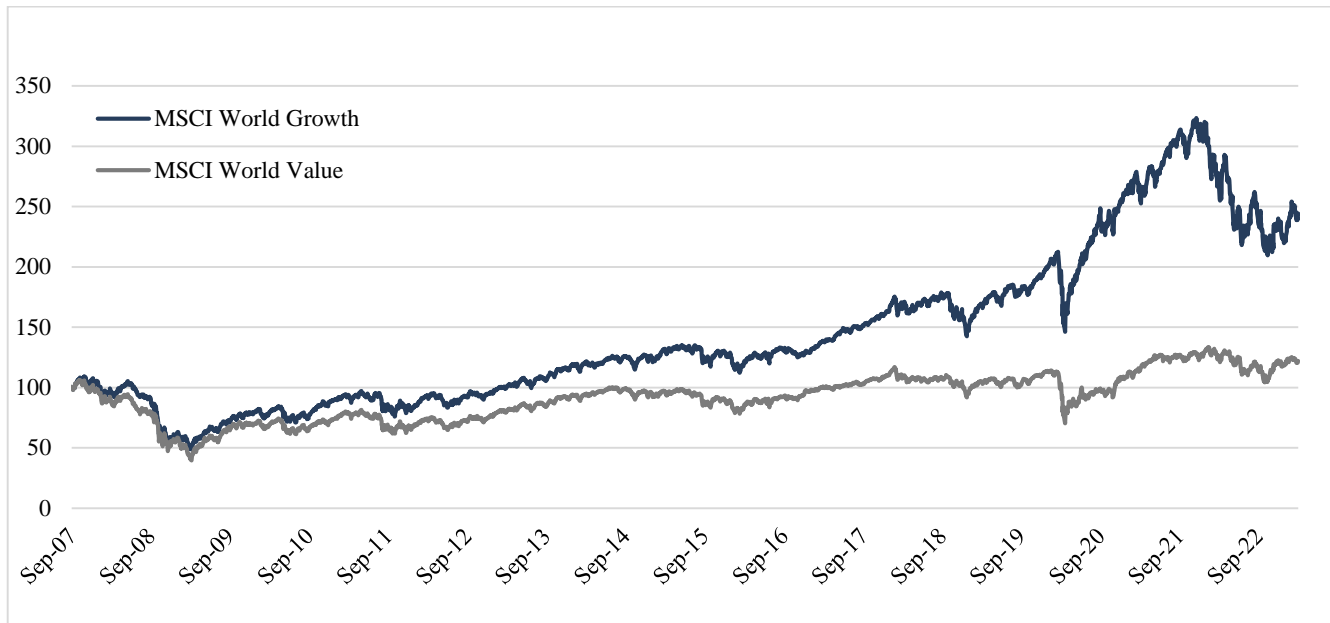
**Abbildung 1: Übersicht der nach Liquidationswert ausgewählten Portfoliounternehmen, Stand: 31.01.2022, Währungseffekte ausgenommen.**

Unternehmen	Ticker	Preis zu NCAV bei Kauf	Preis zu Buchwert bei Kauf	Rendite	Verkauft
Hunting	HTG.L	0,86x	0,37x	104,31%	Ja
Powell Industries	POWL	1,43x	0,79x	69,50%	Ja
Cal-Maine Foods	CALM	5,61x	1,72x	35,40%	Ja
Tigers Polymer	4231.T	0,55x	0,29x	-4,47%	Nein
Tokyo Radiator	7235.T	0,52x	0,34x	49,50%	Nein
Universal Stainless	USAP	0,91x	0,25x	21,21%	Nein
SK Kaken	4628.T	1,22x	0,95x	3,11%	Nein
Imasen Electric	7266.T	0,48x	0,29x	23,09%	Nein
Lonseal	4224.T	0,73x	0,41x	-15,56%	Nein
Sintokogio	6339.T	0,59x	0,37x	-3,38%	Nein

### Renaissance des Value Investings - Geld hat wieder einen Preis

Vorbei ist also das Jahr 2022, welches für viele Investoren eine Zäsur darstellt. Zum ersten Mal seit über einem Jahrzehnt hat Geld wieder einen Preis. So rentieren heute beispielsweise die 10-jährige US-Staatsanleihe bei ca. 4% und die 10-jährige deutsche Bundesanleihe bei knapp 3%. Vorbei also die Zeit als niedrige Zinssätze dazu führten, dass Aktien auf Basis weit in der Zukunft erwarteter Cashflows bewertet wurden und Wachstumsaktien eine außerordentliche Outperformance erfuhren, während Value-Aktien mit niedrigen Bewertungen abgestraft wurden. So überrascht es uns auch nicht, dass Value-Aktien im letzten Jahr den seit 2009 bestehenden Trend brachen und die Wachstumsaktien besonders stark übertrafen, wie man auch dem nachfolgenden Vergleich entnehmen kann.

**Abbildung 2: Vergleich MSCI All-Cap World Value vs. MSCI All-Cap World Growth (09/2007 – 01/2023)**

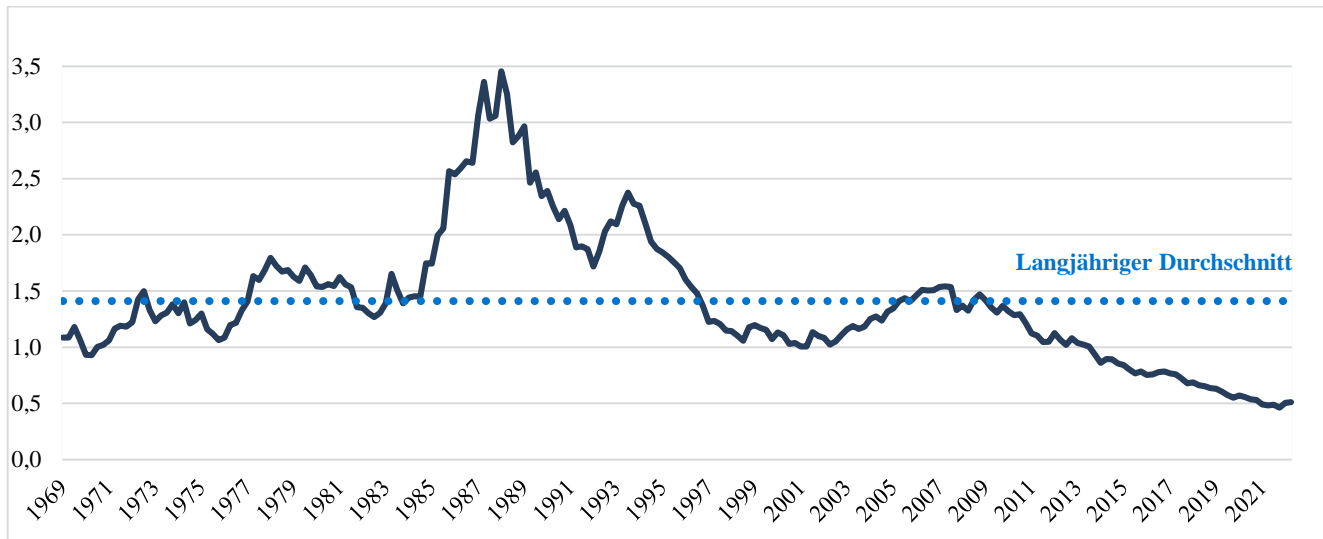


Quelle: Bloomberg, Daten vom 05.03.2023

### **Trendwende – Warum wir auf ein internationales Portfolio setzen**

Geographisch betrachtet gab es in der zweiten Hälfte des letzten Jahres eine Überraschung. So hatten Nicht-US-Aktien zum ersten Mal seit der Weltfinanzkrise wieder die Nase vorne. Dies lag insbesondere daran, dass die US-Technologieaktien des Leitindex NASDAQ besonders stark korrigierten, während rohstoffreiche Länder wie Mexiko oder Brasilien besonders von steigenden Rohstoffpreisen profitierten und China nach den COVID-Lockerungen von einem Wirtschaftsaufbruch im 4. Quartal berichtete. Bei Betrachtung des langjährigen Durchschnitts bleibt das Preisverhältnis von Nicht-US-Aktien zu US-Aktien dennoch auf einem seit vielen Jahrzehnten nicht mehr gesehenen Tiefststand wie Abbildung 3 zeigt. Wir denken daher, dass man in einem solchen Umfeld Nicht-US-Aktien nicht meiden, sondern in diesem Segment gezielt Investments suchen sollte. So haben wir im letzten Jahr auch einige europäische und japanische Unternehmen zu günstigen Preisen in unser Portfolio aufgenommen.

Abbildung 3: Nicht US-Aktien handeln im Vergleich zu US-Aktien auf einem Mehrjahrzehnttieft.



Quelle: Bloomberg, Daten vom 05.03.2023

Eine Zeit hoher Inflation und langsamen BIP-Wachstums war historisch schon einmal in den 1970er Jahren zu beobachten, als sich die Weltwirtschaft über ein Jahrzehnt in einer Stagflation befand mit Inflationsraten von über 8% p.a.. Das OPEC-Embargo als Antwort auf den Mittelostkrieg fachte damals die Energiepreise ähnlich stark an wie heute die Sanktionen gegen Russland infolge der russischen Invasion. Auch damals folgte der Inflation eine Rezession. Interessant zu beobachten war damals, dass Value-Aktien (das günstigste Quintil nach Preis/Buchwert-Verhältnis) den gesamten Aktienmarkt um 7% p.a. schlugen und damit eine der wenigen Anlageklassen waren, die reale Renditen erwirtschafteten. Einer der Hauptgründe dürfte damals der Startpunkt gewesen sein. Die großen Blue-Chip-Aktien Amerikas befanden sich Ende der 1960er in einer immensen Bewertungsblase (Nifty-Fifty-Blase), welcher im folgenden Jahrzehnt die Luft entwich. Die Geschichte wiederholt sich zwar nie eins zu eins, sie reimt sich allerdings.

### Unternehmensupdate und Portfolioveränderungen

Wir glauben wie dargestellt, dass dieses Jahrzehnt den Value-Aktien gehört. Unsere Unternehmen haben in der Berichtsperiode ebenfalls unterschiedliche Ergebnisse berichtet, wobei wir einen kleinen Auszug hier teilen wollen.

**Seaboard Corporation** berichtete Rekordumsätze in 2022, was vor allem auf die Segmente Seefahrt und Agrarhandel zurückzuführen war. Auch die operativen Gewinne lieferten diese beiden Geschäftssegmente, während die Schweinefleischvermarktung und -produktion unter den erhöhten Lebensmittelpreisen und damit hohen Erzeugerpreisen litt. Das Eigenkapital pro Aktie konnte Seaboard um 10% auf Jahressicht ausbauen, wodurch die Aktie unter Buchwert handelnd weiterhin eine wichtige Position in unserem Portfolio bleibt.

**Powell Industries** berichtete ebenfalls Rekordbestellungen seiner Kunden, die zu einem großen Teil im Bereich Öl- und Energieindustrie, sowie Schwerindustrie tätig sind. Infolge gestiegener Rohstoffpreise sind die Unternehmen ausgabefreudiger, um in neue Anlagen und damit Schaltschränke zu investieren. Die positiven Nachrichten führten zu einem starken Anstieg des Aktienkurses, was wir zum erfolgreichen Verkauf unserer Position nutzten. Überdurchschnittlich schnell konnten wir nach wenigen Monaten eine Rendite von 69,50% mit diesem Unternehmen erwirtschaften.

**Nokian Tyres** fuhr wie erwartet Verluste in einem beispiellosen Geschäftsumfeld ein. Schwer wiegt die Entscheidung eines vollständigen Rückzugs aus dem Kernmarkt Russland innerhalb weniger Monate, wodurch der Hauptproduktionsstandort wegfällt. Nokian plant nun als Produktionsersatz ein Werk zur Reifenherstellung in Rumänien mit einer Investitionssumme von rund 650 Mio. EUR. Nichtsdestotrotz bleibt die Unsicherheit über die zukünftige Profitabilität ohne Russlandaktivitäten. So notiert die Aktie weiterhin mit einem Abschlag zum Eigenkapitalwert, weshalb wir die Aktien auch weiterhin attraktiv einschätzen und halten.

**Meta Platforms** berichtete besser als erwartete Unternehmenszahlen für das 4. Quartal. Besonders gut finden wir die Erkenntnis von Mark Zuckerberg für 2023 das „Jahr der Effizienz“ auszurufen und sich darauf zu konzentrieren, wieder eine stärkere und wendigere Organisation zu bilden. So sollen unter anderem über 11.000 von 86.000 Mitarbeitern entlassen werden, die während der Covid-Zeit eingestellt wurden. Zudem sollen weitere Aktien zurückgekauft werden, um einen Mehrwert für uns Aktionäre zu schaffen. Wir beobachten dabei genau, wie viele Aktien andererseits für Mitarbeiterbonusprogramme ausgegeben werden.

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.