

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q1 2020

Wertorientierte Aktienstrategie

31. März 2020

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	11,4 %
2.	IMPERIAL BRANDS (IMB)	11,3 %
3.	WELLS FARGO (WFC)	9,3 %
4.	BAYER (BAYN)	8,3 %
5.	CHENIERE ENERGY (LNG)	6,0 %
6.	ALTRIA (MO)	5,9 %
7.	KRONES (KRNd)	5,0 %
8.	WPP (WPP)	5,0 %
9.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	4,5 %
10.	IMPERIAL OIL (IMO)	4,4 %
Summe		71%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.03.2020

Portfolioveränderungen

Kauf	HENKEL (HEND)
Kauf	IMPERIAL OIL (IMO)
Kauf	BASF (BASd)
Verkauf	NOVO NORDISK (NOVC)
Verkauf	CAL-MAINE FOODS (CALM)
Verkauf	SYNCHR. FINANCIAL (SYF)
Nachkauf	SWATCH (UHR)
Nachkauf	GROUPE GULLIN (ALGIL)
Nachkauf	IMPERIAL BRANDS (IMB)
Nachkauf	ALTRIA (MO)
Nachkauf	WELLS FARGO (WFC)
Tausch	YATRA (YTRA) / EBIX (EBIX)

Nennenswerte Ereignisse

Geldschwemme der Zentralbanken
 Beispiellose Krise im Energiesektor
 Rekordunsicherheit bietet Möglichkeiten
 Robuste Q1 Earnings unserer Unternehmen

Sehr geehrte Mitinvestoren,

Vorab hoffen wir, dass Sie und Ihre Familien während dieser Zeit von COVID-19 bei bester Gesundheit und in Sicherheit sind.

Im März sind die globalen Aktienmärkte mit noch nie dagewesener Geschwindigkeit gefallen. Auch unser langfristig ausgerichtetes Value Portfolio war gegen solch starke Rückgänge nicht immun und ist zum Ende des ersten Quartals identisch wie der Russell 2000 um -32% gefallen. Während wir dieses Update verfassen, so hat sich das Portfolio im April um mehr als 10% nach oben bewegt.

Wenn wir Anteile an einem Unternehmen kaufen, dann zielen wir darauf ab, verlässliche zukünftige Cashflows zu einem Discount zu erwerben. Wir versuchen nicht den Markt zu timen, sondern wir stützen uns auf die Ergebnisse und den Preis einzelner Unternehmen. Benjamin Graham hat es einst so beschrieben: *„Kurzfristig ist der Markt eine Stimmungsmaschine, aber auf lange Frist eine Waage.“* Mit den Ausgangsperren in Europa und Amerika war die kurzfristig ausgerichtete Emotionsmaschine im März und April in vollem Schwung und so schien es, als würde „Mr. Market“ erst die düster prognostizierten Unternehmensgewinne und anschließend die Liquiditätsschwemme der Zentralbanken einpreisen. Normalerweise offenbaren solch kurzfristige Preisanomalien attraktive Möglichkeiten, da sich die Aktienpreise auf lange Frist immer Ihrem intrinsischen Wert annähern.

Es ist wichtig sich daran zu erinnern, dass der Wert eines Unternehmens der Kapitalwert der Geldströme ist, die es während seiner Lebensdauer erwirtschaftet. Viele Investoren und Marktkommentatoren sind pausenlos damit beschäftigt heuristisch den Unternehmen ein Kurs-Gewinn Multiple der nächstjährigen Gewinne zuzuordnen. Diese Vorgehensweise ist im jetzigen Umfeld nicht mehr valide, da die Gewinne der nächsten 12 Monate nicht der Gewinnkraft der meisten Unternehmen entsprechen. Die Umsätze und die Gewinne vieler Unternehmen werden für das nächste Jahr extrem schlecht und in manchen Fällen sogar desaströs ausfallen. Dennoch wird es auch Firmen geben, welche mit starker Bilanz und einer dominanten Marktposition kein zusätzliches Kapital benötigen um die vom Virus hervorgerufene Cashflow Delle der nächsten 12 bis 24 Monate zu überstehen.

Die Auswirkungen des Coronavirus auf Firmen in unserem Portfolio

Die entscheidende Frage ist: Welche Auswirkungen wird der Virus und der Doppelschlag aus Rezession und Energiekrise auf Firmen in unserem Portfolio haben? Dahingehend sind wir in der privilegierten Lage, Unternehmen zu besitzen, die so konzipiert sind, dass sie dem Test der Zeit standhalten. Unsere Strategie ist es in einfache, vorhersehbare, konservativ finanzierte Unternehmen zu investieren, welche wenig Angriffsfläche für äußere Einflüsse liefern. Dieser Ansatz sollte uns auch in der gegenwärtig angespannten Zeit gute Dienste erweisen. Während all unsere Portfoliounternehmen zu einem gewissen Maß vom Virus und den Auswirkungen auf die Weltwirtschaft betroffen sein werden, so besitzen wir Firmen mit unkorrelierten, resistenten Geschäftsmodellen und essentiellen Waren. Produkte wie Eier, Tabak, Pharma oder wiederverwertbare Plastikverpackungen für Supermärkte haben in dieser Zeit sogar noch stärkere Nachfrage erfahren und konnten organisch wachsen.

Um die Frage nach den Auswirkungen für unser Portfolio zu präzisieren geht es vor allem darum, ob mittelfristig Gewinne und langfristig Eigenkapital beschädigt werden. Nach der Berichtssaison des ersten Quartals zeigt sich jedoch bereits, dass unsere Vorsorge Früchte trägt und die Ertrags- und Bilanzseite unserer unkorrelierten Geschäftsmodelle trotz der aktuellen Extrembedingungen widerstandsfähig ist. Wir erwarten dort keine stärkeren Einschlüge bei den Gewinnen oder der Bilanz. Die zyklischen, kapitalintensiven Geschäftsmodelle im Energie, Banken und Automobilsektor haben jedoch mit erheblichen Abwertungen zu kämpfen, was auf vorweggenommene Gewinnausfälle in diesem Jahr zurückzuführen ist. Aus unserer Sicht hat dies der Markt allerdings bereits mit dem Marktausverkauf Mitte März eingepreist.

Was hat sich geändert und wie gehen wir vor?

Unser oberstes Ziel ist es, möglichst unbeschadet und sicher durch die Krise zu steuern. Dazu haben wir unsere Positionierung in Firmen mit makellosen Bilanzen und überschüssiger Liquidität ausgebaut. Während die Abwärtsbewegung unser Portfolio stark beeinflusst hat, so hat sich der Abstand zwischen „Valueaktien“ und „Nicht-Valueaktien“ deutlich erweitert. Heute datiert unser Portfolio zu rund 50 Cents zu einem Dollar, und nahe an den Allzeittiefs gemessen am historischen Mittel. Wir sind auch deshalb zuversichtlich, dass sich diese Divergenz schließt und der Besitz unserer hochqualitativen Unternehmen und Cashflows zukünftig Outperformance liefert.

Zu beispiellosen Preisen haben wir dem Portfolio noch mehr Qualität hinzugefügt und Firmen mit hohen Geldbeständen und starken Bilanzen zugekauft. Mit Henkel haben wir ein weiteres kapitalstarkes, konservativ finanziertes und familiengeführtes Unternehmen hinzugefügt. Ebenso haben wir das deutsche Chemieunternehmen BASF gekauft, welches erstmals in den letzten 20 Jahren unter Buchwert handelte. Unsere „Absicherung“ mit unserer unkorrelierten Cal-Maine Foods Eierposition erwies sich als effektiv. Selbst unter extremen Marktbedingungen hielt sich die Aktie stabil und mit dem Verkauf konnten wir die Gelder direkt in einen niedergeschlagenen, hochqualitativen Energie-Asset umschichten. Mit dem Erlös kauften wir Imperial Oil, einen kleineren Akteur im Ölsektor, der mit einer besseren Bilanz verglichen zu den Öl Majors bereits mehrfach bewiesen hat, dass er selbst unter solch extrem Marktbedingungen bestehen kann. Für eine Firma mit so wenig Schulden wie Imperial Oil sind WTI Preise von \$20 pro Fass völlig in Ordnung. Dank Ihrem starken Raffinerie-, Vermarktungs- und Petrochemie Geschäft erwarten wir, dass Sie von niedrigeren Ölpreisen sogar profitieren, dass sie weiterhin freien Cashflow generieren, Eigenkapital nicht beschädigt wird und der Aktienpreis zurück zum Buchwert gravitiert.

Rekordunsicherheit eröffnet extreme Chancen für Value

Wie beschrieben sind wir der Meinung, dass cash-starke Deutsche und insbesondere Europäische familiengeführte Industrieunternehmen die Orte sind wo wir in diesem Abschwung positioniert sein wollen. Einerseits bieten uns die starken Bilanzen Sicherheit und andererseits die Chance, am Aufwärtstrend teilzunehmen. Davon ausgehend, dass wir faire Preise für unsere Unternehmen erhalten, können Sie von uns erwarten, dass wir in jene Positionen rotieren, in denen wir ein größeres Aufwärtspotenzial sehen. Auch wenn eine kurzfristige Momentaufnahme der Performance enttäuschend erscheinen mag, so werden diese zyklischen Qualitätsgeschäfte die ersten sein, die in einer Erholungsphase eine Outperformance erzielen.

Angesichts der aggressiven Preisbewegungen haben unsere Researchaktivitäten für neue Investmentideen messbar zugenommen. Wir haben rund ein Dutzend hochwertige Chancen identifiziert. Wenn diese Firmen zu vernünftigen Preise verfügbar werden, sind wir vorbereitet um schnell zu handeln und in der richtigen Größe zuzuschlagen.

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Märkte und ebenso unsere Performance volatil bleiben, wodurch sich neue Möglichkeiten ergeben werden, die unseren jetzigen Investments überlegen sind. Dies könnte uns dazu veranlassen, einige unserer bestehenden Positionen zu verkaufen, einschließlich der Beteiligungen, die wir erst kürzlich erworben haben. Wir können uns auch dafür entscheiden auf verschiedene Formen der Absicherung zurückzugreifen und basierend auf den Marktentwicklungen mehr Cash zu besitzen oder einzusetzen. Mit anderen Worten, ist es in diesem Umfeld wahrscheinlicher, dass wir unsere Positionierung schneller und häufiger ändern und einen höheren Portfolioumschlag haben, als wir es normalerweise tun.

PORTFOLIO UPDATE


Unser Team sieht dabei die erhöhte Volatilität als Chance für Value Investing. Wir sind uns einerseits bewusst, dass dieser Markt nicht angenehm ist. Wir sind allerdings davon überzeugt, dass das heutige Umfeld optimal ist um die Saat für zukünftige Gewinne zu säen.

Alle unsere neuen Unternehmen sind dabei mit großen Herausforderungen hinsichtlich ihrer kurzfristigen Gewinnstärke konfrontiert. Wir glauben allerdings, dass diese von kurzer Dauer sein werden. Beim Analysieren fragten wir uns, welche „normalisierten“ Gewinne die Unternehmen in zwei bis drei Jahren erwirtschaften können, wenn die Dinge sich wieder einpendeln und damit sich auch die Gewinne erholen. Der zweite Blick richtete sich auf die Bilanz. Haben die Unternehmen die nötigen Cashbestände um die aktuelle Krise durchzustehen?

Neue Position – Henkel KGaA Stammaktie (HEND)

Die Henkel AG & Co. KGaA ist ein weltweit führendes Chemie- und Konsumgüterunternehmen mit Sitz in Düsseldorf, Deutschland. Die Familie Henkel hält dabei seit Unternehmensgründung 1876 die Mehrheitsanteile und führt das Unternehmen, was sich in einer eigenkapitalstarken Bilanz und einer langfristigen Unternehmensführung bemerkbar macht. Dank des Marktsturzes infolge von Covid-19 konnten wir die Stammaktien zu 55 EUR und damit knapp über Buchwert erwerben.

Das größte der drei Geschäftsfelder stellt Adhesive Technologies dar. Das Unternehmen produziert dabei als Weltmarktführer unter der Marke Loctite unter anderem Hochleistungsklebstoffe, Etikettierungen für Glas- und PET-Kunststoffflaschen und Dichtstoffe/Beschichtungslösungen für die Industrie. Daneben ist das Unternehmen auch im Bereich Laundry & Home Care (Wasch- und Reinigungsmittel mit bekannten Marken wie Persil, Pril, Somat etc.) und Beauty Care (Schönheitspflege mit der Marke Schwarzkopf) aktiv.


Übersicht (Angaben in EUR)	
Geschäftsmodell	Chemie- und Konsumgüterkonzern
Dividendenzahlung	Seit 25 Jahren steigend
Umsatz 2019 (in Mio.)	20.114
EBIT 2019 (in Mio.)	2.899
Ankeraktionär	Familie Henkel
Bilanzsumme (in Mio.)	31.403
Eigenkapitalquote	59%
Nettoverschuldung	2.496 Mio.
KBV bei Einkauf	1,3
(Ø Kaufkurs/Aktie)	55 EUR

Neue Position – Imperial Oil (IMO)

Imperial Oil ist das zweitgrößte kanadische Mineralölunternehmen mit Firmensitz in Calgary, Kanada. Imperial Oil ist vertikal integriert und damit sowohl in der Erdöl- und Erdgasförderung, Raffinerie, als auch in der Erdöl- Erdgasvermarktung über ein eigenes Tankstellennetz in Kanada tätig. Der Kernvermögensgegenstand ist ein 25% Anteil an Syncrude, welcher wiederum 25% des Erdölvorkommens der kanadischen Alberta Oil Sands besitzt.


Mit einem Anteil von 69,1% ist der amerikanische „Oil Major“ Exxon Mobil größter Ankeraktionär.

Dadurch, dass Saudi-Arabien und Russland für kurze Zeit den Markt mit billigem Öl fluteten, obwohl die Ölnachfrage aufgrund der weltweit durchgeführten „Lockdowns“ bereits stark zurückging, konnten wir Imperial Oil bei \$9 erwerben. Dies entspricht einem Preis von 35% des Buchwerts. Für ein Unternehmen, das kaum Schulden hat, seit 100 Jahren jährliche Dividenden bezahlt und über die letzten 25 Jahre die Hälfte seiner Aktien zurückkaufte, sollte dies einen attraktiven Preis darstellen.

Übersicht (Angaben in CAD)	
Geschäftsmodell	Kanadisches Ölunternehmen
Umsatz 2019 (in Mio.)	34.002
Gewinn 2019 (in Mio.)	2.200
Bilanzsumme (in Mio.)	41.187
Eigenkapitalquote	59%
Nettoverschuldung	3.243 Mio.
KBV bei Einkauf	0,35
(Ø Kaufkurs/Aktie)	\$9

Neue Position – Groupe Guillin (ALGIL)

Wie bereits im Quartalsbericht Q4 2019 erwähnt, haben wir mit Groupe Guillin ein weiteres konservativ finanziertes Familienunternehmen hinzugekauft. Groupe Guillin ist dabei europäischer Marktführer für Lebensmittelverpackungen in Form von Plastik, Papier und alternativen Materialien. Wir konnten die Aktien dabei mit einem ausreichenden Abschlag zum Buchwert und einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von weniger als 7 am unteren Rand der historischen Bewertung kaufen. Im Tageslicht heutiger Ölpreise erwarten wir, dass die inverse Verbindung von Ölpreis und Margen mittelfristig zu einer Steigerung der Gewinnspanne führen wird.

Übersicht <i>(Angaben in EUR)</i>	
Umsatz 2019 (in Mio.)	658
Gewinn 2019 (in Mio.)	46
Ankeraktionär	Familie Guillin zu 66%
Eigenkapitalquote	59%
Verschuldung / Assets	12,3%
KBV bei Einkauf	0,72
EV/Gewinn bei Einkauf	9,0
KGV bei Einkauf	6,6
(ø Kaufkurs/Aktie)	14,60 EUR

Zu Beginn des Quartals haben wir nach vier Jahren Haltedauer den Rest unserer profitablen Novo Nordisk Position abgetragen und die Gewinne zur Aufstockung unserer Imperial Brands, Groupe Guillin, Altria und Wells Fargo Positionen verwendet. Komplett getrennt haben wir uns wegen dem Kreditausfallrisiko von Synchrony Financial und haben die Verkaufserlöse in Aktien der Swatch Group investiert. Zudem haben wir im Januar vorsorglich unsere Yatra Aktien gegen Aktien der Übernahmegesellschaft Ebix getauscht. Mit der Transaktion eliminierten wir das Übernahmerisiko und konnten den Tausch zu dem Preis durchführen, welcher ebenso im Übernahmedokument vermerkt war.

Die U.S. Bankenindustrie und **Wells Fargo (WFC)** werden durch die Krise erheblich beeinflusst, da Sie nach den jüngsten Zinssenkungen nicht nur mit weniger Zinseinkommen, sondern auch mit erhöhten Kreditausfallrisiken diverser Branchen konfrontiert sind. Als Folge davon erwarten wir, dass Wells Fargo's Umsätze in den nächsten Quartalen rückläufig sind und ein Anstieg einsetzt sobald sich die wirtschaftliche Aktivität in Amerika erholt. Trotz ungünstiger Zinsstrukturkurve denken wir aber, dass sich die Nettozinssmarge und Wells Fargo's Einnahmenseite nahe dem Tiefpunkt befindet und die Bank trotz einem Nullzinsumfeld intern profitabel bleibt. Im ersten Quartal hat sich das Management dafür entschieden Kreditausfallrisiken auf insgesamt 1.5% aller ausstehenden Kredite zu bilden. Diese Kreditprovisionen werden den Vorsteuergewinnen abgezogen und lassen die Ergebnisse offiziell so aussehen, als würde die Bank kurzzeitig nichts verdienen. In den kommenden Monaten und Jahren werden notleidende Kredite der Bank steigen und die Abschreibungsraten zunehmen.

Trotz schwerer Belastungen für den Aktienpreis hat sich das Eigenkapital bisher kaum verändert und erst die Zeit wird zeigen welche langfristigen Implikationen diese Krise auf den Buchwert der Bank hat. Nachdem wir unter Berücksichtigung der Umstände unsere Erwartung für den intrinsischen Wert angepasst haben, so denken wir, dass beim heutigen Aktienpreis viel Risiko eingepreist ist. Im Gegensatz zur Finanzmarktkrise 2008 gehen die amerikanischen Banken und ebenso Wells Fargo in sehr gutem Zustand und mit viel überschüssiger Liquidität und einem Kapitalpuffer in diese Krise. Dieses Polster sollte unserer Meinung nach ausreichen um mit Kratzern anstatt erheblicher Schäden und vor allem ohne signifikante Anteilsverwässerung diese Krise zu durchschreiten. Der heutige Aktienpreis impliziert ein hohes Kreditausfall- und Zinsrisiko lässt aber die interne Profitabilität, die Widerstandskraft, die Kapitalreserven und die spürbaren Verbesserungen im Kostenapparat außer Acht.

Auch wenn historische Krisen nicht mit den Auswirkungen dieser Pandemie zu vergleichen sind und die Unsicherheiten bezüglich der Dauer unklar erscheinen, so hat Wells Fargo diverse Niedrigzinsphasen und auch die Finanzmarktkrise 2008 unbeschadet und erfolgreich beschritten. Vergangene Bewertungstiefs der Aktie zur Hälfte des Buchwerts dauerten beispielsweise in 1974 oder in 2009 rund 6-9 Monate an bevor anschließend eine Erholung einsetzte. Wir denken, dass es dieses Mal nicht anders ist und der Aktienpreis eine Möglichkeit darstellt.

Der S&P 500. Eine verzerrte Kombination aus Überbewertung und verschuldeten Bilanzen.

Einige unserer Investoren und Partner stellen sich die Frage wieso wir aktuell wenig in Technologieunternehmen investieren. Schließlich liege die Zukunft doch in der Digitalisierung. Das ist eine berechtigte Frage, denn auch wir stellen fest, dass die großen Tech Giganten wie Amazon, Apple oder Google, abgesehen von einer Ausnahme, genau in unser Anforderungsprofil passen. Bilderbuchbilanzen, Cashflow Maschinen, hunderte Milliarden US Dollar in Bargeld, hohe Return on Assets und geschützte, skalierbare Geschäftsmodelle welche kaum Kapital benötigen um die Gewinne zu steigern. Was will man mehr?

Die Überlegenheit der Technologie Firmen wird während der Zeit von COVID-19 nochmals eindrucksvoll unterstrichen. Der bereits vor der Krise hoch bewertete NASDAQ hält sich ironischerweise weitestgehend schadlos und marschiert weiter nach oben. Die Geschäftsmodelle sind tatsächlich wenig betroffen und die Gewinne (falls vorhanden) bleiben stabil. Im Gegensatz zur Dotcom-Blase in 2000 gibt es jedoch strukturelle Unterschiede der Überbewertung und wir bezweifeln, dass Amerika-, NASDAQ- oder S&P 500-fokussierte Investoren auf einen Zeitraum von 10 Jahren viel erreichen werden. Ob Investoren es glauben mögen oder nicht. Der Preis spielt die entscheidende Rolle.

Firmen wie Amazon, Microsoft oder Apple sind jeweils bei über 1.2 Billionen US Dollar bewertet. Die Firmen rechtfertigen die immense Marktkapitalisierung durch gewaltige Ertragskraft, durch die Stärke Ihrer Plattform und optimale Positionierung selbst in einer Zeit von Corona. Die Marktstellung, das Potenzial und die Skalierbarkeit der Plattformen sind unbestritten. Aber Investoren gehen dennoch eine riskante Wette mit den zukünftigen Gewinnen ein. Amazon ist bei dem 100-fachen bewertet. Wie also bildet sich die Brücke, dass über die nächsten 10 oder 20 Jahre \$1.200 Mrd. erwirtschaftet werden? Und was erwarten sich Investoren? Sollte Amazon bei 2 Billionen US Dollar bewertet sein? Oder wie wäre es mit 3 Billionen US Dollar?

Wie sehr die Investoren hoch bewerteter Unternehmen von den Gewinnen abhängig sind zeigt folgendes Beispiel. Abbildung 1 zeigt am Beispiel Microsoft was passiert, wenn Investoren Microsoft Aktien auf dem Höchststand Anfang des Jahres 2000 zum 71-fachen der Gewinne gekauft hatten. Obwohl sich in den nächsten 12 Jahren der Microsoft Umsatz um das 3,2-fache, der Gewinn p. Aktie um das 2,8-fache und das Eigenkapital um das 2,3-fache vervielfachten, so hatten Investoren einen Verlust von -55% in den Büchern. Der Kaufpreis ist entscheidend.

Abbildung 1: Microsoft Kennzahlen 1999-2012, Aktien splitbereinigt

	1999	2000	2001	2002	2003	2012
Umsatz in Mio.	\$19.747	\$22.956	\$25.296	\$28.365	\$32.187	\$73.723
Aktienpreis	\$36,00	\$59,97	\$34,45	\$26,90	\$27,45	\$26,74
Gewinn p. Aktie	\$0,71	\$0,85	\$0,66	\$0,70	\$0,92	\$2,00
KGV	51	71	52	38	30	13
EK	\$28.438	\$41.368	\$47.289	\$52.180	\$61.020	\$66.363

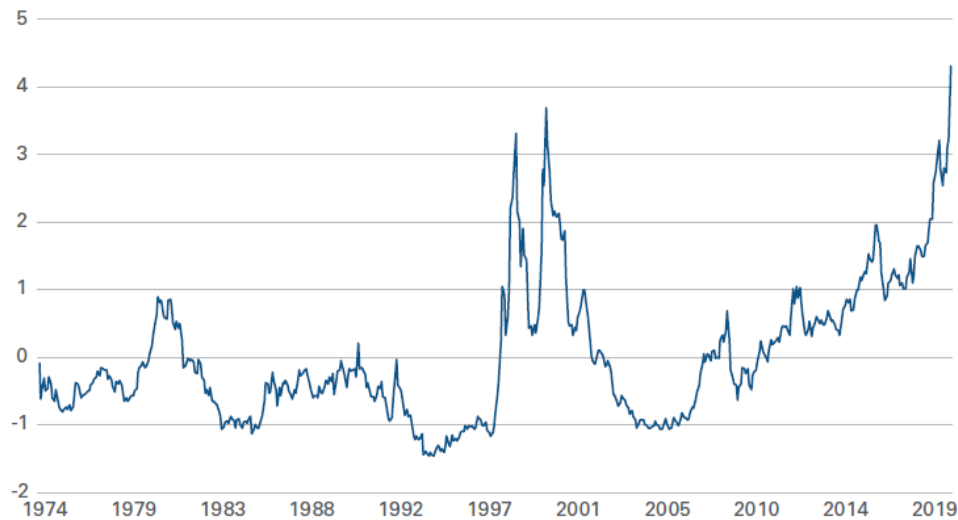
Rendite nach 12 Jahren **-55,41%**

Eine Verzerrung des Index kommt noch hinzu. Durch ETFs getrieben war der S&P 500 noch nie so konzentriert wie heute. Die fünf Unternehmen Microsoft, Apple, Amazon, Google und Facebook entsprechen Mitte Mai 2020, einer Indexgewichtung von 22% und repräsentieren nicht mehr die Basis der amerikanischen Wirtschaft. Der Unterschied wird auch dieses Jahr deutlich. Während der Russell 2000 auf Jahresbasis 28 Prozentpunkte im Minus liegt, so erklimmt der NASDAQ neue Höchststände in positivem Terrain. Die Marktkapitalisierung von

Amazon, Apple oder Microsoft ist jeweils höher als die Börsenbewertung des kompletten Aktienmarkts in Südkorea und pro Unternehmen mehr als doppelt so hoch wie der Aktienwert aller gelisteten Unternehmen in Russland oder Brasilien.

Der entscheidende Faktor für die absurde Überbewertung ist jedoch der zweite Teil der Unternehmen des NASDAQ und des S&P 500. Gemeint sind die hilflos defizitären Firmen, welche Cashflow negativ aber maßlos überbewertet sind. Diese Firmen existieren alleinig unter der Prophezeiung, dass Sie die Bewertungen irgendwann in der Zukunft mit satten Gewinnen rechtfertigen werden. Bis dahin schreiben Sie Verluste, verschlingen Geld, geben Aktien oder wie gerade im Falle von Netflix eine neue Runde an Junk Bonds (Schrottanleihen) aus.

Abbildung 2: Weltweit beispiellose Divergenz zwischen teuersten und günstigsten Aktien verstärkt sich



Quelle: Sanford C. Bernstein & Co.

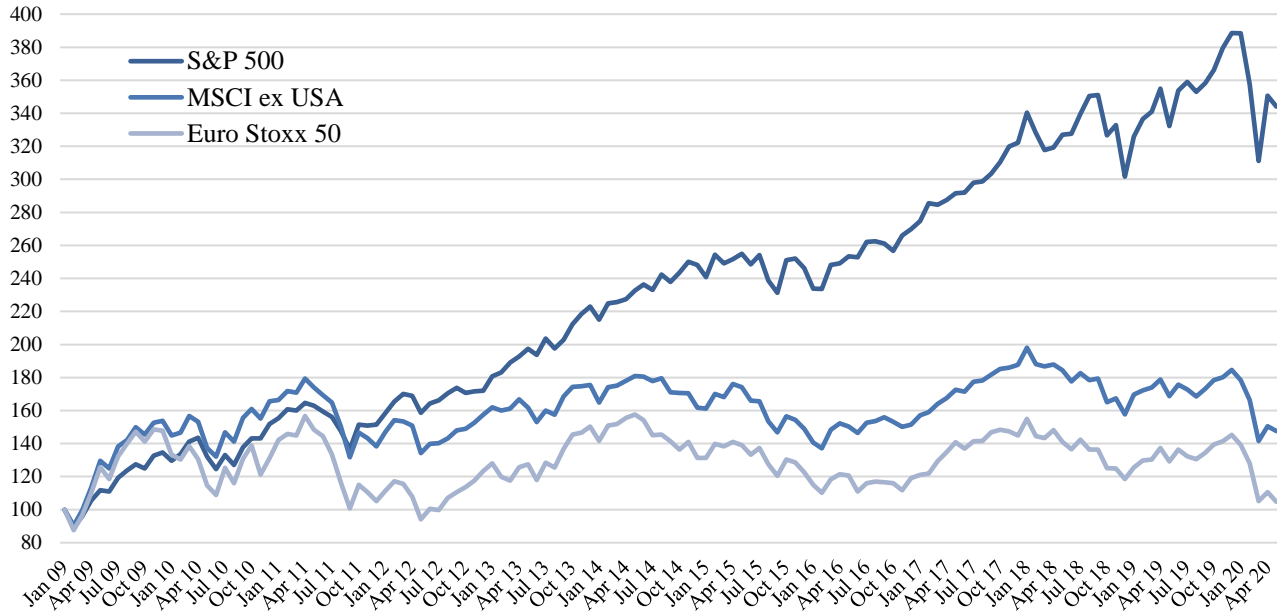
Die hohe Bewertung des amerikanischen Tech-Sektors, aber auch von hochqualitativen Dividendenunternehmen führt dazu, dass es heute weltweit eine beispiellose Konzentration der Marktkapitalisierung gibt. Wie Abbildung 2 zeigt, sind die teuersten Unternehmen des Aktienmarkts im Zuge des Corona-Crashes nochmals teurer geworden und befinden sich damit auf einem historischen Hoch, während zyklische Nicht-US-amerikanische Unternehmen günstiger wurden und teils unter Ihrem buchhalterischen Eigenkapitalwert datieren. Wenn die Historie sich wiederholt, wovon wir ausgehen, wird hier in den nächsten Jahren eine Umkehr eintreten und viele unserer zyklischen Unternehmen wie Swatch Group, Freeport, Volkswagen, Henkel etc. überproportional profitieren.

Neben den oben beschriebenen Überbewertungen kommt erschwerend hinzu, dass Firmen in Amerika in den letzten 20 Jahren überwiegend durch fremdfinanzierte Übernahmen gewachsen sind. Es wurde kein organischer Wert geschaffen, sondern riskante und überteuerte Übernahmen führten zu aufgeblasenen, hochverschuldeten Bilanzen. Und Manager verkaufen dieses „Wachstum“ bis heute als ein Meisterwerk. Dahingehend passt es symbolisch in die Zeit der Corona Krise, dass Weltkonzerne wie Boeing oder Starbucks (und ebenso genügend europäische Unternehmen) negatives Eigenkapital, hohe Schulden und plötzlich weniger Umsätze und keine Gewinne ausweisen. Wer daran glaubt, dass die heutigen Bewertungen in Amerika gerechtfertigt sind, der ist waghalsig, naiv, gutgläubig oder einfach nicht informiert.

Ein Vergleich des S&P 500, dem Index der 500 größten US-gelisteten Unternehmen, mit dem Euro Stoxx 50, dem Index der 50 größten in Europa gelisteten Unternehmen, und dem MSCI World ohne US-gelistete Unter-

nehmen zeigt in Abbildung 3 den starken Performanceunterschied zwischen den USA und dem Rest der Welt. Dieser hat sich im Zuge des Corona-Crashes nochmals verstärkt.

Abbildung 3: Vergleich von S&P 500, MSCI World ex USA, Euro Stoxx 50 ohne Dividenden in USD



Wir besitzen kaum noch Amerika im Portfolio

Wie Warren Buffett sind wir von dem Erfolg Amerikas, der Magie und der Feuerkraft der amerikanischen Wirtschaft überzeugt. Dennoch besitzen wir aus den genannten preislichen und strukturellen Gründen nur noch wenige Aktien in Amerika. Das attraktiv bewertete Berkshire Hathaway, Altria und Wells Fargo sind unsere letzten rein amerikanischen Positionierungen. Ansonsten haben unsere Unternehmen wenig mit Amerika und nichts mit der geschilderten Überbewertung der U.S. Märkte zu tun. In Nordamerika halten wir abgesehen von Berkshire, Altria und Wells Fargo nur Gesellschaften im Minen oder Energiebereich, ergo harte oder unkorrelierte Vermögenswerte.

An dieser Stelle möchten wir uns bei unseren Investoren und Partnern für Ihr langfristiges Engagement bedanken. Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback jederzeit 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 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.