

Pecora Capital

Quartalsbericht Q3 2018

Wertorientierte Aktienstrategie

27. November 2018

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	WELLS FARGO (WFC)	8,7 %
2.	CHENIERE ENERGY (LNG)	8,6 %
3.	VOLKSWAGEN (VOW3)	8,0 %
4.	BAYER (BAYN)	7,8 %
5.	SYNCHRONY FIN. (SYF)	7,4 %
6.	NOVO NORDISK (NOVC)	6,4 %
7.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	5,2 %
8.	YATRA ONLINE (YTRA)	4,3 %
9.	DAVITA (DVA) ¹	4,1 %
10.	J.P. MORGAN CHASE (JPM)	4,0 %
Summe		64,5%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.09.2018

¹ Verkauft am 07.11.2018 zum Preis von \$77.19

Portfolio Veränderungen

Nachkauf	WPP
Nachkauf	BAYER
Nachkauf	SYNCHRONY FINANCIAL
Verkauf	DAVITA

Nennenswerte Ereignisse

Schärfen der Investmentkriterien
Cashbestand bei 15 %
Zinsanstieg - U.S. Banken profitieren
Tech- und FANG Aktien unter Druck
Portfolio von 15 Aktien

Sehr geehrte Investoren,

im dritten Quartal des Jahres 2018 (Stichtag 30.09.2018) erwirtschaftete unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von -1.72%. Die bisherige Rendite für das Jahr 2018 (Stichtag 30.09.2018) liegt damit bei -7.39%.

Anspruchsvolles Umfeld, Exzellente Möglichkeiten für günstige Zukäufe

Zurückblickend wird klar, dass wir wie viele andere Investoren zu Beginn des Jahres speziell den U.S. Markt in einem guten Umfeld wähten. Angetrieben von Steuersenkungen und synchronisiertem globalen Wachstum wurden noch im Januar Wachstums- und Gewinnerwartungen nach oben korrigiert und die Aktien zogen über alle Bereiche mit. Im Februar sprangen dagegen sowohl Volatilität als auch Volumina auf Rekordlevels und die Aktien fielen erheblich. Nach der erneuten Korrekturbewegung im Oktober scheint es, dass sich der Markt in diesem Jahr endgültig hin zu einem schlechten Marktjahr entwickelt. Gleichzeitig offenbaren sich Einstiegsmöglichkeiten, welche wir jahrelang ersehnten. Darauf möchten wir im Laufe des Quartalsberichts noch gezielt eingehen.

Die diesjährige unterdurchschnittliche Performance zwingt uns allerdings einen ernsten Blick auf unser Portfolio und unsere Herangehensweise zu legen. In diesem Bericht möchten wir teilen, wie wir über die Sommer- und Herbstmonate nennenswerte Neuerungen einführten. Diese Neuerungen werden unsere ohnehin strengen Auswahlkriterien an Unternehmen nochmals verbessern, so dass wir unmittelbar und langfristig profitieren werden. Wir möchten auch erklären warum sich aus unserer Sicht unsere Unternehmen fundamental in die richtige Richtung entwickeln.

Aufgrund politischer Themen wie dem italienische Haushaltsentwurf, Handelsrisiken, einem schwächelnden Wachstum, den Brexit-Verhandlungen und steigenden Zinsen hat der Markt die stärkste KGV Bereinigung seit der Schuldenkrise 2011 hinter sich. Mit dem YTD Ergebnis des DAX von -13,7 % datieren viele Unternehmen im Leitindex und im gesamten Aktienmarkt zu einem erheblichen Discount. Sprechen wir aber viel lieber über die Neuerungen und Verbesserungen und wie diese durch konsequente Anwendung gute Ergebnisse für die Zukunft sichern. Wichtig ist festzuhalten, dass es in dieser Phase darum geht ein gut balanciertes Portfolio zu behalten und bei guten Möglichkeiten nachzukaufen.

Die Aktienkurse wurden in einem neunjährigen Bullenmarkt von den Zentralbanken, durch die fiskale Lockerung und die Technologiewerte über fast alle Marktsektoren und Länder nach oben getrieben. Keiner musste eine besondere Anstrengung betreiben oder eine besonders clevere Selektion treffen, denn die meisten Aktien gingen sowieso nach oben. Diese Zeiten sind nun vorbei und es zeigt sich, was wir schon lange proklamieren. Bilanzen, Eigenkapitalquoten, Reservekapital, die Schuldenseite und der Preis spielen eine entscheidende Rolle!

Denn im Ausverkauf des Oktobers zeigt sich ein klares Bild. Schlechte Aktieninvestments scheitern meist an einen von zwei Gründen. Die Unternehmen wurden entweder zu teuer gekauft oder aber die Unternehmen haben zu hohe Schulden.

In den letzten Monaten wird deutlich, dass fair bzw. günstig bewertete Unternehmen ohne Schulden und mit reichlich Eigenkapital beinahe schadlos durch solche Phasen gingen. Ich denke dabei an Novo Nordisk, aber auch an unsere U.S. Banken / Finanzunternehmen wie Wells Fargo, J.P. Morgan Chase oder Berkshire Hathaway. Die drei letzteren erweisen sich als gute Absicherung in einem steigenden Zinsumfeld. Aber auch antizyklische- und unkorrelierte Werte wie Imperial Brands, Cheniere Energy und Yatra Online stemmen sich in solchen Phasen dagegen und haben mit dem regulären Markt nur wenig zu tun. Was können wir also daraus lernen und welche essentiellen Dinge müssen wir in der Herangehensweise unserer Investments beachten? Wir möchten Ihnen gerne im Folgenden vier Punkte aus unserer neuen Investment-Checkliste vorstellen.

Investmentkriterien:

1. Familienunternehmen

Mehrere Studien untersuchten zuletzt die Outperformance von Familienunternehmen und familiengeführten Holdings. So stellte Elkann, CEO der Holding Exor N.V. mit Beteiligungen unter anderem an FIAT-Chrysler und Ferrari, in seinem Jahresbericht 2017 die Outperformance von familiengeführten Holding-Unternehmen heraus.

Abb. 1: 20 Jahresvergleich diversifizierter (Familien-)holdings



Quelle: Exor NV, Annual Report 2017, S. 6

Es zeigte sich in einer Studie des Finanzunternehmens Standard & Poors Capital IQ, dass über einen Zeitraum von 20 Jahren die untersuchte Gruppe diversifizierter, internationaler Holdinggesellschaften wie z.B. Investor AB (Schweden), HAL Holding (Niederlande), Berkshire Hathaway (USA), Groupe Bruxelles Lambert (Belgien), Jardine Strategic Holdings (Shanghai) eine deutliche Outperformance zum MSCI World Index erwirtschaftete. Auch wenn die vergangene Performance nicht der beste Indikator für zukünftige Ergebnisse ist, so stimmen wir Elkann zu, dass familiengeführte Unternehmen gewisse Merkmale aufweisen, welche ihnen einen Wettbewerbsvorteil und eine nachhaltige Stärke geben.

1. Familiengeführte Unternehmen/ Holdings werden tendenziell insbesondere hinsichtlich der Finanzstruktur besser geführt. Das heißt, sie sind konservativer finanziert, haben eine stärkere

Eigenkapitalbasis und sind damit standhafter in Krisenzeiten, bei geschäftlichen Abschwüngen und unerwarteten Ereignissen. Tom Russo, ein US-amerikanischer Value-Investor mit Fokus auf familiengeführte Multinationals, bezeichnet dies auch als die „capacity to suffer in bad times“.

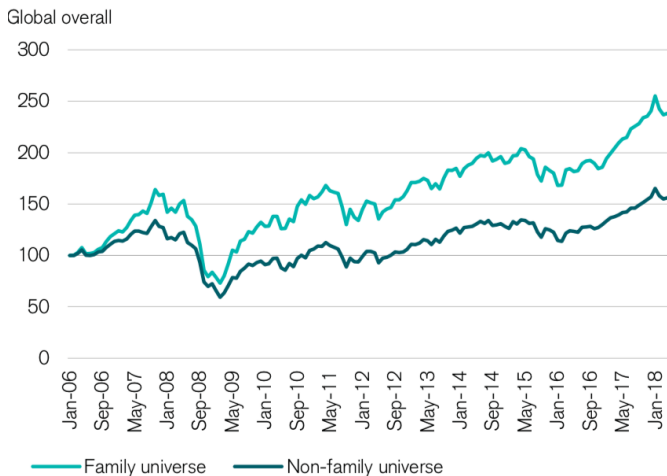
2. Die untersuchten Unternehmen hatten in der Vergangenheit die Geduld, nicht zu Handeln wenn es nicht nötig war und den Druck von externen Investoren standzuhalten. Charlie Munger, Partner von Warren E. Buffett, sagte hierzu einmal „Success means being very patient, but aggressive when it’s time“.

3. Sie haben starke Unternehmenskulturen, klar definierte Ziele und ein Verantwortungsgefühl für die Ergebnisse des Unternehmens. Die Unternehmenskultur hilft Ihnen zudem Managementtalente zu behalten und eigene Unternehmensführer intern hervorzubringen.

Die Ergebnisse decken sich mit einer in 2018 veröffentlichten Studie der Credit Suisse, welche 1.000 börsennotierte Familienunternehmen weltweit untersuchte. Als Kriterium mussten 20% des Stammkapitals oder 20% der Stimmrechte in den Händen eines bestimmenden Einzelaktionärs sein und das Unternehmen mehr als 250 Mio. EUR Marktkapitalisierung haben. Es zeigte sich in verschiedenen Branchen, sowie verschiedenen Kontinenten, dass familienkontrollierte Unternehmen seit 2006 die restlichen Unternehmen renditetechnisch übertrafen. Dies ist laut Studienverfasser insbesondere auf den langfristigeren Horizont zurückzuführen, den familienkontrollierte Unternehmen haben. Darüber hinaus zeigte sich auch, dass die Outperformance umso größer war, desto kleiner die Marktkapitalisierung und desto größer der operative Einfluss des kontrollierenden Mehrheitsaktionärs, im besten Falle als geschäftsführender Gesellschafter, war.

Abb. 2: Familiengeführte Unternehmen haben nicht-familiengeführte Unternehmen seit 2006 übertroffen.

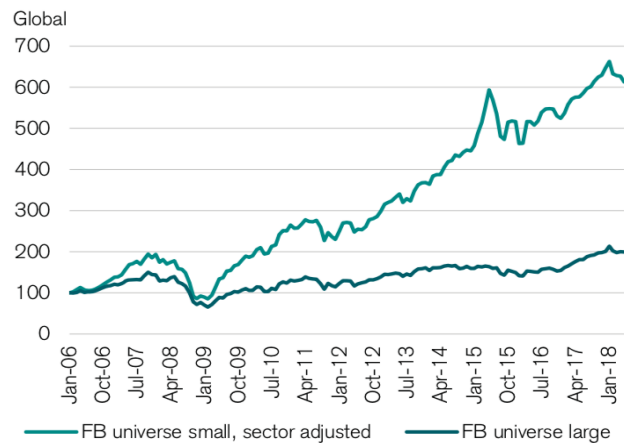
Figure 4: Family-owned companies have outperformed non-family owned companies since 2006



Source: Thomson Reuters, Credit Suisse Research

Abb. 3: Familiengeführte Small-caps haben familiengeführte Large-caps seit 2006 übertroffen.

Figure 6: Small-cap family-owned companies have outperformed large-cap family-owned since 2006



Source: Thomson Reuters, Credit Suisse Research

Quelle: Credit Suisse Research Institute: The CS Family 1000 in 2018

Zusammenfassend eint unsere Portfoliounternehmen Berkshire Hathaway, Volkswagen, Novo Nordisk, Yatra Online oder Wells Fargo alle ein starker Ankeraktionär. Auch in Zukunft werden wir den Fokus noch stärker auf die Eigentümerstruktur der Unternehmen legen. Wir möchten, dass die Interessen des Vorstands mit unseren Interessen gleichgerichtet sind. Denn Familienunternehmen oder Unternehmen mit

einem starken Ankeraktionär arbeiten in der Regel erheblich effizienter, investieren vernünftiger und erwirtschaften mit der langfristigen Ausrichtung höhere und vor allem nachhaltigere Margen. Es gibt keine sinnlosen Übernahmen zu überbewerteten Preisen oder ein von kurzfristigen Investoren getriebenes, kurzsichtiges Management mit falscher Incentivierung.

2. Bilanz – Die Kapitalstärke eines Unternehmens

Unser Augenmerk liegt nun wie angesprochen noch mehr auf der Bilanz und dabei vor allem auf der Schuldenseite der Bilanz. Wir suchen fair- und günstig bewertete Firmen mit geringerer Schuldenstruktur als die durchschnittliche Marktfirma. Unternehmen mit Eigenkapitalquoten von über 50% sind wie bereits oben dargestellt in Krisenzeiten resistenter. Insbesondere bei Familienunternehmen treten solche Kapitalstrukturen häufiger auf, aber auch konservative, internationale Großunternehmen können solche Bilanzen aufweisen. Wir wollen in Unternehmen investieren die weniger immaterielle Vermögenswerte oder Goodwill und stattdessen überschüssige Bar- / Cashpositionen in der Bilanz stehen haben. Ebenso wollen wir in Unternehmen investieren, die langfristige Buchwertsteigerungen in den Bilanzen über die letzten 10 bis 20 Jahre vorweisen können oder aber ihr überschüssiges Kapital mittels Dividenden und Aktienrückkäufen über einen langen Zeitraum und ohne Unterbrechung an die Aktionäre ausgeschüttet haben.

Zudem suchen wir Unternehmen mit einem hohen und nachhaltigen Return on Assets, sowie Return on Equity. Als Return on Assets versteht man die Rendite auf die gesamte Bilanzsumme. Während der Return on Equity durch einen hohen Verschuldungsgrad des Unternehmens mittels Debt in die Höhe getrieben werden kann, zeigt die RoA-Formel ein ungeschöntes Renditebild.

3. MOAT - Wettbewerbsvorteil

Wir suchen folglich die Compounder, Firmen mit einem überdurchschnittlichen und nachhaltigen Return on Assets, sowie einer starken Eigenkapitalstruktur. Desweiteren sollten die Unternehmen den jeweiligen Markt dominieren oder in einem oligopolistischen Wettbewerbsmarkt tätig sein und folglich einen großen Burggraben (MOAT) um das Geschäft aufweisen. Dieser dient folglich zum Schutz der Vermögenswerte und der nachhaltigen Gewinne. Auch versuchen wir überwiegend nicht zyklische, nicht kapitalintensive Unternehmen mit geringen F&E Ausgaben zu finden und orientieren uns mit Buffett, Icahn, Klarman, Loeb, Ackman & Co. weiterhin an den besten Investoren unserer Zeit.

4. Geschäftsmodell – einfach und verständlich

Neben den noch strafferen und schärferen Investmentkriterien sehen wir einen weiteren Grundsatz als wesentlich an. Wir müssen uns immer wieder daran erinnern, die einfachen Unternehmen und Geschäftsmodelle zu kaufen. Zwar kaufen wir ohnehin nur Firmen, deren Geschäftsmodelle wir zu 100% verstehen. Dennoch hätten wir auch in der Vergangenheit gut daran getan, nicht besonders komplizierte Fälle anzugreifen, welche uns über längere Zeit einen Gehirnkrampf bescherten. Charlie Munger beschreibt im Berkshire Hathaway Jahresbericht von 2002 sehr gut, warum die Übernahmen von Berkshire in der Regel erfolgreich sind. Es liegt daran, dass Berkshire sich die Zeit nimmt auf die wenigen guten Möglichkeiten zu warten. Auf die so genannten no-brainer.

Auszug Charlie Munger, Berkshire Hathaway Jahresbericht 2002

"If you stop to think about it, the ordinary result when a big publicly-held corporation buys another corporation is that, maybe two-thirds of the time, it's a terrible deal for the buying corporation and yet the people have taken an enormous time doing it. And we've bought all these businesses taking practically no time in doing it, and on average they've worked out wonderfully. Why is that? That's a good question. The answer is we wait for the no-brainers. We're not trying to do the difficult things.... And we have the patience to wait. And then we're so peculiar that there actually are a good number of businesses in America where they prefer selling to us than to other people. That's very helpful."

Ich weiß, dass wir mit unserer Liste an Investmentkriterien sehr weit gehen. Aber anders lässt sich in diesem Markt nicht bestehen. Wir werden zukünftig möglichst viele unserer Kriterien konsequent einhalten und dadurch unser Portfolio so konzipieren, dass wir für den Erfolg in jeder Wetterlage positioniert sind.

Die Schärfung unserer Investmentkriterien geht insbesondere auch auf den regen Austausch mit unserem neuen Pecora-Teammitglied Johannes Heimeldinger zurück. So möchte ich an dieser Stelle die wichtigste Nachricht und vorausblickend den wichtigsten Zugewinn für uns verkünden.

Neues Teammitglied, Johannes Heimeldinger, Geschäftsführer der Pecora Capital Deutschland GmbH

Ab dem neuen Geschäftsjahr wird Johannes Heimeldinger fest zum Pecora-Team hinzustoßen. Als Geschäftsführer der Pecora Capital Deutschland GmbH wird er langfristig als Partner und Gesellschafter mit in die Firma integriert und mit mir im Tandem die Investmententscheidungen treffen. Johannes ist nicht nur ein alter Abiturkollege, sondern der von mir am meisten geschätzte Aktieninvestor. Wer mich kennt, weiß wie kritisch ich Investmentideen, andere Investmenthäuser und andere Investoren begutachte. Trotz bester Beziehungen zu den großen Investmenthäusern in Zürich oder in New York habe ich nie jemanden mit den Fähigkeiten getroffen, welche dem Kaliber von Johannes entsprechen. Als großes Glück empfinde ich es, dass Johannes und ich mit der Buffett-/ Graham-Formel dieselbe Anlagephilosophie und die gleiche Herangehensweise verfolgen. Die Gespräche mit Johannes hatten auch in den letzten Jahren viel Einfluss auf unser Portfolio.

Neu ist nun, dass wir Entscheidungen zusammen treffen und Unternehmen nur noch kaufen, sofern beide unabhängig zustimmen. Wenn wir nicht einer Meinung sind, so muss der eine den anderen überzeugen. Ansonsten machen wir keine Änderungen. Dadurch generieren wir nicht nur bessere Ideen, sondern es dient auch zur Vermeidung von Fehlern. Ebenso nennenswert ist, dass Johannes als Familienunternehmer einen sehr langfristigen, nachhaltigen und stark konservativen Investmentansatz verfolgt. Dabei liegt sein Augenmerk speziell auf Europäischen und U.S. Amerikanischen Familienunternehmen und Spezialfirmen, welche unserer ausgearbeiteten Liste an Anforderungen entsprechen. Über die nächsten Jahre werden Sie auch die Handschrift von Johannes im Portfolio bemerken, denn wir wollen weg von den Unternehmen mit hohen Bilanzsummen, weg von den großen unflexiblen Schiffen und hin zu kleineren hochprofitablen, schuldenfreien und familiengeführten Spezialfirmen die hohe Renditen auf das eingesetzte Kapital liefern.

Gute Unternehmensergebnisse, fallende Aktienkurse

In den letzten Quartalsberichten haben wir unsere größten Positionen im Detail erklärt. Im Folgenden geben wir einen kurzen Überblick über die wichtigsten Ereignisse und widmen uns anschließend mit Freeport McMoran und WPP zwei bisher wenig thematisierten Firmen aus dem Portfolio.

Wells Fargo (WFC), J.P. Morgan Chase (JPM), Synchrony Financial (SYF)

Die U.S. Banken und Finanzunternehmen liefern enorm starken Quartalszahlen. J.P. Morgan, Wells Fargo und Synchrony Financial profitieren nachhaltig von Steuererleichterungen und einer steigenden Nettozinsmarge. 100% der Gewinne werden für Aktienrückkäufe und Dividenden verwendet. Besonders Wells Fargo (KGV 2018 9,5) und Synchrony (KGV 2018 7,0) können aktuell zu sehr attraktiven Preisen Aktien zurückkaufen. Synchrony Financial hat nach jeder Finanzmetrik Erfolg mit Ausnahme des Aktienpreises. Synchrony's Geschäftsergebnisse sind hervorragend. Die Nettogewinne pro Quartal nähern sich \$700M, die Zinseinkommen stiegen auf Jahresbasis um 11%, die ausgegebenen Kredite stiegen um 14% und die Gewinne sind 21% höher als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Währenddessen hat Synchrony die Anzahl der ausstehenden Aktien in den letzten 12 Monaten um 8,2% reduziert und zusätzlich rund 3% in Form von Dividenden ausgeschüttet.

Aktuell lastet die scheidende Geschäftsbeziehung mit Walmart auf der Synchrony Aktie. Walmart lässt ihre Retail Kreditkarten ab Mitte des kommenden Jahres von Capital One ausstellen, muss aber hohe Zahlungen an Synchrony für den Wechsel des Kreditportfolios bezahlen. Der Walmart Wechsel lässt \$2.5 Mrd. Kapital frei werden, wirkt sich für die Synchrony Aktien gewinnneutral aus und wird zusätzlich die Kreditqualität verbessern. Obwohl die Bedingungen vertraglich klar geregelt sind, so hat Walmart Klage gegen Synchrony erhoben und behauptet Underwriting Standards wären zu ihren Ungunsten ausgefallen. Dies drückte die Aktie auf ein 52 Wochen Tief und gibt der Firma eine sogar noch bessere Möglichkeit möglichst viele Aktien in diesem Zeitraum zurückzukaufen. Es sieht danach aus, als könne Synchrony die Anzahl der ausstehenden Aktien seit Beginn des Rückkaufprogramms um $\frac{1}{4}$ reduzieren und Dividenden, Gewinne und das allgemeine Geschäft um $>7\%$ pro Jahr erhöhen. Aus unserer Sicht lenkt Walmart hier nur von den eigenen Fehlern ab und die Klage entbehrt sich jeder Grundlage. Wir sind froh zu sehen, dass das Synchrony Management sehr auf die Kreditqualität achtet und es nicht scheut einen großen Partner gehen zu lassen. Die Thematik erinnert uns stark an die Trennung von American Express und Costco, wo wir über die Jahre 2016 und 2017 viel Geld verdienten. Synchrony ist bei diesen Preisen eine gute Kaufgelegenheit und wir haben bei \$29 und nochmals bei \$26 nachgekauft.

Einige Aktien handeln auf 52 Wochen- und Mehrjahrestiefs und liefern günstige Einstiegsmöglichkeiten

Mehrere Aktien handeln bei Ihrem 52 Wochen Tief und teils sogar bei einem Mehrjahrestief. Wir nutzen diese Möglichkeiten der fallenden Kurse zum schrittweisen Zukauf, denn die Unternehmensergebnisse zeigen ein gegenteiliges Bild. Wie tief die Aktien handeln widerspiegeln mittlerweile die Dividenden Yields. Wer heute WPP oder Daimler kauft erhält eine Dividende von über 7%. WPP und Bayer handeln auf dem tiefsten Stand seit 2012. Bayer zahlt eine Dividende von 4,4% und handelt mit einem KGV (2019) von 8,3 rund zur Hälfte gemessen an den Wettbewerbern.

Die Cashreserven der letzten Jahre haben wir von über 35% auf unter 15% reduziert und das Kapital zu günstigen Preisen eingesetzt. Heute ist ein guter Kaufzeitpunkt. Deshalb verkaufen wir Positionen, die Ihren fairen inneren Wert erreicht haben und kaufen mit den frischen Erlösen umgehend Aktienwerte, welche aktuell unterbewertet sind. Genau das haben wir mit dem Verkauf von Davita bei \$77,19 (40,85% Gewinn) gemacht und haben einen Teil der Erlöse in unterbewertete Bayer, Synchrony Financial und WPP Aktien gesteckt. Damit sollten wir langfristig einen Compounding Effekt erzielen.

Freeport McMoran (FCX) – Freeport McMoran ist die zweigrößte Kupferminengesellschaft und die größte börsengehandelte Kupfergesellschaft der Welt. Freeport erwirtschaftet bei aktuellen Kupferpreisen jährlich einen Umsatz von rund \$19 Mrd., einen Free Cashflow von \$3,75 Mrd. und einen Nettogewinn von \$2,5 Mrd.. Im Jahr 2017 produzierte Freeport insgesamt \$3,7 Mrd. Pfund Kupfer und davon 40,6% in Nordamerika, 33,0% in Südamerika und 26,3% in Indonesien. Während sich die Abbaukosten und die Charakteristika der Nord- und Südamerika Minen ähneln, so ist die bekannte Grasberg Mine in Indonesien etwas Besonderes. Sie ist die drittgrößte Kupfermine und die größte Goldmine der Welt, hat sehr hohe Erzgehalte und kann dank dem Beiprodukt Gold zu extrem günstigen Konditionen abgebaut werden. Ohnehin besitzt Freeport weltweit ein einzigartiges Portfolio von Kupferassets und sogar drei der Top 5 Minen mit dem höchsten Kupferausstoß in 2018.

**Freeport McMoran Kupfer Produktionskosten und
Absatzpreise in den ersten 9 Monaten 2018 (Stichtag 30.09.2018)**

Kupfer	Nordamerika	Südamerika	Indonesien	Total
Produktion (in Mio. Pfund)	1.051	931	990	2.972
Durchschnittlich erzielter Preis p. Pfund	\$ 3.02	\$ 2.93	\$ 2.93	\$ 2.96
Netto Cashkosten pro Pfund Kupfer	\$ 1.79	\$ 1.79	\$ (0.71)	\$ 0.95

Der Kupferabbau ist zwar ein zyklisches und kapitalintensives Geschäft, welches aber nur von wenigen Spielern dominiert wird. Kupfergesellschaften wie Freeport planen sehr langfristig, denn es dauert rund 5-7 Jahre bis neue Minen erschlossen und Kapazitäten ausgebaut werden. Aufgrund des niedrigen Kupferpreises zwischen 2014 und 2016 gibt es bis heute einen Investitionsstau, so dass keine große Minengesellschaft Investitionen tätigte. Wegen dem jährlichen Wachstum der Kupfernachfrage von 4%, den zeitgleich ausbleibenden Investitionen, geringeren Produktionskapazitäten, schrumpfenden Lagern, und abnehmenden Erzgehalten scheint ein Kupferdefizit unausweichlich. Kupfer wird beinahe überall benötigt. In der Infrastruktur, in Hardware, in Leitungen sowie im Bau von Elektroautos. Aufgrund der Verknappung des physischen Marktes verweisen beinahe alle großen Rohstoff- und Investmentgesellschaften auf ein sich aufbauendes Kupferdefizit welches sich schon in 2019 bemerkbar machen wird. Speziell ab dem Jahr 2023 wird sich das Kupferangebot in einem gravierenden Defizit befinden. Diese Vorhersage ist nicht umzukehren, da die Vorlaufzeiten für wesentliche Minenprojekte sehr lange sind.

Freeport ist hervorragend positioniert

Wir sind seit Anfang 2016 in Freeport investiert und während die Aktie in den letzten beiden Jahren mit zu den größten Gewinnern zählte, so befindet sich der Preis seit April im Rückwärtsgang. Wieso

entwickelt sich die Aktie in diesem Jahr derart schlecht obwohl die Vorhersagen und das reelle Geschäft gut laufen?

Kupfer ist ein Frühindikator des weltweiten Wachstums und besonders der chinesischen Wirtschaftserwartungen (50% Konsument des weltweiten Kupfermarktes). In der wichtigen Grasbergmine in Indonesien hat Freeport nach zweijährigen Verhandlungen eine Einigung mit der staatlichen Gesellschaft Inalum erzielt. Darin werden die Abbaurechte bis in das Jahr 2041 geregelt. Die finale Unterzeichnung der Dokumente steht noch bevor und wird Ende dieses Jahres oder zu Beginn 2019 erwartet. Diese Verhandlungen und die damit verbundene Unsicherheit wurden lange Zeit als Damoklesschwert über der Aktie gesehen. Ansonsten ist Freeport sehr eng an den Verlauf des Kupferpreises gebunden. Nachdem Kupfer rund 15% von seinem Jahreshöchststand entfernt ist, so ist nicht zu erklären wieso die Freeport Aktien eine solche Talfahrt hinlegen.

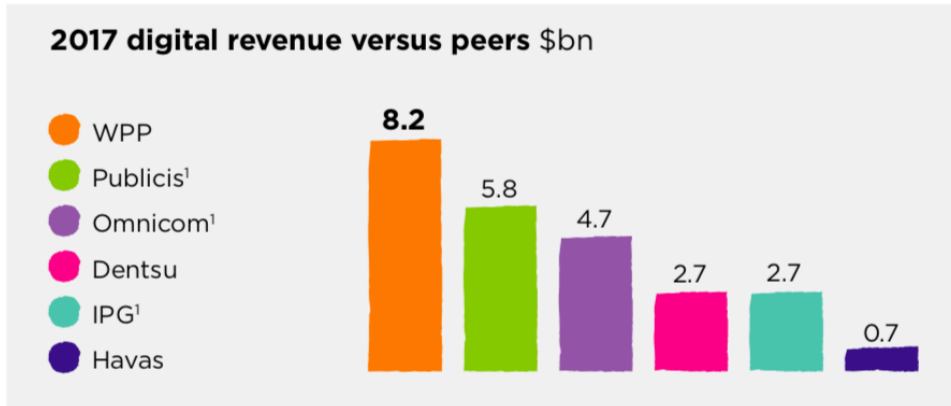
Die Schulden wurden in den letzten beiden Jahren von \$20 Mrd. auf \$7.1 Mrd. (Stand 30.09.2018) reduziert und das Management gibt eine klare Prognose über die Produktion der kommenden Jahre. Aufgrund des Wechsels von Tagebau auf Untertagebau wird in der Grasbergmine in 2019 nur rund die Hälfte der diesjährigen Produktion gefördert. Dieser Trend dreht allerdings, so dass die Mine in 2020 und 2021 bereits mehr Kupfer produziert als noch in diesem Jahr.

Der heutige Aktienkurs von Freeport McMoran liegt bei \$10,80. Bei Kupferpreisen von \$3,00 pro Pfund wird Freeport bereits in 2021 Gewinne pro Aktie von \$2 erwirtschaften. Mit einem attraktiven Ausblick für Kupfer, mit dem erstklassigen Portfolio an Kupfer Assets, starken Margen und Cashflows, langlebigen Reserven, einem langjährigen, aktionärsorientierten Managementteam und einer günstigen Bewertung ist Freeport McMoran gut positioniert um Überschussrenditen in den kommenden Jahren zu liefern.

WPP (WPP) – Im 3. Quartal eröffneten wir eine Einstiegsposition in dem weltweit nach Umsatz und Gewinn größten Werbe- und Kommunikationsunternehmen, der in London-ansässigen WPP Group. Das Unternehmen ist eine Holding, welche viele verschiedene Agenturen weltweit besitzt. So zählen unter anderem die Grey Group, Ogilvy & Mather, Young & Rubicam und viele mehr dazu. Ende Oktober bot uns der Markt einen nochmals günstigeren Einstiegskurs von 880p (Höchststand von 1.900p im 1. Quartal 2017), was wir für eine Portfolioallokation von rund 5% des verwalteten Vermögens nutzten. In Relation dazu erwirtschaftete WPP 2017 einen Gewinn pro Aktie von 144.0p, wobei 60p als Dividende ausgeschüttet wurden. Rechnet man die Aktienrückkäufe von rund 45p hinzu, ergibt sich ein Earnings Yield von knapp 12% für die Eigentümer.

Der Ausverkauf startete Anfang des Jahres, nachdem interne Ermittler den Gründer und CEO des Unternehmens, Martin Sorrell, wegen Untreue vernahmen und dieser daraufhin zurücktrat. Hinzu kommt, dass sich das Umsatzwachstum nach 2017, auch in 2018 abschwächte. Viele globale Unternehmen kürzen ihre Werbeausgaben zur Kostenkontrolle, was Druck auf die globalen Werbeagenturen ausübt. WPP hat bereits zugegeben, den Trend zu spät erkannt zu haben und zu viel Personal eingestellt zu haben.

Abbildung 4: Digitale Umsätze im Branchenvergleich 2017



Quelle: Geschäftsbericht WPP 2017

Aufgabe des seit Oktober neuen CEO Mark Read ist es nun, diese Probleme in den Griff zu bekommen. Er wies bereits darauf hin, dass das geringe Umsatzwachstum auf Bestandsgeschäfte wie die Marktforschung und nicht auf die zukunftssträchtige Digital & Media Division zurückzuführen sind. Diese entwickeln sich erwartungsgemäß sehr gut. Aus unserer Sicht ist das Unternehmen nach wie vor ein sehr gutes Geschäftsmodell. Durch den geringen Asset-Bedarf, den interdisziplinären Austausch der Geschäftseinheiten, die globale Präsenz und die variable Kostenstruktur konnte WPP in den letzten 22 Jahren jährlich die Dividende steigern.

Kennzahlenvergleich der 5 großen Werbeholdings in US-Dollar

Vergleich in \$	WPP	Omnicom	IPG	Publicis Groupe	Dentsu
Umsatz	19.594	14.982	8.226	11.073	10.946
Market Cap	13.520	16.780	8.720	13.620	12.260
PS	0,7	1,12	1,06	1,23	1,12
PE 2018e	8	13	12	10,5	10,6
PB	1,2	7	4,1	1,94	1,21
EV/EBIT	6,5	9,3	10,5	13	7
Dividend Yield	7,4%	3,2%	4%	4%	1%
Buyback	5,0%	2,5%	2,5%	0%	1%
EK-Quote	30%	11%	16%	25%	33%
RoA	6%	5%	5%	3%	4%
RoE	20%	14%	27%	13%	12%
Operating Margin	13%	14%	12%	15%	12%

Da WPP in einem oligopolistischen Wettbewerbsumfeld wirtschaftet, ist das Unternehmen sehr gut mit den anderen Werbeagenturen Omnicom (USA), Publicis Groupe (Frankreich), Interpublic Group (USA) und Dentsu (Japan) zu vergleichen. WPP und Omnicom sind historisch betrachtet aufgrund von Umsatz- und Gewinnwachstum, Margen, sowie auf Basis des langfristigen Total-Shareholderreturns (Aktienwertentwicklung zzgl. Dividenden) die profitabelsten Unternehmen gewesen. Im obenstehenden

Branchenvergleich fällt auf, dass WPP bei allen Unternehmensbewertungskennzahlen das günstigste Unternehmen ist mit gleichzeitig hohen Margen und einer im Branchenvergleich hohen Eigenkapitalquote. WPP ist folglich aus unserer Sicht unterbewertet und wir warten bei einer Dividendenrendite von über 7% auf das Erkennen des inneren Geschäftswerts.

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.

Verehrte Mitinvestoren, während die Aussage „Deutschland braucht mehr Aktionäre“ des CDU-Politikers Friedrich Merz in der deutschen Medien- und Politiklandschaft mit Argwohn aufgenommen wurde, möchten wir die Aussage für einen Appell zum Kauf von Unternehmensbeteiligungen nutzen und damit unseren Quartalsbericht schließen. So halten die Deutschen heute nach Angaben der Deutschen Bundesbank inländische Aktien im Wert von nur 214 Mrd. Euro - dies reicht gerade einmal zur Übernahme der Dax-Unternehmen Volkswagen, Infineon und SAP – und Aktien nicht-deutscher Unternehmen im Wert von rd. 100 Mrd. Euro. Währenddessen bunkern die deutschen Bundesbürger 2,4 Billionen Euro auf Sparbüchern, Giro- und Tagesgeldkonten. Die Nullzinspolitik der Zentralbanken hat allerdings Stand heute zu einer Inflationsrate von knapp 2,5% geführt, was einem realen Vermögens- und Kaufkraftverlust entspricht! Die Sparguthaben der Deutschen verlieren damit real an Wert. Hinzu kommen die steigenden Mietpreise in den Großstädten aufgrund der EZB-Politik, welche den deutschen Normalbürger aufgrund des historisch geringen Immobilienbesitzes besonders hart trifft. Lassen Sie uns also nicht den Fehler von 93% aller Deutschen begehen und überlassen unser Geld unter dem Kopfkissen der Inflation. Sondern investieren wir langfristig in Unternehmensbeteiligungen und damit in die Zukunft von uns und unseren nachfolgenden Generationen.

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 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.