

# Pecora Capital

## Quartalsbericht Q1 2018

### Wertorientierte Aktienstrategie

16. April 2018

Sehr geehrte Investoren,

im ersten Quartal des Jahres 2018 (Stichtag 31.03.2018) weist unser Portfolio eine negative Rendite nach Kosten von -7.06% aus.

Schaffen wir zuerst die schlechten Nachrichten aus dem Weg. Rein aus Ergebnissicht war Q1 ein Übergangsquartal. Auch wenn es auf den ersten Blick so aussieht als wäre es ein Quartal zum vergessen, so glauben wir, dass diese schwierigen Monate mit niedrigeren Preisen die Basis für langfristige Outperformance liefern. In dieser Zeit ist es wichtig wenige Änderungen vorzunehmen aber gezielt Kapital einzusetzen sobald sich erhebliche Unterbewertungen / Möglichkeiten ergeben. Insgesamt haben wir 10% unserer Cashbestände gezielt für Zukäufe bestehender Positionen investiert.

Vergessen Sie nicht. Wir investieren in ein konzentriertes, wertorientiertes Portfolio mit dem Ziel immer gute Monate und Quartale mit starken Renditen zu erwirtschaften. Wie allerdings mehrfach dargestellt gilt es Pecora's Ergebnisse und das Risiko über Jahre hinweg und nicht in Monaten oder Quartalen zu betrachten. Wir sind uns sicher, dass unser disziplinierter Investmentprozess in einfache, gut positionierte, unterbewertete und teils nicht beachtete Unternehmen weiterhin zu exzellenten Ergebnissen führen wird. Um das Potenzial des Portfolios zu illustrieren, so liefern wir auf Seite drei und vier eine Prognose mit welchen jährlichen Renditen wir über zehn Jahre rechnen können.

Im letzten Bericht haben wir darauf verwiesen, dass wir planen einen Teil unserer Gelder mittel- und langfristig in kleinere (Market Cap € 100M – € 750M) und teils unbeachtete Unternehmen zu investieren. Dennoch gilt weiterhin, dass wir nach dominanten und erheblich unterbewerteten Qualitätsunternehmen, mit einfachen Geschäftsmodellen, vorhersehbaren Cash Flows, einzigartigen Vermögenswerten und hohen Eintrittsbarrieren suchen. Abgesehen vom Preis achten wir sehr darauf wie diese Unternehmen das Kapital einsetzen, ob sie wachsen und ob es Vermögenswerte gibt welche vom Markt missverstanden werden.

Wir haben bei den meisten Investments einen Zeithorizont von 4-6 Jahren. Seth Klarman sagt: „Wer nicht bereit ist eine Aktie für einen solchen Zeitraum zu besitzen der sollte nicht einmal daran denken sie für 10 Minuten zu halten.“ Während wir mit Disziplin und Geduld unsere Unternehmen zu möglichst günstigen Preisen kaufen, so deuten die Schnäppchenpreise während dem Kaufzeitpunkt drauf hin, dass sich das jeweilige Unternehmen in einem Umschwung, Turnaround oder einer schlechten Marktphase befindet. Denken Sie aktuell dabei an Bayer, Volkswagen oder Wells Fargo. Ohne Zweifel handelt es sich um erstklassige Firmen welche jedoch individuelle Probleme mit sich herumtragen. Volkswagen arbeitet immer noch an den Nachwehen des Dieselskandals, Wells Fargo an dem Konten- / Gebührensandal und Bayer an der regulatorisch komplizierten Übernahme von Monsanto. Eines haben alle drei gemeinsam. Gemessen an den Peers (anderen Wettbewerbern) sind sie aus fundamentaler Sicht trotz hervorragender Geschäftsergebnisse erheblich günstiger bewertet. Sicher wird das nicht ewig so bleiben. Früher oder später werden die Werte zu Ihrem üblichen Marktwert oder zumindest zum Marktwert der Wettbewerber gravitieren. Diese Regression zur Mitte (Mean Reversion) ist der Vorgang auf welchem wir die ganze Strategie des Value Investments aufbauen.

Denken Sie ein paar Jahre zurück. Die Aktie von JP Morgan Chase datiert aktuell bei rund \$110 und wir haben darauf seit unserem Einstieg in 2016 bereits mehr als 100% Rendite erwirtschaftet. Ähnlich wie aktuell bei Wells Fargo musste JP Morgan Chase in den letzten Jahren mehrere Skandale überstehen. Der letzte und wohl bekannteste war der in 2012 ausgebrochene „London Whale Skandal“ in welchem JP Morgan durch riskante Derivatgeschäfte mehr als \$6 Mrd. vernichtete. Nach einer Klagewelle und Strafen fiel die Aktie damals in 2012 um rund 35% auf unter \$32. Es dauerte rund 1.5 Jahre und nach einem Vergleich und einer Strafzahlung verschwand das Thema aus den Medien. Heute, 6 Jahre nach dem Handelsskandal, interessiert sich niemand mehr für die Geschichte und die Aktie hat sich seitdem mehr als verdreifacht. Ähnliches erwarten wir für Wells Fargo aber auch für Volkswagen, Bayer oder Freeport McMoran. Die Unternehmen sind chronisch unterbewertet und sobald die in den Medien kursierenden Probleme verschwinden, so wird sich der Markt nicht mehr auf die Angst sondern auf die Fundamentaldaten fokussieren und die Aktien nach oben hieven. Bzgl. Wells Fargo äußerten sich die größten Anteilseigner, Warren Buffett und Charlie Munger optimistisch, dass Wells Fargo gestärkt aus der Krise hervorgeht. Das Kerngeschäft ist kaum beeinflusst und die Aktie zeigte sich seit dem Ausbruch des Skandals in 2016 als sehr widerstandsfähig und hat im Renditevergleich zu JP Morgan Chase einen großen Nachholbedarf.

### Die erheblichen Vorteile und Argumente für ein aktives Portfoliomanagement

Der achtjährige Bullenmarkt befindet sich im späteren Zyklus und es lässt sich darüber debattieren, ob wir uns in einer Blase befinden und wie weit die aktuellen Bewertungen gestreckt sind. Vergleicht man über die letzten 100 Jahre die Markthöchststände, die Tiefpunkte und die damit zusammenhängenden Preise und fundamentalen Indikatoren, so kann man schnell Parallelen zu vergangenen Überbewertungen finden. Sowohl Market Cap zu BIP, als auch das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Umsatz-Verhältnis befinden sich nahe den Rekordniveaus und ähneln sehr den Bewertungen um die Jahrtausendwende. Nach fast einer ganzen Dekade im Bullenmarkt haben sich die Fans von passiven Investments ohne jeglicher Konzeption und mit vollem Risiko daran gewöhnt, dass es ganz einfach wäre in Aktien zu investieren. Wie Sie wissen haben wir oft diese blinden Investments mit hoher Korrelation kritisiert und darauf verwiesen, dass diese nur solange funktionieren solange der Markt nach oben geht. Bei dieser Gelegenheit aber wollen wir zurückblicken und illustrieren was das letzte mal passiert ist als Investoren zu Marktlevels wie heute

blind in einen ETF investiert haben. Danach vergleichen wir diese „teuren“ Investments in den Index mit unserem erheblich niedriger bewerteten Portfolio.

Nachfolgend sehen Sie die Zusammensetzung der 10 größten Werte des S&P 500 im Juli 1999 als dieser zu einem KGV von 30.5 datierte. Das ist noch der Zeitpunkt vor dem Hoch in 2000 sowie vor dem Kursrutsch welcher den Index in den Folgejahren halbierte.

**S&P 500 Top 10, Juli, 1999  
Renditen von Juli, 1999 bis Dezember, 2017**

<b>Aktie</b>	<b>Gewichtung</b>	<b>Totale Rendite</b>	<b>Rendite p.a.</b>
Microsoft	4.0%	100.2%	3.8%
General Electric	3.3	-18.4	-1.1
IBM	2.1	44.7	2.0
Wal-Mart	1.9	147.5	5.0
Cisco Systems	1.9	30.8	1.5
Lucent Tech	1.9	-95.6	-34.4
Intel	1.9	67.1	2.8
Exxon Mobil	1.7	191.7	6.0
AT&T	1.6	12.7	0.7
Merck	1.5	26.3	1.3
S&P 500		123.3	4.5

Durch die hohe Gewichtung wurden Investoren passiver Strategien dazu gezwungen überwiegend in Technologieaktien zu investieren obwohl deren Bewertungen in der Stratosphäre lagen. Damals hat man bei einem \$100 Investment in den S&P 500 Indexfonds, \$4 in Microsoft, \$3.3 in General Electric usw. investiert. Umso mehr Geld in diese Indexfonds floss, desto mehr Aktien wurden von den am stärksten gewichteten Werten gekauft und umso stärker wurden deren Preise nach oben getrieben.

Erinnern wir uns zuerst an unsere These. Wir sagen, dass unsere langfristig zu erwartenden Renditen der Gewinnrendite der jeweiligen Unternehmen entspricht. Zur Erklärung: Der Preis welchen man für eine Aktie relativ zu deren Gewinnen bezahlt, beschreibt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Invers dazu, misst das Gewinn-Kurs-Verhältnis (GKV) die Rendite welche ein Investor für den Besitz erhält.

Investoren die 1999 zu einem KGV von 30.5 in den Index investierten konnten ohne jegliches Wachstum und mit gleichbleibenden Unternehmensgewinnen mit einer langfristigen jährlichen Gewinnrendite von 3.3% (1/30.5) rechnen. Wer von diesen Investoren hätte damit gerechnet, dass die jährliche Rendite über 18 ½ Jahre bei mageren 4.5% liegt? Den leichten Unterschied von 3.3% zu 4.5% ist lediglich dem Wachstum der Unternehmen zuzuschreiben. Microsoft rentierte 3.8% und verbrachte den Großteil der Dekade im tiefroten Bereich. Lediglich Exxon Mobil und Wal-Mart lieferten Renditen welche die Gewinnrendite des Index von 4.5% knapp übertrafen.

In einem erbarmungslosen Markt, in welchem die Bewertungen hin zu den Gewinnrenditen gravitieren werden Käufer für das bezahlen eines Premiums abgestraft. Während Technologieaktien

ins bodenlose fielen so haben sich in dieser Zeit Value Aktien wie z.B. Berkshire Hathaway exzellent entwickelt und die Gewinnrendite des Index um Längen geschlagen.

Das sind also alles Geschichten aus der Historie und werden sich sicher nicht wiederholen oder? Hier ist die aktuelle Top 10 Liste des S&P 500 zum Jahresende 2017. Investoren von passiven Indexfonds sollten sich lange überlegen welche Renditen und vor allem welches Risiko und welche Sicherheit sie über die nächsten zehn oder fünfzehn Jahre erwarten. Wie werden sich die heutigen Top 10 entwickeln? Wieviele der heutigen Top 10 werden überhaupt in den Top 10 bleiben? Wird einer der Werte 95% verlieren wie damals Lucent Technologies?

### S&P 500 Index Gewichtung zum Dezember 2017

Aktien	Gewichtung
Apple	3.8%
Microsoft	2.9%
Amazon	2.0%
Facebook	1.8%
Berkshire Hathaway	1.7%
Johnson & Johnson	1.6%
JP Morgan	1.6%
Exxon Mobil	1.6%
Alphabet C	1.4%
Alphabet A	1.4%
Bank of America	1.3%
S&P 500	100.0%

Wo also stehen wir? Wie sind unsere Unternehmen bewertet und welche Renditen können wir langfristig erwarten?

Die KGVs der meisten Indizes datieren nördlich vom 20-fachen der Gewinne, was wiederum die Gewinnrendite unter 5% fallen lässt. Der S&P 500 liefert eine Gewinnrendite von 4.3%, der MSCI Index 4.8% und der mit neuen Tech Raketen ausgestattete NASDAQ schloss 2017 mit einem KGV von 26.3, also einer Gewinnrendite von 3.8%.

Die Kursentwicklung der letzten Jahre hat die unterliegenden Fundamentaldaten beinahe aller Anlageklassen derart abgehängt, so dass passive Indexinvestoren mit einer Renditeerwartung von über 6% mit hoher Wahrscheinlichkeit enttäuscht werden.

Unser Pecora Capital Value Portfolio datierte zum Ende von Q1 2018 zum 12-fachen der normalisierten Gewinne. Wenn die Gewinne unserer Unternehmen konsistent mit unserer Analyse sind, so wird die Gewinnrendite von 8.3% zur Basisrendite unseres Portfolios auf einem zehn- oder fünfzehnjährigen Horizont. Zusätzlich, handeln unsere Werte zu 80% des intrinsischen Wertes was weiteres Aufwärtspotenzial von 25% rechtfertigen dürfte. Bei 80% des intrinsischen Wertes erwarten wir eine jährliche Zusatzrendite von 2-3%. Beides aufsummiert, liegt unsere jährlich langfristig zu erwartende Rendite bei heutigen Preisen zwischen 10 und 11%.

### Portfolioupdate

Volkswagen (VOW3) – Wie von uns erwartet hat Volkswagen exzellente Zahlen für das Jahr 2017 berichtet. Vor allem dank Porsche, Audi, einem Gewinnsprung bei Skoda und leichten Verbesserungen der Kernmarke stieg die operative Marge auf 7.4% (6.7% im Vorjahr). Bei einem Jahresumsatz von € 230 Mrd. erwirtschaftet VW jährlich mittlerweile mehr als € 10 Mrd. Free Cash Flow. Durch die positive Geschäftsentwicklung erhöhte sich der Buchwert zum Jahresende 2017 auf 217 Euro pro Aktie. Der Ausblick für 2018 bleibt positiv mit rund 5% höheren Umsätzen und gleichbleibenden Margen. Das bedeutet wir besitzen weiter ein Unternehmen welches unter Buchwert und zum 6.5-fachen der Gewinne datiert.

Einige Dinge könnten sich 2018 als Katalysator für die Aktie entwickeln. Der Vorstand hat kürzlich veröffentlicht, dass Pläne vorliegen die LKW Sparte mit einer Abspaltung eigens an die Börse zu bringen. Obwohl die Zustimmung der mächtigen Betriebsräte noch aussteht, so wäre dies ein lange überfälliger und willkommener Schritt welcher VW Milliarden in die Kassen spülen dürfte. Die Unternehmen könnten sich nach einer Abspaltung und einem Börsengang eigenständiger und agiler entwickeln. Zudem sollte dies dazu führen, dass die gut laufenden Geschäfte der Marken Scania und MAN besser im Marktpreis reflektiert werden. Den Wert der LKW Sparte schätzen wir auf einen niedrigen zweistelligen Milliardenbetrag.

Laut Vorstand wird VW außerdem schon bald der Weltmarktführer für Elektrofahrzeuge sein. Ab 2019 bringt der VW Konzern monatlich ein neues Elektrofahrzeug auf den Markt und will 2022 in 16 Werken (von insgesamt 120) Autos mit Elektroantrieben bauen. Dies soll ohne signifikante Beeinflussung der Margen passieren. Als Ausblick wird sogar das Ziel vorgegeben die Forschungs- und Entwicklungsausgaben von derzeit 6.7% am Umsatz auf unter 6% zu senken. Getragen von organischem Wachstum und dem profitablen Geschäft kann VW den Eintritt in den E-Markt auch locker stemmen. Erst Anfang März wurde in diesem Zusammenhang bekanntgegeben, dass sich Volkswagen Batterielieferungen im Wert von 25 Milliarden Dollar gesichert hat und schon in 2020 zum größten Produzenten von Elektrofahrzeugen aufsteigen will.

Abgesehen von den operativen Entwicklungen, erhalten wir im September mehr Klarheit hinsichtlich den ausstehenden Klagen bzgl. dem Dieselskandal. Es geht um die Entscheidung, ob Volkswagen im Rahmen der Ad-hoc Mitteilungspflicht rechtzeitig Aktionäre und Anleihen Investoren informiert hat. In den USA wurde eine ähnliche Klage von Anleihen Investoren abgewiesen und zugunsten von VW entschieden. Den gleichen Verlauf erwarten wir für den europäischen Gerichtsentscheid. In jedem Fall bringt die schwindende Unsicherheit Klarheit und löst zunehmend die befindlichen Fragezeichen. Die Verjährung der Schadensersatzansprüche und auch die günstige Umrüstung der Euro 4 und Euro 5 Diesel spielt VW in die Karten. Sobald all dies geklärt ist können sich die Investoren auf die starken Fundamentaldaten fokussieren. Wir denken, dass wir noch rund 40% Kurspotenzial haben und planen nicht die Aktie unter dem Buchwert zu verkaufen.

### **Neues Investment – Yatra Online (YTRA)**

Yatra Online (YTRA) – Wir haben im ersten Quartal begonnen eine kleine Position in Yatra Online aufzubauen. Yatra ist die zweitgrößte Online Travel Agency (OTA) im indischen Markt und gelistet an der US Börse NASDAQ. Die Firma bietet Preisvergleichsinformationen für inländische und internationale Flug- und Hotelbuchungen, Urlaubspakete, Busse und Züge an. Verglichen zum

indischen Marktführer MakeMyTrip (MMYT) datiert Yatra zu einem erheblichen Abschlag/Discount. MakeMyTrip hat 41% Marktanteil am indischen Online Reisemarkt und hat einen Market Cap von 3.5 Mrd. Dollar. Verglichen dazu bedient Yatra als klare Nummer zwei, 16% des indischen Reismarktes und ist mit einem Market Cap von 240 Millionen Dollar um weniger als das 14-fache oder zu einem Drittel gemessen an der Kennzahl Unternehmenswert zu Umsatz bewertet. Und das trotz ähnlicher langfristiger Margen und Wachstumsraten.

Neben dem Preis versprechen zahlreiche Indien spezifische Rückenwinde und vorteilhafte demographische Trends massives Wachstum in den nächsten Jahren. Als europäische oder USA fokussierte Investoren haben wir vergessen was es bedeutet an richtigem Wachstum zu partizipieren. Indien hofft nicht auf 3% BIP Wachstum sondern genießt jährliche Wachstumsraten von 6-8%. Dabei wächst der Reisemarkt beinahe mit doppelt so hohen Raten, da Reisen eine der ersten Ausgaben einer wachsenden Mittelklasse sind. Zusätzlich steigt die Anzahl an Online Buchungen wegen zunehmenden Internet- und Smartphone Zugang stärker als die Reiseindustrie im Allgemeinen.

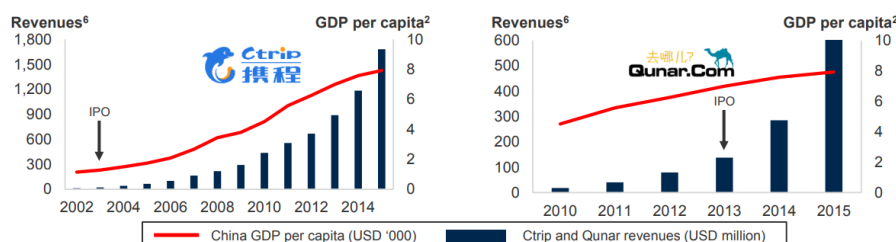
Es ist bekannt, dass die Aktien von Online Travel Agencies zu den größten Erfolgsgeschichten der letzten Dekade zählen. Priceline (PLCN) war wie heute Yatra kurz nach der Jahrtausendwende ein 200 Millionen Dollar Unternehmen und hat heute eine Marktkapitalisierung von 93 Mrd. Dollar. Ctrip (CTRP) ging 2004 mit einem Wert von 30 Millionen Dollar an die Börse und ist heute zu 30 Mrd. Dollar bewertet (30% jährliche Rendite). Besonders das Beispiel Ctrip ist interessant, da die Charakteristika des heutigen indischen Reismarktes sehr dem chinesischen Markt vor rund zehn Jahren ähneln. Kürzlich sagte der CEO von Ctrip: „Aus unserer Sicht befindet sich der indische Markt dort wo der chinesische Online Reisemarkt vor 10 oder vor 20 Jahren war.“

OTAs profitieren überproportional von steigenden Einkommen im jeweiligen Markt. Der chinesische Online Reisemarkt hat damals exponentiell abgehoben als das BIP pro Kopf \$2,300 erreichte. Indien steht heute bei einem BIP pro Kopf von \$1,974 und sollte die Schwelle von \$2,300 Anfang 2020 erreichen.

*Vergleich China 2004, Indien 2014 sowie China 2015, Quelle: Yatra February 2018 Investor Presentation*

	China <sup>1</sup>	India <sup>1</sup>	China 2015
GDP per capita (USD)	2004 \$1,498	2014 \$1,487	\$7,920 <sup>2</sup>
Organized retail penetration	1999 ~10%	2014 9-10%	20% <sup>3</sup>
Online shoppers	2006 43m	2014 38m	413m <sup>4</sup>
Spend per online buyer (USD)	2007 \$135	2014 \$104	\$1,762 <sup>4</sup>
Internet penetration	2008 23%	2014 20%	50% <sup>2</sup>
Smartphone penetration	2010 13%	2014 14%	58% <sup>5</sup>

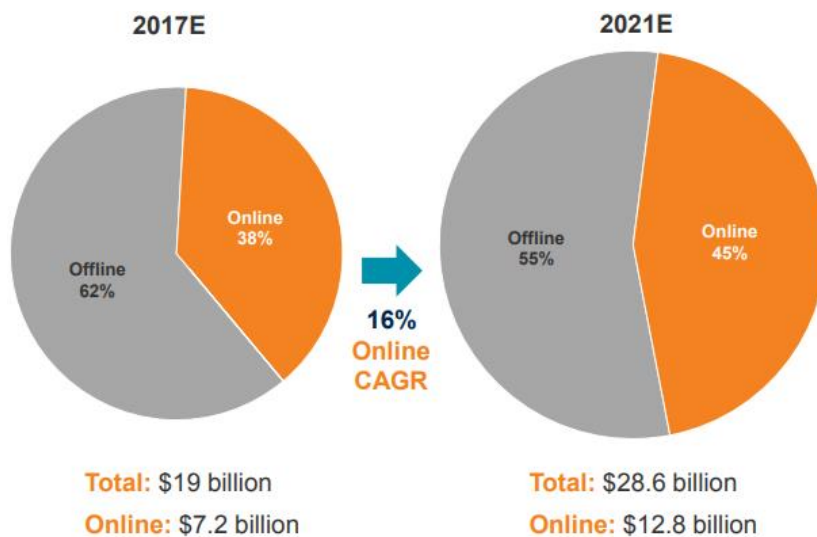
Chinese online travel agents have benefited from economic development



Nochmals zurück zu den vorteilhaften demographischen Trends und dem immensen Wachstumspotenzial. Indien ist das zweitgrößte Land der Welt und hat eine Bevölkerung von über einer Milliarde Menschen. Lediglich 34% davon besitzt einen Internetzugang und nur 22% besitzen ein Smartphone. Im Vergleich dazu haben in den USA 88% einen Internetzugang und 69% besitzen ein Smartphone.

In den USA fliegt eine Person im Durchschnitt rund einmal alle fünf Monate. In China fliegt die durchschnittliche Person einmal alle 3.5 Jahre. Und in Indien fliegt die durchschnittliche Person einmal alle 20 Jahre. Mit steigenden Einkommen hat der indische Flugmarkt in den kommenden Jahren ein enormes Wachstum vor sich. Bereits 2032 wird Indien der drittgrößte Reisemarkt sein. Wenn jeder Inder aus der Mittelklasse nur einen Flug jährlich absolviert, so werden 350 Millionen Tickets verkauft. Das ist das 5-fache im Vergleich zum Jahr 2015. Neben dem wachsenden Reisemarkt gibt es ebenso die Tendenz zu mehr Online und weniger Offline Buchungen. 2021 werden bereits 45% aller Buchungen Online abgewickelt. D.h. gegenüber 2017 wächst der Online Reisemarkt in vier Jahren um 77%.

*Indische Hotel- und Flugbuchungen in 2017E und 2021E, Quelle: Yatra February 2018 Investor Presentation*



Yatra hat ein Management Team mit umfangreicher OTA Erfahrung. Positiv stimmt uns, dass das Management 10% aller Aktien hält und im Börsengang keine dieser Aktien zu Cash umgewandelt hat. Bis jetzt hat das Management bewiesen, dass es die Vorgaben und Ziele mit bedachten und guten Kapital Allokationen umsetzen kann. Yatra hat nach dem Börsengang 80 Millionen Dollar Cash und keine Schulden. Ein wichtiges Kriterium ist, dass das Management äußerst diszipliniert mit den Ausgaben umgeht und nicht Wachstum um jeden Preis erkaufte. Denn 50% von Yatra's Nettoumsätzen werden ohnehin für Marketing und Werbung ausgegeben. Dennoch ist dies noch wenig im Vergleich zu MakeMyTrip. MakeMyTrip gibt erheblich mehr (82% der Nettoumsätze) für das Marketing und Werbung aus. Yatra's Umsatzmarge sowohl bei Flugbuchungen (6.8% vs. 10.1%) als auch bei Hotelbuchungen (10.1% vs. 13.1%) ist niedriger als die von MakeMyTrip. Allerdings muss MakeMyTrip für eine Buchung beinahe den dreifachen Betrag von Yatra aufwenden (\$4.5 vs. \$13.8).

## Harter Wettbewerb und Konsolidierung

Im hart umkämpften indischen OTA Markt etablieren sich vor allem die großen Marktteilnehmer durch Netzwerkeffekte und auch durch Übernahmen. Erst kürzlich bezahlte MakeMyTrip 720 Millionen Dollar, das 17-fache der Umsätze, für goibibo die ehemalige Nr. 3 des indischen Reisemarktes. Und das obwohl goibibo enorme Verluste einfuhr (das 5-fache von Yatra). Auch Naspers/Ctrip und indirekt Priceline investierten zusätzliche 350 Millionen Dollar in MakeMyTrip, als MakeMyTrip zum 7-fachen des Enterprise Values/Umsatz datierte (Yatra datiert zum 2-fachen Enterprise Value/Umsatz). Zur Erinnerung zielen sowohl MakeMyTrip als auch Yatra mittelfristig darauf ab eine 15-20% operative Marge auszuweisen. Yatra's Management hat darauf verwiesen, dass sie in den nächsten Jahren 30-35% Umsatzwachstum erwarten. Anders als MakeMyTrip sollte Yatra laut Management durch eine Verbesserung der Margen die Gewinnzone bereits in 2019 erreichen. Zusätzlich sollten weitere Akquisitionen den Konkurrenzdruck im hart umkämpften indischen OTA Markt etwas abschwächen.

## Was ist Yatra wert?

Vergleicht und analysiert man die Wettbewerber, so datieren Firmen wie Expedia, Trip Advisor, Sabre Corporation, MakeMyTrip, Ctrip, Priceline und Travelzoo im Schnitt zu einer Enterprise Value/Umsatz Ratio von 4.9. Bei solch wachstumsorientierten Unternehmen halten wir es für angemessen die Kennzahl Enterprise Value/Umsatz und nicht P/E oder Preis zu Buchwert als Bewertungsrundlage zu verwenden.

### Voraussichtliche Bewertung Yatra Online 2018E – 2020E Angaben in Millionen

EV zu Umsatz	2018E	2019E	2020E
Nettoumsatz	95	123	155
<b>Ziel Multiple</b>	<b>4.5x</b>	<b>4.5x</b>	<b>4.5x</b>
Enterprise Value	427.5	553.5	697.5
Plus Cash	91	72	35
Minus Verschuldung	0	0	0
Marktkapitalisierung	518.5	625.5	732.5
Progn. Anzahl der Aktien	37	38	39
<b>Aktienpreis</b>	<b>14</b>	<b>16.5</b>	<b>18.8</b>

Die Bewertung und der prognostizierte Aktienpreis beinhalten viele Variablen. Fest steht, dass Yatra mit einem Umsatzwachstum von > 25%, einer soliden Kapitalisierung, keinen Schulden, verbesserten Margen, günstigen demographischen Trends und exponentiellem Wachstum in zehn Jahren erheblich mehr wert sein sollte als heute. Bis jetzt bewertet "Mr. Market" Yatra unter 250 Millionen Dollar was rund dem 2-fachen der Nettoumsätze entspricht.



Es wäre nicht abwegig im Zuge der Konsolidierung daran zu denken, dass ein kapitalstarker Käufer Yatra übernimmt. Bei solch einer Überlegung könnte Expedia oder Cleartrip ein potentieller Abnehmer sein welcher die Kaufhistorie und das nötige Kapital mit sich bringt. Obwohl diese Möglichkeit auf Spekulation beruht, so würde eine Übernahme eines weiter wachsenden und etablierten Marktteilnehmers wie Yatra für nicht weniger als das 15-fache der Umsätze über die Theke gehen. Bisher lässt sich jedoch feststellen, dass es ein auseinanderdriften des Aktienpreises und den vielversprechenden und verbesserten Unternehmenszahlen gibt. Im letzten Quartal stiegen die Umsätze um 46% (verglichen zum Vorjahr), die Margen verbesserten sich und das EBITDA erhöhte sich um mehr als 50%. Wie oben beschrieben liegt das EV/Umsatz Verhältnis bei rund 2. Im Falle Yatra können wir aktuell die Nr. 2 des indischen Online Reisemarktes für weniger als 200 Millionen Dollar (ohne Cash) kaufen. Wir denken, dass wir hier sehr früh dran sind und langfristig von diesem asymmetrischen Risiko-Ertrags-Profil profitieren.

### **Abschließender Kommentar**

Extreme Marktpreise und ein überzogener Trend hin zu passiven Investments machen das aktuelle Investment Umfeld gefährlich. Während sich die Marktteilnehmer unbewusst und zu hohen Preisen im Markt positionieren, so denken wir, dass wir unser einer Zeit nähern in welcher wertorientierte Investments und intelligentes aktives Management erhebliche absolute und relative Vorteile mit sich bringen.

Wie im Vergleich mit dem S&P 500 dargestellt, so hat unser Portfolio bedeutende fundamentale Vorteile hinsichtlich der Bewertung. Mit unseren Aktien, welche zum 12-fachen der normalisierten Gewinne datieren, ist unsere Gewinnrendite (der Unternehmen) mehr als 3% höher als die des S&P 500. Die Kennzahlen Preis zu Buchwert, Preis zu Umsatz und Preis zu Cash Flow sind alle signifikant tiefer. Daher sollte unser Portfolio über viele Jahre hinweg gute Renditen bei erheblich geringerem Risiko erwirtschaften.

Vielen Dank für Ihr Vertrauen und dafür, dass Sie diese Investment Reise derart angenehm machen. Wir freuen uns über die persönlichen Beziehungen welche wir über die Jahre aufgebaut haben. 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 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 allein 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 allein 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.