

# Pecora Capital LLC

## Quartalsbericht Q2 2023

### Wertorientierte Aktienstrategie

30. Juni 2023

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	HENKEL (HEND)	8,7 %
2.	HAL TRUST (HAL)	6,0 %
3.	PHILIP MORRIS (PM)	5,4 %
4.	SEABOARD (SEB)	5,2 %
5.	INTEL (INTC)	5,1 %
6.	SWATCH GROUP (UHR)	4,8 %
7.	BASF (BASd)	4,4 %
8.	VOLKSWAGEN (VOW3)	4,3 %
9.	FRESNILLO PLC (FRES)	4,0 %
10.	NOKIAN RENKAAT (NRE)	3,9 %
<b>Summe</b>		<b>51,8%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.06.2023

#### Portfolioveränderungen

Kauf	FRESNILLO PLC (FRES)
Kauf	3M (MMM)
Nachkauf	HAL TRUST (HAL)
Nachkauf	BASF (BAS)
Nachkauf	VOLKSWAGEN (VOW3)
Verkauf	META PLATFORMS (META)
Verkauf	UNIVERSAL STAINLESS & ALLOY PRODUCTS (USAP)

#### Nennenswerte Ereignisse

Neue Positionen – Fresnillo PLC (FRES) und 3M (MMM)
Steigende Zinsen führen zu ersten Marktverwerfungen
Unternehmen in der Verschuldungsfalle
Unsere Aktien unter Liquidationswert tragen positiv zur Wertentwicklung bei.

Sehr geehrte Mitinvestoren,

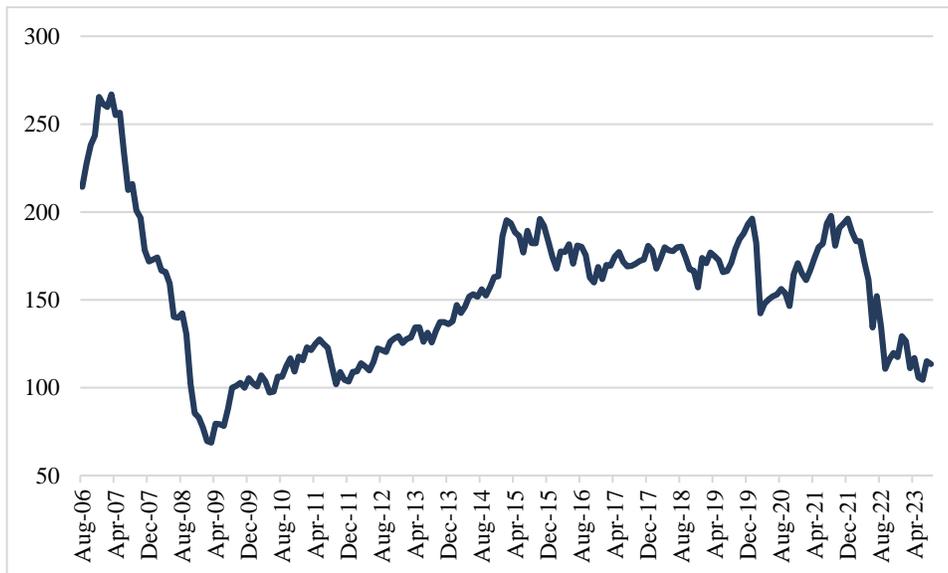
unser Value Portfolio beendete das zweite Quartal mit -1,87% womit sich unser Ergebnis zum Halbjahr auf 7,38% beläuft.

### Steigende Zinsen – erste Marktverwerfungen

Das 2. Quartal stand ganz im Zeichen steigender Zinsen. So begann das Quartal mit mehreren Bankpleiten mittelgroßer Banken in den USA. Durch die jahrelange Nullzinspolitik wurden sie von den Zentralbanken in eine gefährliche Zinsfalle gelockt, die nun bei steigenden Zinsen dramatisch zuschnappt.

Auch in Europa mehren sich die Meldungen von Unternehmensinsolvenzen im Immobiliensektor infolge steigender Zinsen und damit geringerer Käufernachfrage in Kombination mit gestiegenen Baukosten. Insbesondere Projektentwickler sind hier als erstes betroffen, wie man an mehreren Insolvenzen im deutschen Entwicklermarkt erkennt. Und auch die Entwicklung des europäischen Index der größten 600 Immobilienaktien spricht Bände.

**Abb. 1: Folgen der Zinspolitik – Europäische Immobilienaktien (STXE 600 Immobilien) in der Verschuldungsfalle**



Bereits in unseren Quartalsberichten von 2019 haben wir vor den Folgen einer langanhaltenden Nullzinspolitik gewarnt und Japan im Jahr 1989 als ein anschauliches Beispiel einer massiven Vermögenspreisblase des Immobiliensektors herangezogen. Es gilt also weiter zu beobachten, ob die Zentralbanken die Geldmenge weiter reduzieren und entsprechend höheren Zinsen durchsetzen werden, was vor allem Unternehmen mit hohen Schulden vor weitere Probleme stellen wird.

### Portfolio-Update

Unser Portfolio zeigte sich in diesem Marktumfeld resilient und bewegte sich seitwärts. Die größten Performancebeiträge in unserem Portfolio stammten dabei von Meta Platforms (META), Sintokogio (6339.T), Tigers Polymer (4231.T) und Universal Stainless & Alloy Products (USAP).

Im Laufe des Quartals haben wir daher auch Meta zunächst reduziert und aufgrund des starken Kursanstieges zu einem fairen Preis verkauft. Wir gehen davon aus, dass dieser erneute Aufschwung bei Technologieaktien bald

vorbei sein wird und es zu einer Rückkehr zu Value-Aktien kommen wird. Darüber hinaus haben wir unsere Position in Universal Stainless & Alloy Products, Inc. (USAP) nach einer Haltedauer von 2,5 Jahren verkauft. USAP erwies sich als eine weitere erfolgreiche Investition in ein Unternehmen, welches wir mit einem Rabatt auf seinen Liquidationswert erworben hatten.

Negativ für unsere Wertentwicklung zeigte sich bis dato unser Neueinkauf Fresnillo PLC, der nochmals günstiger wurde und nun zu seinem historischen Tief handelt (siehe Unternehmensvorstellung). Zusätzlich litt das Portfolio unter der weiteren Abschwächung des japanischen Yens, sowie der konjunkturellen Abkühlung in der zyklischen europäischen Industrie.

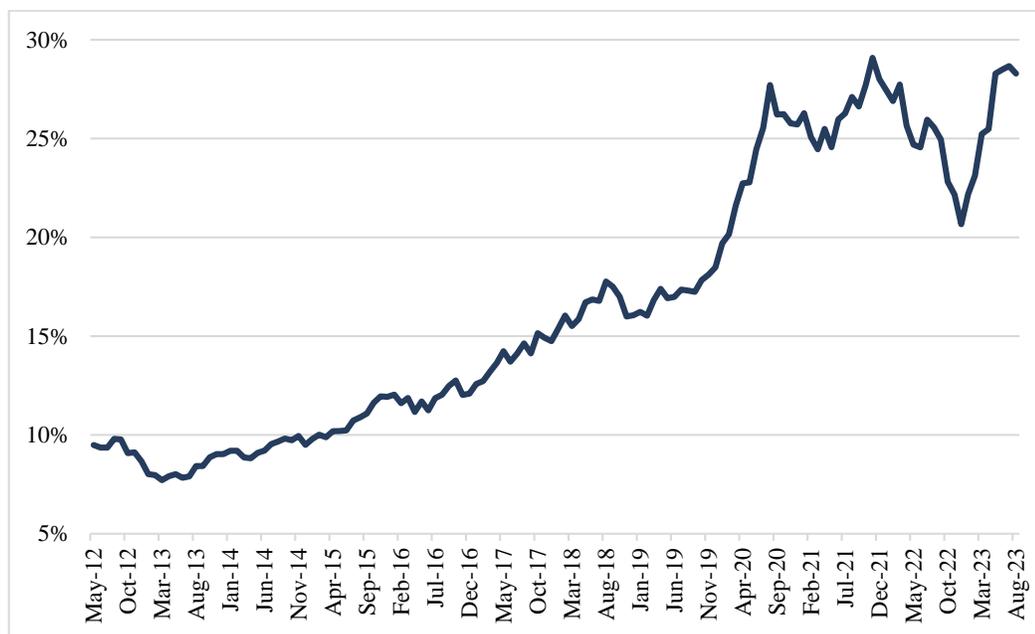
Im Juni waren wir daher auch überdurchschnittlich aktiv und stockten unsere Positionen an den europäischen Unternehmen HAL Trust, BASF und Volkswagen auf. Zudem nutzten wir die Schwächephase unserer langfristigen Beteiligung Seaboard Corp. (SEB) und stockten abermals zu sehr attraktiven Preisen unter Buchwert auf. Das Unternehmen leidet aufgrund geringerer Frachtschiffahrtserträge in der Marinesparte, sowie der grassierenden Kosteninflation in der Agrarsparte. Nichtsdestotrotz konnte der Buchwert zuletzt aufgebaut und die Eigenkapitalquote nochmals auf knapp 65% ausgebaut werden.

**Die Lemminge kaufen Tech-Aktien in der Hoffnung der Rezession zu entkommen**

In Anbetracht der Tatsache, dass die Renditekurve der US-Staatsanleihen derzeit so invers ist wie seit 42 Jahren nicht mehr, könnte eine vorsichtige Herangehensweise dennoch ratsam sein.

So überrascht es auch, dass viele Anleger gerade die Flucht nach vorne antreten und munter in die 10 größten Unternehmen der USA investieren, wodurch hier mittlerweile ein aus unserer Sicht starkes Konzentrationsrisiko besteht. Obwohl die Marktkapitalisierung der 10 größten Unternehmen des S&P 500 mit Stand 30.06.2023 31,7% des Index ausmachen, ist ihr Gewinnbeitrag für den Index drastisch auf 21,5% zurückgegangen. Die Dominanz der Mega-Caps lässt sich aktuell folglich aus fundamentaler Sicht nicht rechtfertigen.

**Abb. 2: Gewichtung der größten 7 Aktien im S&P 500**



Als Extrembeispiel sei NVIDIA genannt, einer der größten Entwickler von Grafikprozessoren und der Hauptprofiteur des Hypes rund um Künstliche Intelligenz (KI). Wenn man heute NVIDIA-Aktien kauft, kosten diese das 40-fache des historischen Jahresumsatzes. Das sind 40 Jahre, bis Sie als Aktionär Ihr Geld zurückerhalten, vorausgesetzt, dass die Kosten bei 0 USD liegen, 0 % Steuern anfallen und die Auszahlungsquote bei 100 % liegt. Viel Glück. Denn bisher hat an der Börse noch jeder Hype – meist unangenehm für den letzten Lemming – geendet.

**Abb. 3: Nvidia Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) seit 1999**



## Portfolio Update

### Neue Position – Fresnillo PLC (FRES)

Fresnillo ist der weltweit größte Silberproduzent und einer von Mexikos größten Goldproduzenten. Fresnillo notiert dabei an der Londoner Börse, wobei 75% des Stammkapitals im Besitz des mexikanischen Familienunternehmens Peñoles sind. Als Aufsichtsratsvorsitzender sorgt Alejandro Baillères als Eigentümerversorger für eine langfristige und konservative Geschäftsausrichtung.

Fresnillo erscheint uns zum einen fundamental günstig und hat zum anderen eine im Sektorvergleich sehr hohe Eigenkapitalquote. Zwischenzeitlich notiert die Aktie in der Nähe des historischen Tiefpunkts vom Oktober 2008 während der Weltfinanzkrise. Silber- und Goldbauunternehmen sind dabei besonders kapitalintensiv und leiden zu Beginn einer Inflationsphase aufgrund steigender Produktionskosten (Material, Energie, Personal). Sobald die Inflation allerdings nachgelagert zu steigenden Silber- und Goldpreisen führt, sollten sich auch die Minenunternehmen entsprechend überdurchschnittlich entwickeln. Dies konnte man historisch beispielsweise in der Hochinflationzeit während der 1970er Jahre beobachten.

Übersicht (Angaben in GBP)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Investmentkriterium
Eigenkapital (in Mio.)
Eigenkapitalquote
Hauptaktionär
Nettoverschuldung
KBV bei Einkauf (Ø Kaufkurs/Aktie)

 <b>FRESNILLO®</b>
Silber- und Goldproduktion
Großbritannien
Familienunternehmen + niedrige Bewertung
3.256
62 %
Peñoles (Fam. Baillères)
257 Mio.
1,6
757 GBX

**Neue Position – 3M (MMM)**

Im letzten Quartal haben wir zudem eine Position in 3M (MMM) zu einem Durchschnittspreis von 100.61 USD pro Aktie aufgebaut. 3M ist das weltweit führende Werkstoffunternehmen und verkündete zuletzt, dass es aufgrund des Drucks von Aufsichtsbehörden bis Ende 2025 die Herstellung sogenannter PFAS, nicht abbaubare und umweltschädliche Chemikalien, einstellen werde. Konkret ging es den Behörden um die Verunreinigung von Trink- und Grundwasser. Der Umsatzanteil des betroffenen Geschäftsbereiches beträgt rund 4% des Gesamtumsatzes und sollte daher verkraftbar sein. In diesem Zuge wurde das Unternehmen in den USA nun auch zu einer Strafe von rund 10,3 Mrd. USD verurteilt, wodurch entsprechende Rechtssicherheit für die Aktionäre entsteht. Die Zahlungen müssen innerhalb eines Zeitraums von 13 Jahren fließen.

Übersicht (Angaben in USD)
Geschäftsmodell
Unternehmenssitz
Investmentkriterium
EV / EBIT bei Einkauf
Nettoverschuldung
Return on Assets
(Ø Kaufkurs/Aktie)


Werkstoffe
USA
Hoher RoA + niedrige Bewertung
9,4
12.46 Mrd.
12%
100.61

Während das Unternehmen im Jahr 2017 noch als Dividendenkönig und Weltmarktführer an der Börse gefeiert wurde, gilt die Aktie bei Preisen von mehr als 50% unter ihrem Höchststand vielen als zu riskant. Der Aktienkurs ist hier aus unserer Sicht einmal mehr das Opfer eines negativen Narrativs und wir konnten die Aktien zum rund 9-fachen des Betriebsergebnisses (EBIT) unter Berücksichtigung der Verschuldung kaufen. 3M konnte zudem historische Renditen auf die Bilanzsumme von mehr als 10% erwirtschaften, was auf eine überdurchschnittliche Qualität zurückschließen lässt.

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.