

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q3 2020

Wertorientierte Aktienstrategie

30. September 2020

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	10,4 %
2.	FREEMPORT MCMORAN (FCX)	7,8 %
3.	CHENIERE ENERGY (LNG)	6,5 %
4.	BAYER (BAYN)	6,2 %
5.	WELLS FARGO (WFC)	5,5 %
6.	BERKSHIRE HATH. (BRK.B)	5,5 %
7.	GROUPE GUILLIN (ALGIL)	5,3 %
8.	KRONES (KRNd)	4,7 %
9.	PHILIP MORRIS (PM)	4,7 %
10.	ALTRIA (MO)	4,4 %
Summe		61%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.09.2020

Portfolioveränderungen

Kauf	SEABOARD (SEB)
Kauf	FMS ENTERPRISES MIGUN (FBRT.TA)
Kauf	PHILIP MORRIS (PM)
Kauf	INNOTECH (TSS)
Verkauf	DAIMLER (DAId)
Verkauf	HENKEL (HEND)
Reduziert	IMPERIAL BRANDS (IMB)

Nennenswerte Ereignisse

4 neue Positionen

Zukauf schuldenfreier, hochprofitabler Familienunternehmen

Positionierung für Post-Corona

Rotation unserer Tabakholdings

Erlöse von 15,5% aus Verkäufen und gezielte Reinvestitionen

Binahe voll investiert, Cash <5%

Sehr geehrte Mitinvestoren,

im dritten Quartal 2020 haben wir weiter Vorbereitungen getroffen, um uns spezifisch in Unternehmen zu positionieren, welche von einer Erholung nach der Corona Pandemie profitieren. Während unser Portfolio Ende des Quartals mit einer Rendite von -1,52% weitestgehend unverändert handelte, so haben unsere Handelsaktivitäten zugenommen.

Heute, zu Beginn des Novembers, haben wir durch Verkäufe 15,5% Kapital aus gewinnbringenden Positionen Erlöst. Trotz dieser Erlöse halten wir weniger als 5% Cash, da wir vielfach attraktive Möglichkeiten für Reinvestitionen finden.


Nach einer starken Erholung haben wir nach über vier Jahren Haltezeit unsere komplette Position in Daimler (DAIn) bei 46,66 EUR p. Aktie verkauft. Ebenso verkauften wir all unsere Henkel (HENd) Aktien mit einem 40,5% Gewinn zu einem Preis von 75,30 EUR. Die gewinnbringenden Henkel-Erlöse investierten wir am selben Tag postwendend in Seaboard Corp. (SEB), ein familiengeführtes Agrar- und Seetransportunternehmen. Weitere Cash Bestände setzten wir gezielt dafür ein, um zwei weitere neue Positionen in Innotec (TSS) und FMS Enterprises Migun Ltd. (FBRT.TA) zu eröffnen. Zusätzlich haben wir Anfang Juli eine Rotation im Tabakbereich vorgenommen. Hierbei verkauften wir 50% unserer Imperial Brands (IMB) Aktien und ersetzten diese zeitgleich mit Aktien von Philip Morris (PM). Unsere totale Tabakgewichtung blieb dahingehend unverändert.

Dies ist ein dynamischer Prozess. Seit Ende des Quartals haben wir uns zusätzlich in vier weiteren neuen Unternehmen positioniert. Drei dieser vier Unternehmen sind familiengeführt und alle vier sind leicht verständliche Geschäftsmodelle mit verlässlichen Cashflows und Gewinnen. Mit der Suche nach kapitaleichten, schuldenfreien Unternehmen mit hohem Return on Assets hat sich unser Fokus auf Japan, Israel sowie auf Europäische und U.S. Amerikanische Small-Caps gerichtet. Diese neuen Unternehmen werden von der Investmentherde nicht bevölkert und wir erhalten hier die Chance in unerkannte und/oder fehlgepreiste Assets zu investieren. In den nächsten Monaten und Jahren werden Sie erkennen, dass unser Pecora-Portfolio mit Ihrem eigenen wohl kaum noch Überschneidungen hat. Hervorzuheben ist, dass diese hochqualitativen Investitionen unserem Portfolio abseits der ausgetretenen Pfade mehr Sicherheit und eine geringere Korrelation gegenüber den regulären Märkten geben.

Neue Position - Seaboard Corp. (SEB)

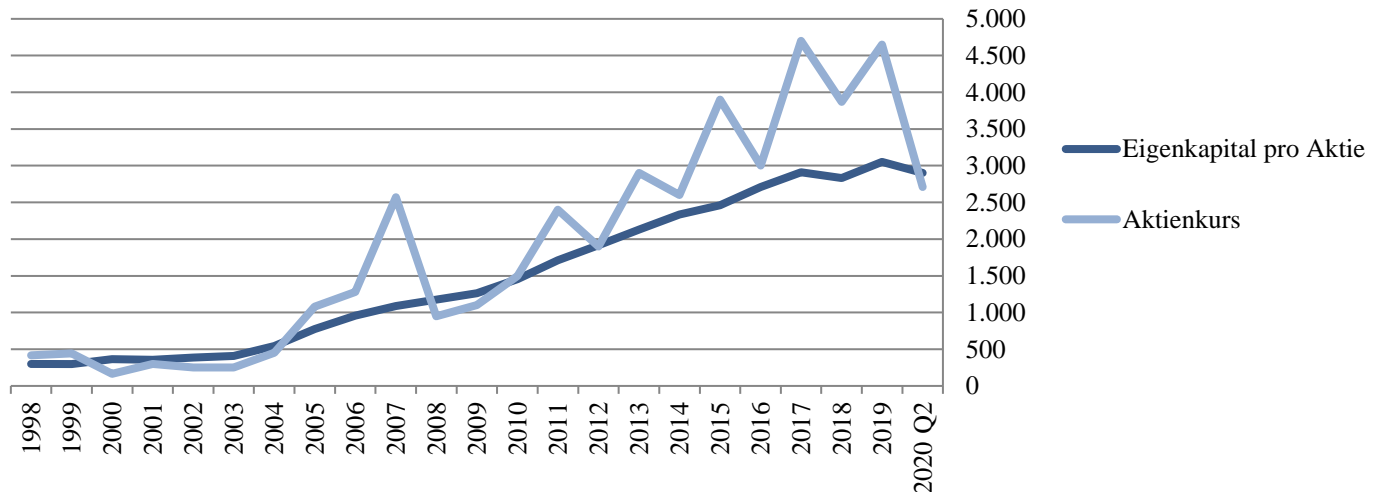
Seaboard Corp. ist ein multinationales Agrar- und Seetransportunternehmen im Bereich Schweinefleischproduktion, Rohstoffhandel, Zuckermanbau, Stromerzeugung und Frachtschiffahrt mit Sitz in Kansas / USA. Seit 2012 hält Seaboard zudem einen 50%-Anteil an Butterball LLC, dem größten Truthahnproduzenten Amerikas. Der größte Teil der Umsätze entfällt dabei auf Lateinamerika, die USA und Afrika. Dabei führt die Familie Bresky als Hauptaktionär mit einem Mehrheitsanteil von 74,6% das Unternehmen mit einer konservativen, schuldenfreien Bilanz.

Aufgrund der Ansteckungsgefahr mit COVID-19 mussten amerikanische Schlachthäuser in der ersten Jahreshälfte temporär schließen, was einen starken Preisverfall der Schweinepreise auf ein 20-Jahrestief zur Folge hatte. Auch die Frachtschiffahrt kam im Zuge der Pandemie zum Erliegen, was den Aktienkurs von Seaboard belastete.

Übersicht <i>(Angaben in USD)</i>	
Geschäftsmodell	Agrar- und Handelsunternehmen
Umsatz 2019 (in Mio.)	6,840
EBIT 2019 (in Mio.)	104
Ankeraktionär	Familie Bresky
Bilanzsumme (in Mio.)	5,873
Eigenkapitalquote	58%
Nettoverschuldung	268 Mio. Nettofinanzmittel
KBV bei Einkauf	0,8
(Ø Kaufkurs/Aktie)	2,710 USD

te. So konnten wir unsere Aktien an diesem schuldenfreien Unternehmen im dritten Quartal unter dem buchhalterischen Eigenkapitalwert kaufen.

Abb. 1: Eigenkapital- und Aktienkursentwicklung Seaboard Corp. von 1998 bis Q2/2020




Seaboard kann auf eine lange Historie von langfristig ausgerichteten Unternehmensentscheidungen zurückblicken. So wurde das Eigenkapital in den letzten 15 Jahren mit einem CAGR von 8,92% gesteigert. In diesem Zeitraum handelte die Aktie nur 3-mal (2004, 2008 und 2012) unter dem Buchwert. In allen drei Fällen dauerte es nach unterschreiten des Buchwerts rund drei Jahre bis sich der Aktienpreis verdoppelte (siehe Abb. 1).

Neue Position – Innotec TSS (TSS)

Desweiteren konnten wir im dritten Quartal Anteile an Innotec TSS, einem Bauzulieferer mit Sitz in Düsseldorf, erwerben. Das Unternehmen stellt Haustürfüllungen, Bauglas und elastische Strukturmatrizen für die Formgebung von Sichtbeton her. Die Eigentümerstruktur entspricht dabei unseren Vorstellungen, hält doch der Vorstandsvorsitzende einen signifikanten Aktienanteil des Unternehmens.

Die Anteile konnten wir dabei zum buchhalterischen Eigenkapitalwert bzw. zum 5-fachen vom EV/EBIT des Vorjahres erwerben. Seit 2008 konnte Innotec das Eigenkapital im Tempo von 13,08% CAGR aufbauen. In den letzten beiden Jahren wurde der Großteil der Gewinne via Dividende ausgeschüttet, wobei die Dividendenrendite aktuell bei 8,4% p.a. liegt.


Übersicht (Angaben in EUR)	
Geschäftsmodell	Bauzulieferer
Umsatz 2019 (in Mio.)	100,11
EBIT 2019 (in Mio.)	12,73
Ankeraktionär	Familie Link & Zech von Hymmen
Bilanzsumme (in Mio.)	109,55
Eigenkapitalquote	75%
Nettoverschuldung	11,7 Mio. Nettofinanzmittel
KBV bei Einkauf (Ø Kaufkurs/Aktie)	1,0 8,95 EUR

Neue Position – Philip Morris (PM)

Aufgrund der Lungenpandemie Covid-19 wurde auch Philip Morris im Laufe des Aktienjahres abgestraft, was uns dazu bewog zu Beginn des dritten Quartals die Hälfte unserer Aktien an Imperial Brands in Philip Morris Aktien umzutauschen.

Philip Morris International ist der weltweit größte Hersteller von Tabakprodukten und hat einen Anteil von 15,5% am weltweiten Tabakmarkt. Sechs der fünfzehn meistverkauften Zigaretten gehören demnach zum Konzern, wobei Marlboro die bekannteste und meistverkaufte ist.


Neben dem klassischen Zigarettengeschäft ist Philip Morris mit der Marke IQOS der führende Hersteller von Tabakerhitzern, die seit 5 Jahren als gesündere Alternativen des Tabakgenusses beworben werden. Der Anteil von IQOS am Gesamt-Nettoumsatz von Philip Morris beträgt nach fünf Jahren der Markteinführung bereits beachtliche 23%(!). Die Gewinnmargen bei IQOS übertreffen dabei die herkömmlicher Zigaretten aufgrund geringerer Tabaksteuern und höherem Verkaufspreis. Wenn man bedenkt, dass es weltweit 1,7 Milliarden Raucher gibt und bisher lediglich 17 Mio. auf IQOS umgestiegen sind, so ist das Wachstumspotential für Philip Morris beachtlich.

Übersicht <i>(Angaben in USD)</i>	
Geschäftsmodell	Tabakunternehmen
Umsatz 2019 (in Mio.)	79,820
EBIT 2019 (in Mio.)	11,760
Bilanzsumme (in Mio.)	42,875
Return on Assets (RoA)	17 %
Dividendenrendite	6,80 %
EV/EBIT bei Einkauf	11
(Ø Kaufkurs/Aktie)	70.90 USD

Neue Position – FMS Enterprises Migun Ltd. (FBRT.TA)

FMS Enterprises Migun ist aus fundamentaler Sicht ein neuer Musterschüler in unserem Portfolio. Das in Israel ansässige Unternehmen ist ein Spezialist für die Herstellung von ballistischer Schutztechnologie und leichten ballistischen Panzerungsmaterialien, welche überwiegend nach Europa und in die USA exportiert werden.

Die Aktien von FMS handeln ausschließlich an der Börse in Tel Aviv und können an keiner Amerikanischen oder Europäischen Börse erworben werden. Somit unterliegen sie auch keiner Deckung eines Wall Street Analystenhauses. FMS ist ein kapitalleichtes Geschäftsmodell mit verlässlichen Cashflows und überdurchschnittlich hohen Margen. In 2019 erzielte FMS bei einer Bilanzsumme von 104mm USD einen Reingewinn von 27mm USD. Dieses unter dem Radar gehandelte Juwel ist zudem schuldenfrei und hat mit Daniel Blum einen Besitzer, welcher 67% der Anteile des Unternehmens hält. Im Schnitt konnten wir Aktien zu 75.50 ILS erwerben, was einem EV/EBIT (2019) von 4,6 entspricht. Hervorzuheben ist die stark Cashflow positive Ertragskraft und die Eigenkapitalgenerierung sowie die aktionärsfreundliche Kapitalverwendung. Zwischen 2014 und 2019

Übersicht <i>(Angaben in USD)</i>	
Geschäftsmodell	Schutztechnologie
Umsatz 2019 (in Mio.)	88
EBIT 2019 (in Mio.)	31
Ankeraktionär	Daniel Blum
Bilanzsumme (in Mio.)	104
Return on Assets (RoA)	26 %
Cash & CE	52
Schulden	18
Dividendenrendite	5,00 %
EV/EBIT bei Einkauf	5
(Ø Kaufkurs/Aktie)	75,50 ILS

erzielte FMS einen durchschnittlichen Return on Asset (RoA) von 28%! Zum Vergleich schaffte das hochprofitable Geschäftsmodell der Apple Inc. in 2019 einen RoA von 16%.

Seit 2013 hat FMS das Eigenkapital verdoppelt. In Q2 2020 führten reduzierte U.S. Bestellungen zu einem Kursrückgang was wiederum die Kaufgelegenheit für uns ermöglichte. Zwischen 2011 und 2014 datierte die Aktie das letzte Mal auf den heutigen Levels und damals dauerte es wenige Jahre bis sich die Aktie verdoppelte. Wir halten es für wahrscheinlich, dass sich die naheliegenden Geschäftszahlen und Auftragsgänge bereits in Q3 verbessern. Unser Kaufpreis sollte eine substantielle Sicherheitsmarge darstellen.

POSITIONIERT FÜR POST-CORONA

Am Aktienmarkt orientieren sich die Preise kurzfristig an den Gewinnen und langfristig an der Bilanz. Während sich Gewinne schnell ändern können, so ändern sich Bilanzen im Regelfall sehr langsam. Die Corona Pandemie ist das beste Beispiel hierfür. Obwohl all unsere Unternehmen hochqualitative und verlässliche Cashflows aufweisen, so zeigt diese Pandemie, wie sensibel Aktienpreise auf sich kurzfristig ändernde Gewinne reagieren. Die Emotionalität der Herde orientiert sich immer nach der neuesten Nachricht und vergisst welche langfristige Sicherheit starke Bilanzen und robuste Geschäftsmodelle bieten. Eine schuldenfreie, eigenkapitalstarke Bilanz dient sozusagen als Fangnetz für den Aktienpreis.

Während bisher Tech-Aktien die Gewinner der Pandemie waren, so erwarten wir vorausschauend auf die nächsten ein bis zwei Jahre genau das Gegenteil, weshalb wir uns weiterhin in „Post-Corona-Gewinnern“ positionieren. Am meisten Geld ist dann verdient, wenn man Firmen zu einem Zeitpunkt kauft, bei welchem die Unternehmen kurzzeitige Verluste ausweisen und die Gewinne plötzlich zurückkommen. Der Markt interessiert sich meist nur für die kurzfristigen Quartalsergebnisse und erkennt nicht die unterliegende Bilanzstärke und Stabilität der Ertragsströme unter normalisierten Geschäftsbedingungen. In unserem Portfolio zählen wir dazu beispielhaft die Swatch Group, deren Geschäft aufgrund der weltweiten Reisebeschränkungen beeinträchtigt ist, sowie die Krones AG, welche als Abfüllanlagenbauer unter anderem für Brauereien einen Auftragsrückgang infolge der Kundenunsicherheit spürt. Auch die Gewinne weiterer Unternehmen in unserem Portfolio, wie die von Wells Fargo, BASF, Bayer, Imperial Oil, Volkswagen, Freeport-McMoran und WPP sind in Folge der Pandemie belastet. Von dem heutigen Zeitpunkt in mitten dieser Rezession, erachten wir es aber als wahrscheinlich, dass sich die Gewinne dieser Konjunktur sensiblen Unternehmen verbessern werden und somit dort das größte Potenzial liegt.

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.