

# Pecora Capital LLC

## Quartalsbericht Q4 2020

### Wertorientierte Aktienstrategie

31. Dezember 2020

#### Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SWATCH GROUP (UHR)	10,3 %
2.	WELLS FARGO (WFC)	6,8 %
3.	CHENIERE ENERGY (LNG)	6,6 %
4.	FREEMPORT MCMORAN (FCX)	5,6 %
5.	BAYER (BAYNd)	5,6 %
6.	KRONES (KRNd)	5,4 %
7.	WPP (WPP)	4,9 %
8.	PHILIP MORRIS (PM)	4,5 %
9.	BERKSHIRE HATH. (BRKb)	4,5 %
10.	IMPERIAL OIL (IMO)	4,1 %
<b>Summe</b>		<b>59%</b>

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2020

#### Portfolioveränderungen

Kauf	HUNTING PLC (HTG.L)
Kauf	UNIVERSAL STAINLESS & ALLOY PRODUCTS, INC. (USAP)
Kauf	TIGERS POLYMER (4231.T)
Kauf	TOKYO RADIATOR (7235.T)
Kauf	MASI AGRICOLA (MASIMI)
Reduziert	FREEMPORT MCMORAN (FCX)
Reduziert	IMPERIAL OIL (IMO)
Verkauf	GROUPE GUILLIN (ALGIL)
Verkauf	BASF (BASd)
Verkauf	EBIX (EBIX)

#### Nennenswerte Ereignisse

Rotation von Growth zu Value

Positionierung für Post-Corona

Zukauf schuldenfreier Familienunternehmen

Net-Net - Kauf von Aktien unter Liquidationswert

Verkauf von 3 Positionen und gezielte Reinvestitionen

Sehr geehrte Mitinvestoren,

wie mehrfach angekündigt hat es im vierten Quartal 2020 eine erste bemerkenswerte Rotation von Wachstums- zu Value-Aktien gegeben. Aufbauend auf dieser Dynamik beendete unser Portfolio das Quartal mit 18% Rendite. In Antizipation der COVID Vakzine und im Zuge des konjunkturellen Optimismus starteten Value-Aktien und Sektoren, welche bis dato am meisten gelitten hatten, eine Aufholjagd.

### **Rotation von Growth zu Value**

Die Rohstoff- und Energiepositionen, namentlich Freeport McMoran, Cheniere Energy und Imperial Oil trugen maßgeblich zu unserer positiven Entwicklung im 4. Quartal bei. Nach einem Jahrzehnt deflationärer Energiepreise werden wiederauflebende Rohstoffe, insbesondere vor dem Hintergrund massiver Kapitalzuführungen der Zentralbanken und einer erhöhten Geldmenge, ein wichtiges Thema sein. Die Swatch Group (UHR) leistete ebenfalls einen positiven Beitrag zur Performance, verfügt jedoch aus unserer Sicht weiterhin über ein enormes Aufwärtspotenzial, da sie noch weit unter ihrem inneren Wert notiert.

Es ist wichtig, den Aufschwung unserer Strategie im vierten Quartal und die allgemeine Markterholung zu unterscheiden. Wir sind nicht in überteuerten Technologieaktien engagiert, die sich eindeutig in einer Blase befinden. Von den Tiefstständen im März 2020 erholte sich unsere Strategie mit den Beteiligungen an qualitativ hochwertigen und gesunden Value Aktien, welche vorhersehbare Cashflows aufweisen und zu niedrigen Multiplikatoren handeln. Auch kleinere Namen im Portfolio, die selten erwähnt werden und normalerweise nicht in den Top-10-Positionen erscheinen, haben deutlich an Wert gewonnen. In den letzten sechs Monaten haben sich einige dieser kleineren eigentümergeführten Unternehmen wie Groupe Guillin (ALGIL), Henkel (HENd), Ebix (EBIX), Innotec (TSS) und FMS Enterprises Migun Ltd. (FBRT.TA) stark entwickelt. Masi Agricola (MASI.MI) oder Seaboard (SEB) haben sich auf unser Ergebnis ebenfalls positiv ausgewirkt. Einige dieser Titel haben wir in früheren Quartalsberichten ausführlich beschrieben.

Es ist anzumerken, dass wir zum Ende des Quartals Groupe Guillin, Ebix und BASF mit teils starken Gewinnen verkauft haben, da sie aus unserer Sicht ihren fundamentalen inneren Wert erreicht haben. Freeport McMoran und Imperial Oil haben wir aufgrund der enormen Kursentwicklung ebenfalls reduziert. Im Gegenzug haben wir das Kapital in stark unterbewertete Aktien reinvestiert und sind damit bestmöglich positioniert, um an der wirtschaftlichen Erholung von der Corona Pandemie zu profitieren.

Das neue Jahr beginnen wir beinahe voll investiert und halten aktuell rund 9% aller Gelder in Bargeld. Wir sind der Meinung, dass die Sektoren, die bisher bei dieser Erholung zurückgeblieben sind, ein erhebliches Aufwärtspotenzial besitzen. Jetzt, wo die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen über 1% liegt, die US-Wahlen und der Brexit hinter uns liegen und die Einführung des Impfstoffs im Gange ist, erwarten wir, dass die pandemiefälligen Sektoren wie Banken oder die Reise- und Freizeitbranche am meisten profitieren werden. Wir sind uns bewusst, dass dies einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Mit einer neuen Regierung in den USA bewegen wir uns auch weg von der "Tweet Economy" und von Handelskriegen. Dies könnte im Gegenzug Firmen wie Cheniere Energy (LNG) oder einigen unserer handelssensiblen deutschen Aktien helfen.

Von all unseren Geldern sind heute 11% in Japan und Israel investiert, 43% in Europa und 37% in den USA. 45% des Portfolios sind Familienunternehmen und wir glauben, dass unsere Korrelation zu Techwerten nahe bei null liegt. Auch die Korrelation zu regulären US-Aktien ist relativ gering. Die heutige Komposition des Portfolios sollte überdurchschnittlich von der Rotation von Growth zu Value als auch von der Wiedereröffnung der Wirtschaft in der Zeit nach Corona profitieren. Offen gesagt, sollte der NASDAQ viel niedriger bewertet sein und ein Rücksetzer in den Technologieaktien ist nicht auszuschließen. Wir leben in außergewöhnlichen Zeiten. Unendliches QE, Blankoscheck-SPACs oder Hundert-Milliarden-Dollar-Bewertungen für verlustbringende Unternehmen wären vor zehn Jahren noch undenkbar gewesen. Zudem haben im vergangenen Jahrzehnt Indizes

zumeist besser abgeschnitten als individuell ausgewählte Aktienportfolios. Aus unserer Sicht wird in der kommenden Dekade genau das Gegenteil der Fall sein, worin wir für unsere Strategie eine große Chance sehen.

**Net-Nets -- Kauf von Aktien unter Liquidationswert**

Wir haben unsere Vorgehensweise der Aktienauswahl dahingehend geschärft, dass wir einen Teil unseres Portfolios in klassischen Value-Aktien nach den Prinzipien von Benjamin Graham, dem Lehrvater von Warren Buffett umgeschichtet haben. Der Investmentansatz des Net Current Asset Value, dem Liquidationswert, ist der älteste Ansatz des Value Investing. Dabei werden Aktien von Unternehmen gekauft, welche zu einem Preis von weniger als 66,6% des zugrunde liegenden Umlaufvermögens (Barmittel, Forderungen und Vorräte) abzüglich aller Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber den Stammaktien eines Unternehmens handeln. Diese Aktien werden in der Fachsprache auch als „Net-Nets“ bezeichnet.

Graham nutzte diese Technik sehr erfolgreich über einen 30-Jahreszeitraum von 1930 bis Ende der 1950er Jahre und erwirtschaftete für seine Investoren eine Netto-Rendite von ca. 20% p.a. Auch Warren Buffett, der bekannteste Schüler Grahams, erwirtschaftete in den Anfangsjahren von 1957 bis 1968 eine Bruttorendite von 31,6% p.a. mit diesem Ansatz. Walter Schloss, ebenso ein Schüler von Graham und mit einem Track-Record von 20,5% p.a. über einen Zeitraum von 40 Jahren (1956 bis 2000) nicht weniger erfolgreich, fasste seine Methode Aktien unter Liquidationswert zu kaufen wie folgt zusammen:

**„Versuchen Sie, Vermögenswerte mit einem Abschlag anstatt Gewinne zu kaufen. Gewinne können sich in kurzer Zeit dramatisch ändern. Vermögenswerte ändern sich dagegen im Regelfall langsam.“**

Nach dieser Investmentmethode konnten wir im 4. Quartal Hunting PLC (HTG.L) und Universal Stainless & Alloy Products (USAP), sowie zwei japanische Unternehmen mit einem Abschlag zum Liquidationswert kaufen.

**Neue Position – Hunting PLC (HTG.L)**

Hunting PLC ist ein familiengeführter, weltweit tätiger Zulieferer für die Öl- und Gasindustrie. Mit firmeneigenen Technologien entwickelt, verkauft und vermietet Hunting Metallkomponenten, Ausrüstung und Werkzeuge für den Bau von Bohrlöchern.

Der durch COVID-19 ausgelöste rapide Rückgang der Energiepreise und die damit einhergehenden Straffungen der Ausgabenbudgets führten zu einem starken Umsatz- und Aktienpreissrückgang. So konnten wir unsere Aktien an diesem schuldenfreien Unternehmen zu 38% des buchhalterischen Eigenkapitalwerts kaufen. Unser Kaufpreis entspricht der tiefsten Bewertung seit den Tiefständen aus dem Jahr 2002 als Hunting zu einem Preis- / Buchwertverhältnis von 0.42 datierte. Unser Kaufpreis zu einer Marktkapitalisierung von 296m GBP sollte daher eine erhebliche Sicherheitsmarge darstellen. Hunting besitzt 452 Mio. GBP kurzfristige Vermögenswerte, welchen 114 Mio. GBP Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Damit haben wir unsere Hunting Anteile unter dem Liquidationswert erworben.

<b>Übersicht</b> <i>(Angaben in Mio. GBP)</i>	 <b>HUNTING</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	Zulieferer für die Öl- und Gasindustrie
<b>Umsatz 2019</b>	753
<b>EBIT 2019</b>	46
<b>Ankeraktionär</b>	Familie Hunting
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	296
<b>Bargeld H1/2020</b>	41
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	452
<b>Verbindlichkeiten</b>	113
<b>Bilanzsumme</b>	919
<b>Eigenkapitalquote</b>	88%
<b>Nettoverschuldung</b>	Keine Schulden
<b>KBV bei Einkauf</b>	0,38
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	180 GBp

Die aktuelle Pandemie ermöglicht Preisanomalien selbst bei solch hochqualitativen Unternehmen. Mit einem Eigentümeranteil von 15.80% fungiert die Hunting Familie als Ankeraktionär, womit die Interessen mit uns Aktionären gleichgerichtet sind.

**Neue Position – Masi Agricola SPA (MASI.MI)**

Masi ist ein weiterer Kandidat welcher, beinahe perfekt in unser Profil fällt. Ein schuldenfreies Familienunternehmen, welches zu unserem Kaufzeitpunkt zu 60% des Buchwerts handelte. In siebter Generation zählt Masi unter Leitung der Familie Boscaini zu einem der führenden Produzenten in Venetien und ist bekannt für seine Amarone und Costasera Weine. Die besondere Herstellungsweise der luftgetrockneten Rotweintrrauben verleiht den Weinen ein besonders intensives Aroma.


Masi erzielt rund 35% der Umsätze in Amerika. Die aktuell durch COVID-19 bedingten Reisebeschränkungen führten dazu, dass der Besuch amerikanischer Touristen im Sommer 2020 beinahe komplett zum Erliegen kam. Trotz diesem Rückgang der internationalen Kundschaft konnte Masi zur Jahreshälfte in 2020 Zahlen ausweisen, welche das Eigenkapital kaum beschädigt haben.


Die Familie Boscaini ist mit 73% Mehrheitseigentümer und die Unternehmensführung von Sandro Boscaini zeigt eine Handschrift von solidem, wenn auch nicht schnellen EK Aufbau. Zur Jahreshälfte in 2020 weist die Masi Holding ein Eigenkapital von 124m € aus. Zudem befinden sich 54m € Immobilien und unter anderem eine 70% Beteiligung an der Masi Wine Bar Munich GmbH im Unternehmensbesitz. Unser Kaufpreis von 2,27 EUR sollte sowohl eine Sicherheitsmarge, als auch Potenzial nach oben bieten.

**Neue Position – Universal Stainless & Alloy Products Inc. (USAP)**

Neben Hunting PLC haben wir den zweiten Teil der BASF Erlöse für eine Positionierung in Universal Stainless & Alloy Products Inc. verwendet. Universal Stainless ist ein Spezialstahlzulieferer für die Luft- und Raumfahrt, für die Energieerzeugungs-, die Öl- und Gas- sowie für die Schwermaschinenbauindustrie. Zu den größten Abnehmern zählen Firmen wie Boeing, Airbus, Bombardier, Ford, Halliburton, Caterpillar, Schlumberger und Ford.

Wie Sie zweifelsfrei erkennen handelt es sich hier, verglichen zu unseren anderen Positionierungen, um ein unterdurchschnittliches Geschäftsmodell. Unabhängig davon hat hier nicht die Ertragsseite, sondern die Bilanz unser Interesse geweckt.

<b>Übersicht</b> (Angaben in Mio. EUR)	
<b>Geschäftsmodell</b>	Weingut
<b>Umsatz 2019</b>	65
<b>Norm. Gewinn</b>	6
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	74
<b>Ankeraktionär</b>	Familie Boscaini
<b>Eigenkapitalquote</b>	73%
<b>Nettoverschuldung</b>	20
<b>KBV bei Einkauf</b>	0,60
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	2,27 EUR

<b>Übersicht</b> (Angaben in Mio. USD)	
<b>Geschäftsmodell</b>	Stahlproduzent
<b>Umsatz 2019</b>	243
<b>Marktkapitalisierung bei Einkauf</b>	60
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	137
<b>Verbindlichkeiten</b>	77
<b>Bilanzsumme</b>	303
<b>Eigenkapitalquote</b>	75%
<b>Nettoverschuldung</b>	77
<b>KBV bei Einkauf</b>	0,29
<b>(Ø Kaufkurs/Aktie)</b>	6,79 USD

Universal Stainless besitzt zum 31. Dezember 2020 Stahlvorräte von USD 111m und ausstehende Forderungen von USD 18m. Selbst wenn auf einen Teil der Vorräte eine Abschreibung erfolgen würde, so denken wir mit einer erheblichen Sicherheitsmarge gekauft zu haben. Die Forderungen gegenüber Boeing, Airbus etc. sehen wir

als geringes Risiko an. Zudem sind wir der Meinung, dass die kurzfristigen Vermögenswerte von insgesamt USD 137m vom Markt übersehen werden. Unser Kaufpreis zu einer Marktkapitalisierung von USD 60m entspricht 27% des Buchwerts. Dies ist ein Rabatt gegenüber früheren Tiefstständen in 2003 (P/B = 0,54), 2009 (P/B = 0,41) und 2016 (P/B = 0,28). Zu Spitzenzeiten wie in 2008 oder 2011 war Universal Stainless bei > 1.8 P/B bewertet. Wir denken, wir befinden uns heute nahe am unteren Rand der historischen Bewertung. Aufgrund des starken zyklischen Charakters ist die Aktie im Portfolio nur gering gewichtet.

Im Zuge der Öffnung des Reiseverkehrs „post corona“ erwarten wir eine Erholung der Luft- und Raumfahrtindustrie und gleichzeitig eine erhöhte Energienachfrage, was ebenso eine Erholung für Öl- und Gasunternehmen ermöglichen sollte. Mit Universal Stainless & Alloy Products Inc. sowie Hunting PLC besitzen wir nun zwei weitere konjunktursensible Unternehmen mit großem Potenzial.

## **POSITIONIERT FÜR POST-CORONA**

Wir glauben wie viele Marktbeobachter, dass Value-Aktien in ihrer langen Geschichte in Relation zu Wachstums-Aktien noch nie günstiger waren als heute. Und auch Technologiewerte noch nie so übertrieben bewertet waren - mit der Ausnahme im Jahr 2000. Während der spekulative Wahnsinn in Märkten rund um neue Technologien ausgebrochen ist, fühlen wir uns mit unseren Unternehmen aus traditionellen Branchen, die mit robusten Bilanzen ausgestattet und günstig bewertet sind, sehr wohl. Sollten wir im kommenden Jahr zudem eine starke durch Impfstoffe verursachte wirtschaftliche Erholung erleben, wird dies unserem Portfolio einen zusätzlichen Schub geben.

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.