

Pecora Capital

Quartalsbericht Q4 2018

Wertorientierte Aktienstrategie

15. März 2019

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	WELLS FARGO (WFC)	8,9 %
2.	VOLKSWAGEN (VOW3)	8,9 %
3.	CHENIERE ENERGY (LNG)	8,6 %
4.	SYNCHRONY FIN. (SYF)	7,3 %
5.	NOVO NORDISK (NOVC)	7,3 %
6.	BAYER (BAYN)	7,2 %
7.	WPP (WPP)	4,7 %
8.	DAIMLER (DAI)	4,6 %
9.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	4,6 %
10.	IMPERIAL BRANDS (IMB)	4,3 %
Summe		66,4%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2018

Portfolio Veränderungen

Nachkauf	DAIMLER
Nachkauf	IMPERIAL BRANDS
Nachkauf	SYNCHRONY FINANCIAL
Nachkauf	WPP

Nennenswerte Ereignisse

Disziplinierte Zukäufe
Cashbestand bei 15 %
Portfolio von 15 Unternehmen
Chancen durch Korrektur im Dezember

Sehr geehrte Mitinvestoren,

im vierten Quartal des Jahres 2018 (Stichtag 31.12.2018) erwirtschaftete unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von -11.14%. Die Rendite für das Jahr 2018 (Stichtag 31.12.2018) liegt damit bei -18.53%.

Im vierten Quartal beschleunigten sich die negativen Trends im internationalen Aktienumfeld. Das Jahresende war geprägt von zunehmender Unsicherheit, hoher Volatilität und fallenden Aktienpreisen. Im Gegensatz dazu haben sich die Unternehmensergebnisse unserer gehaltenen Positionen im Großteil verbessert und den inneren Unternehmenswert gesteigert. Diese Diskrepanz tiefer datierender Kurse und stabiler oder wachsender Unternehmensgewinne führen zu erheblichen Chancen für langfristig orientierte Investoren wie uns.

Trotz relativ starker Fundamentzahlen sahen wir zu, wie an den Börsen die Unternehmenswerte aggressiv nach unten korrigiert wurden. Als im letzten Quartal des Jahres Negativschlagzeilen das Geschehen an den Weltbörsen dominierten, so wurden die globalen Aktienmärkte besonders im Dezember in Mitleidenschaft gezogen. Speziell die Preise der Deutschen Autohersteller oder anderer exportfokussierter Unternehmen wie Freeport McMoran erfuhren starke Rückgänge. Zum Jahresende sahen wir Bewertungen, welche wir seit 2008 nicht mehr gesehen haben. Zum Beispiel datieren die beiden Autoriesen VW und Daimler deutlich unter dem Buchwert und zum 6- oder 7-fachen ihrer Gewinne. Diese Preisrückgänge erfolgten obwohl VW (als einer der wenigen Hersteller) das operative Ergebnis und die Kapitalposition verbesserte und Daimler im Nutzfahrzeuggeschäft ein Rekordjahr verbuchte. Die Autowerte handeln vor allem wegen der Zoll- und Handelsthematik, wegen höheren Forschungsausgaben und neuen Emissionsstandards zu unterbewerteten Preisen.

Investieren vs. Trading

Händler haben in diesem Umfeld einen Vorteil, da sie auf Basis von Preisbewegungen und nicht von Fundamentaldaten agieren. Die auf Nachrichten und Events basierten Bewegungen sind jedoch nur kurzfristige Phänomene, welche die Aktienpreise zwischenzeitlich drücken. Es ist wichtig daran zu erinnern, dass solche Vorteile historisch betrachtet nur vorübergehend sind. Während die angesprochenen Händler aufgrund von Events und Schlagzeilen die Preise nach unten treiben, können wir Value-Investoren derartige Preisstürze zu unserem Vorteil nutzen.

Wir machen dies, indem wir unsere Positionen in hochqualitative und Cash-Flow starke Unternehmen zu niedrigen Preisen ausbauen. Seit Februar des letzten Jahres haben wir über das ganze Jahr konsequent Zukäufe getätigt, Bargeld investiert und unsere Geldbestände von 35% auf 15% verringert. Vor allem unsere Zukäufe im letzten Quartal zu besonders niedrigen Levels sollten dazu beitragen attraktive Renditen zu erwirtschaften. Anfang des Jahres haben wir in einer Präsentation auf die wesentliche Unterbewertung der wichtigsten Positionen verwiesen. Zum Ende des Jahres datierte unser Portfolio zu einem rund 50% Discount gegenüber dem von uns errechneten intrinsischen Wert.

Im neuen Jahr zahlen sich unsere Zukäufe bereits aus. Die Berichtssaison hat die Erwartungen überwiegend erfüllt und einige gute Nachrichten hervorgebracht. Hervorzuheben sind die positiven Entwicklungen bei Synchrony Financial. Dem Management gelang es die Wachstumsraten beizubehalten, die Gewinne zu steigern und die belastenden Klagen mit Walmart aus dem Weg zu räumen. Zudem konnten die wichtigsten Partnerschaften verlängert werden. Zu den Verlängerungen zählt die Retail Card

Partnerschaft der Walmart Tochter Sam's Club und die von Amazon. Nach starken Aktienrückkäufen im letzten Jahr ist auch dieses Jahr mit weiteren Rückkäufen und einem Anstieg der Gewinne pro Aktie zu rechnen. Die beigelegten Klagen und der klare Wachstumskurs sollten zudem helfen eine normalisierte und gerechtfertigte Bewertung vom rund 14-fachen der Gewinne zu erreichen.

Politische Unsicherheit und Unternehmenspreise

International politische Ereignisse werden immer ein Teil des Investmentklimas sein. Wahlen, Handelskonflikte, Kriege und andere Dinge können kurzfristig einen starken Einfluss auf Aktienpreise haben. Was jedoch den Aktienwert wirklich bestimmt, sind nicht Makroereignisse, sondern die Fähigkeit eines Unternehmens langfristig Geldmittel und Wert für seine Anteilseigner zu generieren. Als Value-Investoren ist es genau das, was wir untersuchen, analysieren und bewerten. Obwohl Nachrichten die Preise beeinflussen, haben sie nur wenig oder gar keinen Einfluss auf die langfristigen Cash-Flow-Ströme und Preisentwicklungen einzelner Unternehmen.

Somit werden wir uns weiter auf die fundamentalen Faktoren fokussieren und trotz kurzfristigen Unbehagens diszipliniert die Volatilität und Ungeduld von „Mr. Market“ zu unserem Vorteil nutzen. Situationen wie die jetzige haben wir in der Vergangenheit bereits mehrfach erlebt und jedes Mal war es möglich, dass wir für uns und unsere Investoren starke langfristige Gewinne erwirtschaften konnten. Angesichts der niedrigen Bewertungen unserer Unternehmen, sind wir zuversichtlich auch weiterhin langfristig erfolgreiche Ergebnisse für unsere Mitinvestoren zu erwirtschaften.

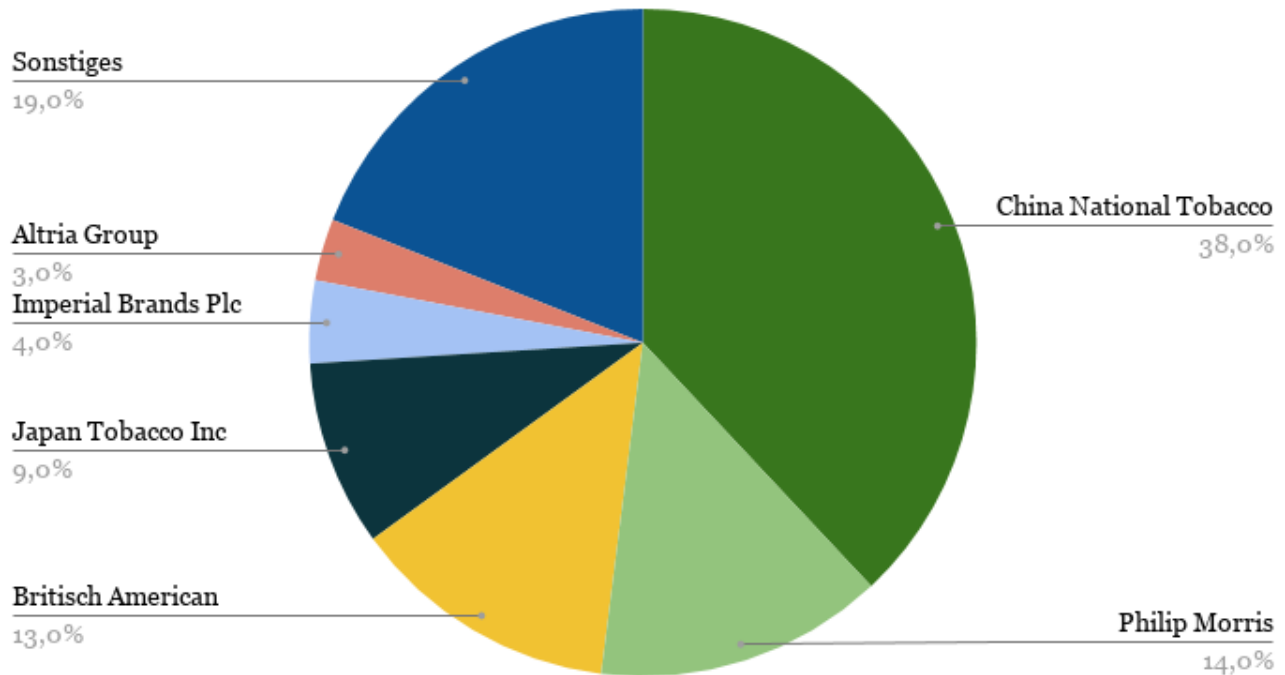
Tabakindustrie allgemein

Um die Wirtschaftlichkeit der Tabakindustrie zusammenzufassen, müssen Sie nur dieses eine Zitat von Warren Buffett von Ende der 1980er-Jahre lesen: *“I'll tell you why I like the cigarette business. It costs a penny to make. Sell it for a dollar. It's addictive. And there's a fantastic brand loyalty.”* („Ich werde Ihnen sagen, warum ich das Zigarettengeschäft mag. Es kostet einen Penny in der Herstellung. Man verkauft es für einen Dollar. Es macht süchtig. Und es gibt eine fantastische Markentreue.“) Diese fünf Sätze erklären kurz und prägnant eine der profitabelsten Branchen der Geschichte.

Nach einer starken Konsolidierungsphase über die letzten Jahrzehnte, gibt es heute sechs globale Unternehmen, welche ca. 81% des weltweiten Tabakmarkts abdecken. Dabei entfallen 38% auf die China National Tobacco Company, welche ein Staatsmonopol in China genießt. Schließt man den chinesischen Markt in der Betrachtung aus, bleiben mit Philip Morris International (kein US-Geschäft), British American Tobacco, Japan Tobacco, Imperial Brands und Altria Group (nur USA) noch 5 Konzerne, welche sich den internationalen Markt aufteilen.

Abbildung 1: Marktanteil weltweit nach verkauften Stückzahlen 2018

Marktanteil weltweit nach Stückzahlen



Quelle: Geschäftsberichte PMI/BAT/IMB

Diese starke Konsolidierung ist einer der Gründe, weshalb die Branche die profitabelste Branche des 20. Jahrhunderts war. Durch den geringen Wettbewerb haben die Hersteller eine entsprechend hohe Preissetzungsmacht und können Mehrkosten direkt an die Kunden weitergeben. Der weltweite Einzelhandelsumsatz der Zigarettenindustrie beträgt heute 700 Mrd. USD. In 2017 wurden über 5,4 Billionen Zigaretten an mehr als 1 Milliarde Raucher weltweit verkauft. Obwohl die weltweiten Tabakstückzahlen sich seit 2003 um 1,3% verringert haben, stieg der reale Einzelhandelsumsatz durch Preiserhöhungen um 26,5% (Quelle: Euromonitor International 2018).

Neben den klassischen Zigaretten als Tabakprodukt gibt es noch Zigarren, losen Tabakschnitt, sowie die stark wachsende Kategorie der E-Zigaretten, welche sich in die sogenannten „Vaping Systems“ mit Wachstumsraten von 25% p.a. und „Heated Tobacco Products“ mit Wachstumsraten von über 200% p.a. unterteilen lassen. Bei Vaping Systemen wird eine Nikotinflüssigkeit, das sogenannte Liquid, zum Verdampfen gebracht. Der dabei entstehende Nassdampf wird vom Konsumenten inhaliert und gepafft.

Bei sog. Heated Tobacco Products, also elektrischen Tabakerhitzern, wird mit einem elektrischen Heizelement eine spezielle Tabakzigarette erhitzt, wodurch Rauch entsteht. Im Unterschied zur Zigarette findet in beiden Fällen kein Verbrennungsprozess statt, wodurch laut Unternehmensangaben über 95%

der krebs- und krankheitserregenden Stoffe wegfallen. Langzeitstudien gibt es hierzu noch nicht, weshalb die WHO (Weltgesundheitsorganisation) sowie die verschiedenen Gesundheitsministerien der Industrieländer an Beschränkungen oder Regulierungsmaßnahmen arbeiten. Zusammengefasst entsprechen alle Nikotinkategorien einem Gesamtumsatz von 785 Mrd. USD.

Trotz der starken staatlichen Regulierung, gesundheitlichen Warnhinweisen und hohen Steuern auf Tabakerzeugnisse, können Tabakkonzerne wie Imperial Brands immer noch eine Nettomarge von 30% erzielen. Da Reinvestitionen in Forschung, Entwicklung und Sachanlagen kaum nötig sind, können die Tabakkonzerne zudem ca. 90% ihres operativen Cashflows in Free-Cashflow umwandeln. Diese freien Geldmittel wurden in der Vergangenheit insbesondere für Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe verwendet.

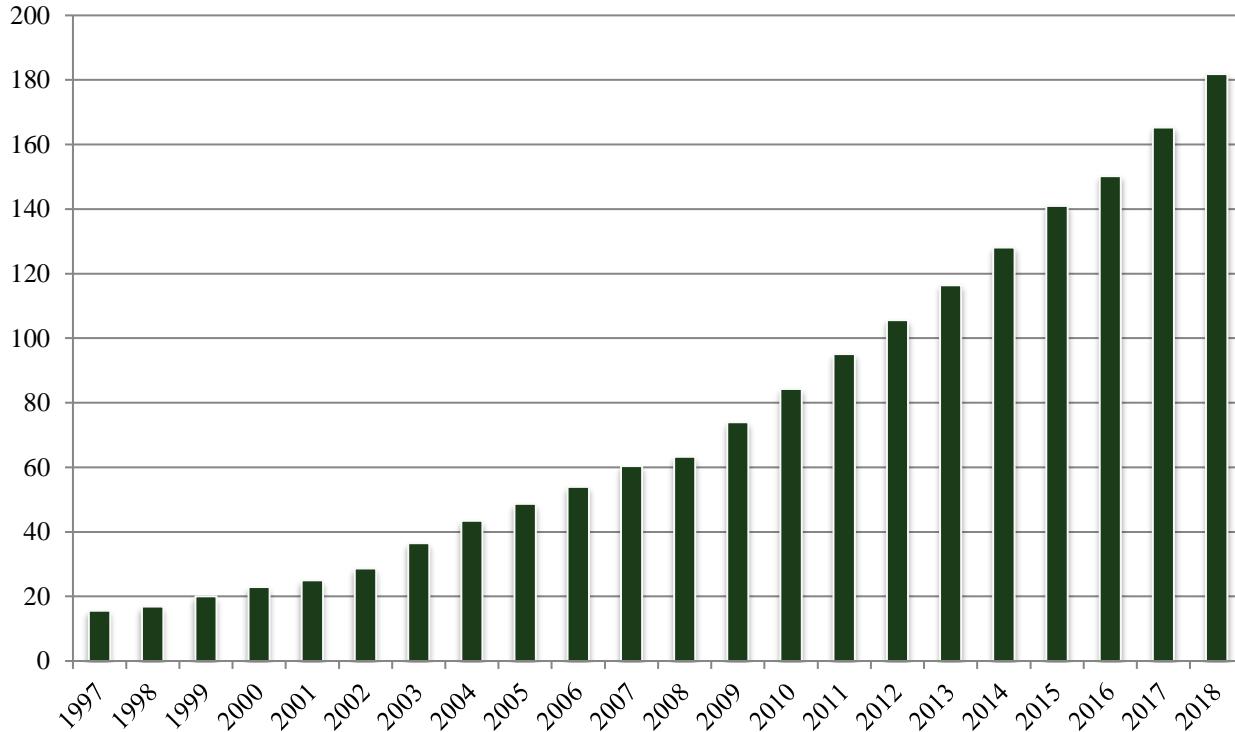
Imperial Brands (IMB)

Geht man zurück in das Jahr 1997, betrug der Aktienpreis für Imperial Brands £3. Die Dividendenzahlung in 1997 summierte sich auf 21.4p, was einer Dividendenrendite von 7% und einem KGV von 8 entsprach. Man muss sich dabei in Erinnerung rufen, dass damals die risikolose 10-jährige Staatsanleihe der UK 7% im Vergleich zu heute 1,2% betrug. Auch damals war der langfristige Ausblick für Tabakaktien durch Werbeverbote und die bekannten Gesundheitsrisiken schlecht, dennoch belohnte Imperial Brands seine Aktionäre über die Jahre mit dezenten Ausschüttungen. Zusammengefasst gab das Unternehmen seit 1997 £16,77 an seine Aktionäre als Dividenden zurück. Dies entspricht dem 5,6-fachen des Einstiegswerts. Die Dividenden wurden also jährlich um 12% gesteigert. Der Aktienpreis stieg ebenfalls von £3 auf £26. Dies entspricht dem 9-fachen des Ausgangskurses und einer jährlichen Rendite von 11%.

Hätte also Max Mustermann in 1997 £100.000 in Aktien von Imperial Brands investiert, würde er in 2019 £62.600 jährliches Dividendeneinkommen erwarten. Die gesamten Dividendeneinnahmen würden sich seit Kauf der Aktien auf £560.000 summieren. Zusätzlich wären die £100.000 Startkapital auf einen Gesamtwert von £866.666 gewachsen. Heute hätte Max also eine jährliche Dividendenrendite von rund 62,60% auf sein in 1997 eingesetztes Kapital.

Abbildung 2: Imperial Brands - 11% Dividendenwachstum p.a. von 1997 – 2018 in GBp

Dividenden p.a. 1997-2018 in GBp



Quelle: www.imperialbrands.com/investors

„The prime purpose of a business corporation is to pay dividends regularly and, presumably, to increase the rate as time goes on.”

- Benjamin Graham, *Security Analysis*, 1934

Bewertung 2018/2019

Imperial Brands ist heute mit einem Bruttogesamtumsatz von 30,5 Mrd. GBP sowohl in der Produktion als auch dem Verkauf von Tabakprodukten tätig. Zu den weltweit etablierten Zigarettenmarken des Unternehmens gehören u.a. Davidoff, JSP, West, Winston und Gauloises. Daneben ist IMB Weltmarktführer im Verkauf kubanischer Zigarrenmarken wie Cohiba und Montecristo durch eine 50%-Beteiligung an Habanos S.A.

Wichtige Kennzahlen im Geschäftsjahr 2018

Aktienpreis (Ø Kaufkurs)	2.379	GBX
Dividende	188	GBX
	Angaben in Mrd.	
Marktkapitalisierung	22.500	GBP
Enterprise Value (Marktkapitalisierung + Nettofinanzschulden)	33.500	GBP
Bruttoumsatz	30.500	GBP
Nettoumsatz Tabak & NGP nach Steuern	7.700	GBP
EBIT	3.761	GBP
EBT	3.321	GBP
Nettogewinn	2.673	GBP
Nettogewinnmarge	34,7%	
Bilanzsumme	30.848	GBP
Kurs-Gewinn-Verhältnis	8,42	
Dividendenrendite	8%	

Abbildung 3: Strategische Wachstumsmärkte und Marken im Zigarettenmarkt, sowie im Markt der E-Zigaretten (myblu als Vapour-Marke und PULZE als Heat-not-Burn-Marke)

The infographic is divided into two main sections: 'Tobacco Maximisation' (orange background) and 'Next Generation Products' (blue background).
Tobacco Maximisation:
 - Left panel: 'Share gains in priority markets supporting growth in net revenue'. It features flags for the UK, Russia, Japan, Italy, and Saudi Arabia.
 - Right panel: 'Quality growth through Growth and Specialist Brands'. It lists brands: JP, West, Davidoff, and KOOL.
Next Generation Products:
 - Left panel: 'Significant step up in NGP, myblu rollout'. It shows a pack of myblu e-cigarettes and two individual devices.
 - Right panel: 'Innovation driving portfolio expansion'. It shows PULZE heat-not-burn products, including a pack and a single device.

Quelle: Investorenpräsentation Imperial Brands 02/2019

Im stark wachsenden Markt der alternativen Tabakprodukte ist IMB bisher mit der Vaping-Marke myblu vertreten. Im Bereich der Heat-Not-Burn-Produkte wird IMB in 2019 die Marke PULZE starten. Der Konzern legt damit seinen Investitions- und Expansionschwerpunkt auf die stark wachsenden Bereiche der Nikotinbranche. Die Heat-not-Burn-Produkte bieten zudem um das bis zu 2,5-fache höhere Margen

als herkömmliche Zigaretten. Der Markt wird nach Schätzungen bis 2025 auf über \$50-100 Mrd. Umsatz anwachsen.

In 2017 und 2018 führten verschiedene Risiken zu einem starken Preisverfall der internationalen Tabakkonzerne an den Börsen, dem sich auch Imperial Brands nicht entziehen konnte. So konnten wir unsere Aktienposition in 2018 zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von 2.379 GBX (Höchststand Ende 2016: 4.130 GBX) kaufen - bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 9, einer Dividendenrendite von 8% und einer Free-Cashflow-Rendite von 11%.

Das Risiko eines ungeordneten Brexits schätzen wir für das Unternehmen als vernachlässigbar ein. Sollten Importzölle erhoben werden, trifft dies alle Tabakhersteller, so dass die Preise in UK einheitlich erhöht werden. Preiserhöhungen konnten in der Vergangenheit aufgrund der oligopolistischen Branche immer an den Kunden weitergereicht werden.

Eine weitere Unsicherheit sieht der Börsenmarkt in der starken Fragmentierung der Hersteller alternativer Tabakprodukte und fürchtet damit einhergehend geringere Margen bei E-Zigaretten als bei Zigaretten. Diese Sorgen haben sich mittlerweile wieder gelegt, denn die Margen sind laut Unternehmensangaben signifikant höher als bei herkömmlichen Zigaretten und es tritt bereits eine starke Konsolidierung der Marken ein. So haben in den USA, dem bisher größten Markt für Vaping-Produkte, die drei Unternehmen JUUL/Altria, British American Tobacco und Imperial Brands über 90% des Marktanteils auf sich vereinigt. MyBlu ist dabei mit einem Anteil von knapp 10% die drittstärkste Vaping-Marke. In UK beträgt der Marktanteil von Imperials myblu 18%, der gesamte Marktanteil der BIG5-Tabakunternehmen beträgt rund 80% und entspricht damit in etwa den Marktanteilen des Zigarettegeschäfts.

Bei Heat-not-Burn Produkten hat Philip Morris mit der vor 2 Jahren eingeführten Marke IQOS einen „First-Mover-Advantage“. British American Tobacco und Japan Tobacco bieten seit 2018 ebenfalls erfolgreich HNB-Produkte an. Imperial Brands wird hier in 2019 sein erstes Produkt PULZE auf den Markt bringen. Wir gehen davon aus, dass auch Imperial Brands sich über seine Distributionskanäle einen Marktanteil erarbeiten und wirtschaftlich in diesem hochprofitablen Teilsegment partizipieren wird.

Hinzu kommt, dass auch die Regulierung und damit die Rechtsrisiken in diesem Bereich stark zunehmen werden. Ähnlich wie bei Zigaretten werden die Rechtskosten und Genehmigungen nur für die erfahrenen Marktteilnehmer zu kalkulieren sein. Dies ist einer der Gründe, weshalb Ende letzten Jahres die Firma JUUL, der US-Marktführer bei Vaping-Produkten, einen 35%-Geschäftsanteil an den Global-Player Altria Group verkaufte. Der Kaufpreis von \$12,8 Mrd. bedeutet eine Gesamtbewertung von \$38 Mrd. und damit das 30-fache des Umsatzes in 2018.

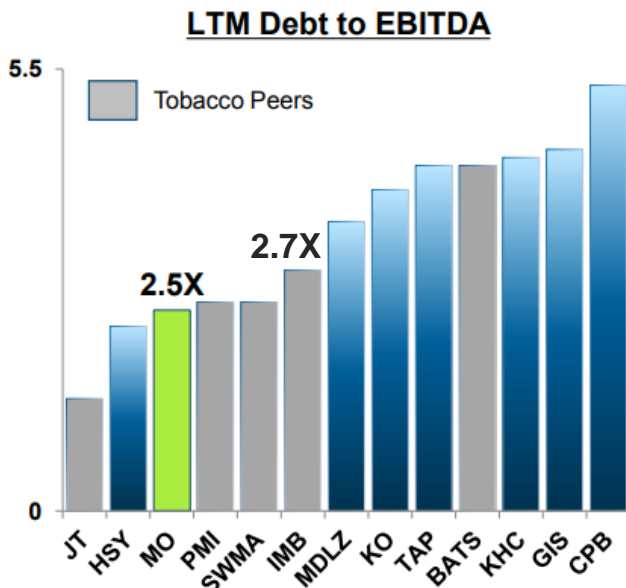
Bei einem Bewertungsabschlag von 33 bis 50% für die Marke myblu aufgrund der Marktführerschaft von JUUL, ergäbe sich eine Bewertung von bis zu \$6 Mrd. auf Basis der Umsätze 2018. Imperial Brands datiert dagegen zum 1-fachen der Bruttoumsätze bzw. zum 3-fachen der Nettoumsätze.

Abbildung 4: Bewertungspotential der E-Zigarette myblu

Bewertungspotential des Vapour-Bereichs in Mio. \$	Umsatz 2018	Bewertung	Kurs/Umsatz-Verhältnis
JUUL (Basis: Altria Transaktion Q4/2018)	\$1.290	\$38.000	30-fach
myblu (Annahme)	\$300	\$4.500 bis \$6.000	15- bis 20-fach

Ein weiteres Risiko sehen die Analysten in der Verschuldung von Imperial Brands. Im Peer-Group-Vergleich mit anderen Konsumgüterkonzernen zeigt sich allerdings, dass Imperial beim 2,7-fachen vom EBITDA unterdurchschnittlich und im Vergleich zu den anderen Tabakkonzernen wie PMI (Philip Morris International) oder MO (Altria Group) vergleichbar hoch verschuldet ist.

Abbildung 5: IMB im Peer-Group-Vergleich - Langfristige Schulden zu EBITDA



Quelle: Altria Group – 2019 CAGNY Präsentation

Zusammenfassend werden die Absatzzahlen im Zigarettenmarkt weiterhin im historischen Schnitt um ca. 2% p.a. weltweit sinken. Die Umsätze werden allerdings aufgrund der Preissetzungsmacht der Konzerne im historischen Mittel konstant bleiben bzw. moderat steigen. Es wird zudem seitens der Unternehmen und der Fachverbände wie der Weltgesundheitsorganisation erwartet, dass der Absatz alternativer Produkte (E-Zigaretten und Heat-not-Burn-Produkte) um über 20% p.a. steigen wird. Wir erwarten

folglich, dass die Umsätze und vor allem die Gewinne aufgrund der höheren Margen der neuen „Next-Generation-Products“ allgemein steigen werden.

Durch die regulatorischen Risiken wird der Markt wie in der Vergangenheit von vier bis fünf Wettbewerbern als Oligopol bestehen bleiben, so dass auch die Margen nachhaltig hoch bleiben werden. Imperial Brands als kleinster Tabakhersteller hat zudem das Potential von einem der größeren Marktteilnehmer übernommen zu werden. So übernahm British American Tobacco 2017 die amerikanische Firma Reynolds (u.a. Camel, Newport) zum Kaufpreis von \$85,5 Mrd.. Dies entsprach dem 45-fachen des Gewinns und 8-fachen des Umsatzes und damit dem vielfachen der heutigen Bewertung von Imperial Brands. Folglich warten wir bei einer FCF-Rendite von 11% und einer Dividendenrendite von 8% auf das Erkennen des inneren Werts.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback jederzeit willkommen.

Viele Grüße,
Pecora Capital

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.