

# Pecora Capital

## Quartalsbericht Q1 2017

### Wertorientierte Aktienstrategie

24. April 2017

Sehr geehrte Investoren,

im ersten Quartal des Jahres 2017 (Stichtag 31.03.2017) weist Ihr Portfolio eine Rendite nach Kosten von 1.53% aus.

#### **Rückblick**

Wir verzeichnen in den ersten drei Monaten des Jahres verteilt über beinahe alle Sektoren eine moderat positive Entwicklung. Beflügelt von einem zunehmend steigenden Zinsumfeld mit einer steileren Zinsstrukturkurve und wachsenden Nettozinsmargen generierten unsere Positionen im US Banken- (Wells Fargo, JP Morgan Chase, US Bancorp) und Finanzdienstleistungssektor (American Express) stabile Zugewinne. Cheniere Energy und unser neues Investment Hugo Boss datierten ebenso signifikant höher. Während die Automobilwerte ungefähr unverändert blieben so lieferten auch Berkshire Hathaway und Bayer stabile Ergebnisse. Speziell Volkswagen und Freeport McMoran konnten die zu Jahresbeginn überdurchschnittlich hohen Kursgewinne nicht halten und minderten ab Mitte Februar das Gesamtergebnis.

#### **Währungseffekte sind langfristig unerheblich**

Im März zeigte sich zudem – die bereits mehrfach angesprochene - Sensitivität für Währungsbewegungen. Der über die Jahre sehr schwache Euro (EUR/USD Levels 1.05 – 1.10) erinnerte im März besonders unsere europäischen Kunden daran, wieviel Kaufkraft der Euro gegenüber den wesentlichen Korrespondenzwährungen verloren hat. Besonders bei Neukunden bedeutet dies, dass wir zum Kauf von Aktien im US Raum den schwachen Euro zum starken US Dollar wechseln und damit Aktien kaufen. Während Depots mit Euro Basiswährung zwischenzeitlich ein rauer Gegenwind entgegenbläst so befinden sich US Kunden in einer komfortablen Position. Die verlorene Kaufkraft, geringe Werthaltigkeit und schleichend leise Entwertung des Euros ergeben speziell für Amerikaner, mit starkem Dollar, exzellente Kaufgelegenheiten.

Wie erwartet hat die amerikanische Zentralbank FED die Zinsen um einen weiteren Schritt auf ein Level zwischen 0.75 und 1% angehoben und beendet damit final die neunjährige geldpolitische Ankurbelung, welche zum Höhepunkt der Finanzmarktkrise begann. Im Portfolio sind wir mit einer aktuellen Cash Quote von über 30% weiterhin sehr vorsichtig und abwartend positioniert. Allergan wurde bei \$248.47 vollständig verkauft und American Express - unsere bis dato größte Position - um 1/3 reduziert. Unsere bestehenden Anteile in der Triumph Group haben wir weiter ausgebaut. Bei Novo Nordisk wurden die in US Dollar gepreisten Papiere in New York verkauft und wir haben zeitgleich die Werte im selben Umfang in Frankfurt zugekauft. Das gleiche Vorgehen planen wir mit Royal Dutch Shell. Der Wechsel der Börsen bzw. der Basiswährung ist zwar aus Investmentsicht unerheblich, jedoch dient eine saubere geographische Ordnung der Übersichtlichkeit und Absicherung. Um das Währungsrisiko auf ein Minimum zu reduzieren haben wir außerdem überschüssige US Dollar Cash Positionen bei einem EUR/USD Level von 1,0622 zurück in Euro gewechselt.

### **Fokus auf die konsistente Ertragskraft und die Nettogewinne der Unternehmen**

Wir können es nicht oft genug propagieren und darauf verweisen unsere Investments mit dem richtigen langfristigen Zeithorizont zu betrachten. Verständlicherweise sind wir alle an Renditen und der reinen Wertentwicklung interessiert. Anstatt jedoch die täglichen Kurse und Preisbewegungen kurzfristig zu betrachten, sollten wir uns alleinig auf die Dinge konzentrieren welche wirklich zählen. Die nachhaltige Ertragskraft, die Prosperität und der intrinsische Wert der zugrundeliegenden Unternehmen und der damit verbundene Kapitalschutz.

Zwischenzeitlich sind mit einer Cash Quote von rund 35% keine Rekorde zu erwarten. Wir können jedoch davon ausgehen, dass wir mit unserer konservativen, aversen und teils unkorrelierten Aufstellung bei zunehmender Volatilität und Markkkorrekturen erheblich besser vorbereitet sind als der allgemeine Markt. Außerdem dürfen wir nicht vergessen, dass unsere drei Investments im Energiesektor mit dem allgemeinen Markt nichts zu tun haben und sich völlig eigenständig entwickeln. Überleitend auf unser Portfolio gehen wir davon aus, dass sich bei einer Marktkorrektur rund 50% unserer Assets (35% Cash, 15% Aktien im Energie Sektor) immun verhalten. In einem volatilen Markt wurden wir erst letztes Jahr daran erinnert, dass es eine Chance gibt alles zu dem präferierten Preis zu kaufen solange man geduldig ist. Während auch wir keinen Zauberplan haben, so stellen wir sicher, dass wir mental und finanziell vorbereitet sind schnell zu handeln sobald sich Möglichkeiten ergeben.

Um Warren Buffett zu zitieren: "Jede Dekade oder so ziehen dunkle Wolken über der wirtschaftlichen Landschaft auf – und sie werden nur kurz Gold regnen. Während solch schwieriger Perioden sollten wir zwei Dinge nicht vergessen: Erstens, die weitverbreitete Angst ist unser Freund als Investor, da es zu jenem Zeitpunkt reihenweise Schnäppchen geben wird. Zweitens, ist die persönliche Angst unser Gegner. Investoren die unnötig hohe Kosten vermeiden und diejenigen die für eine längere Zeit geduldig auf einer Anzahl von großen, konservativ-finanzierten amerikanischen Unternehmen sitzen bleiben, werden sich mit großer Sicherheit gut entwickeln."

### **Ausblick**

Trump's Wahl hat das Ende der quantitativen Geldpolitik beschleunigt. Der Staffelnstab wird nun von der FED an das Finanzministerium weitergegeben, welches von nun an für die fiskalen Anreize mit einer umfassenden Steuerreform und den Infrastruktur Ausgaben zuständig ist. In den

Vereinigten Staaten erwarten wir eine signifikante Reduktion sowohl der Unternehmens- als auch der Einkommenssteuer. Des Weiteren erwarten wir erheblich weniger Verwaltungsbürokratie, deutlich weniger Regulierung und eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Während die Märkte sich nahe der Höchstständen befinden, so wird das beschleunigte Wirtschaftswachstum in der USA als auch weltweit dazu führen, dass die Unternehmensgewinne zum ersten mal seit drei Jahren ansteigen. Genau diese Kombination aus nominalen Wachstum und niedrigeren Steuern kann dabei helfen, dass die Unternehmensgewinne in diesem Jahr im höheren einstelligen Bereich wachsen.

Ohne jeden Zweifel ist das Umfeld besser sowohl für wertorientierte- als auch für aktivistische Investments als in den letzten beiden Jahren. Während sich die Märkte seit den Wahlen deutlich bewegt haben, so denken wir, dass Investoren und der Massenmarkt noch nicht annähernd verstanden hat wie unterschiedlich das Umfeld künftig sein wird. Die Märkte werden sich weiter hervorragend entwickeln, sofern wir die versprochenen niedrigeren Steuern, massive Deregulierung und höheres Wachstum erhalten. Einige Aspekte der Steuerreform, speziell die BAT (Border Adjusted Tax / Strafsteuer für Importe) haben auch das Potenzial Volatilität zu erzeugen. Dahingehend haben wir uns in weiser Voraussicht und schon lange vor der Trump Wahl mit zinsempfindlichen Aktien (JP Morgan Chase, US Bancorp, Wells Fargo) eingedeckt und zusätzlich in Unternehmen investiert, welche durch Binnenumsätze von der niedrigeren Gewinnsteuer (Triumph Group, American Express, JP Morgan Chase, US Bancorp, Wells Fargo) in den USA profitieren.

Die Bewegung von Deflation zu Inflation ist ebenso wünschenswert für unseren Investmentstil genau wie das neue Investmentumfeld mit dem angesprochenen Konjunkturprogramm. Wir erwarten, dass sich im Laufe des Jahres – ähnlich wie in 2016 – plötzlich Chancen ergeben. Und nur diejenigen welche Kapital zu dem besagten Zeitpunkt schnell bewegen können werden davon profitieren. Unsere allgemein bullische Sichtweise kommt nicht ohne Vorsicht. Wir sind uns bewusst, das Handelskriege oder eine erhöhte Inflation mit verbundenen politischen Fehlern zu erheblichen Kursstürzen führen können. Unsere Cash Positionen sowie die Möglichkeit von Hedges sind da um gegebenenfalls gegen solch negative Einflüsse abzusichern.

### **Portfolio Positionierung**

Unser Kernportfolio besteht aus Firmen mit den gleichen Charakteristika. Wir suchen Unternehmen mit hohen, nachhaltigen und konsistenten Gewinnmargen, starker nachgewiesener Ertragskraft, wenig Wettbewerb, hoher Eigenkapitalrendite, starker Bilanz einem geringen Verschuldungsgrad und das alles zu einem unterbewerteten oder zumindest fairen Preis. Während dieser Ansatz auch weiterhin seine Gültigkeit besitzt, so weißt unser aktuelles Portfolio mehr Turnaround Kandidaten als üblich auf. Dazu zählen wir Volkswagen, Novo Nordisk, die Triumph Group, Hugo Boss und Freeport McMoran. Alle fünf Firmen wurden vom Markt über die letzten Jahre aufgrund individueller Krisen abgestraft und haben erheblich an Wert verloren. Bei allen fünf Investments haben wir, Stand heute, günstige Einstiegszeitpunkte erwischt. Novo Nordisk und die Triumph Group sind seit unserem Einstieg nahezu unverändert. Volkswagen (Einstiegspreis 106.40 Euro), Freeport McMoran (Einstiegspreis \$4.77) und Hugo Boss (Einstiegspreis 56.71 Euro) haben bereits respektable Gewinne erzielt.

Aber unsere Sichtweise ist viel langfristiger. Denken wir einmal fünf oder zehn Jahre voraus. Alle genannten Firmen sind profitabel und werden Quartal für Quartal und Jahr für Jahr Gewinne an die

Aktionäre ausschütten und den restlichen Betrag zur freien Verwendung haben. Aber viel besser noch sind die Bewertungen. Gemessen an den Gewinnen und am Buchwert sind diese derart niedrig, so dass wir über die Jahre attraktive Renditen erwarten dürfen. Genau diese Aktien welche vom Markt abgestraft und nicht in der Gunst der Investoren sind, erfordern meist etwas mehr Geduld. Wichtig ist aber bereits positioniert zu sein bevor es die Herde verstanden hat. Solide Fundamentaldaten vorausgesetzt ist es letztendlich nur ein Geduldsspiel bis die Werte Ihrem fairen Preis entgegen gravitieren und überproportionale Gewinne abwerfen.

Bei allen fünf Investments müssen wir zwischenzeitlich eine höhere Volatilität in Kauf nehmen sollten uns aber eher nahe der Talsohle und erst am Beginn einer wesentlichen Erholung befinden. Dieser Prozess dauert Jahre und es ist wichtig weiterhin den Konsens zu vermeiden. Wir suchen nicht nach Unternehmen welche jedermanns Liebling sind, sondern unter Beachtung der oben genannten Charakteristika nach Firmen welche intakte Fundamentaldaten und zugleich eine falschgepreiste Allokation aufweisen. Novo Nordisk ist zum Beispiel seit Juli 2016 im Tiefflug und hat rund 40% der damaligen Höchststände eingebüßt. Die Firma hat quasi keine Schulden, exzellentes Management, eine 30% Nachsteuergewinnmarge, eine geschlagene Eigenkapitalrendite von 82% und das alles in einem sicher wachsenden Diabetes Markt. Was wollen wir also noch mehr?

Der Kursrückgang ist auf die Besorgnis von zukünftig niedrigeren Margen im wichtigen US Markt und leicht reduzierten Wachstumsprognosen zurückzuführen. Dafür datiert die Aktie auf Kursständen welche wir seit vier Jahren nicht mehr gesehen haben. Über die Jahre war das fortlaufende KGV – typisch für eine Wachstumsaktie – nahe 30 angesiedelt und ist mittlerweile auf unter 15 gefallen.

### **Bank- und Finanzdienstleistungsaktien**

Manche denken die Rally der Bank- und Finanzaktien wurde alleinig von der Erwartungen hinsichtlich der angekündigten Steuererleichterungen, der Abschaffung der Volcker-Regel oder einfacheren Kapitalregulierungen vorangetrieben. Jede einzelne dieser Sachen würde ein erhebliches Kurssteigerungspotenzial für Bankaktien mit sich bringen. Unsere Sichtweise ist jedoch anders. Fundamental gesehen, führen steigende Zinsen dazu die Nettozinsmarge zu erhöhen. Langfristige Zinsen treiben die Einnahmen aus Krediten an. Wenn sie steigen, steigen auch die Einnahmen der Banken. Die Einnahmen allein sagen aber noch nichts darüber aus, ob das Risiko der Kreditvergabe den potenziellen Lohn wert ist. Der Lohn ist der Gewinn, also Umsatz minus Kosten. Die Finanzierungskosten der Banken sind jedoch die kurzfristigen Zinsen. Damit bildet die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsen, auch bekannt als Nettozinsmarge, den potenziellen Gewinn aus dem nächsten Kredit. Wenn die Differenz größer ist, ist auch der Gewinn höher, es kann ein höheres Risiko eingegangen werden, und Kredite können an eine breitere Gruppe von Darlehensnehmern vergeben werden.

### **Die Bankmaschinerie läuft auf Hochtouren**

Zusätzlich sitzen Banken heute auf so viel überschüssigen Geldern und Liquidität wie nie zuvor. \$4 Billionen sind bei der amerikanischen Zentralbank Fed hinterlegt, so dass viele Banken für die kommenden Jahre keine weiteren Einlagen benötigen um das Kreditwachstum voranzutreiben. Das veranschaulicht klar die Vorteile von steigenden Zinsen, während die Banken die Kreditzinsen erhöhen ohne einen Anstieg der damit verbundenen Einlagenzinsen. Diese Zinseinnahmen haben

sehr hohe Vorsteuer margins (>70%). Die weiter auseinandergehende Schere der Zinsen benötigt keine zusätzlich neuen Technologien, Ausgaben oder mehr Personal. Und das unterstreicht unser Fazit: viele unterschätzen den signifikanten operativen Hebeleffekt der den US Bankensektor bevorsteht. In Q4 2016 und Q1 2017 haben wir weiterhin erfreuliche Quartalszahlen von den Banken erhalten. Quer über unsere Banken- und Finanzdienstleistungsaktien erwarten wir eine Steigerung der Eigenkapitalrendite von 200 bis 300 Basispunkten über die nächsten 24 Monate. Und nochmals zur Klarstellung, das alles vor den Steuererleichterungen und vor einer Deregulierung. Unsere Bankaktien datieren momentan bei rund dem 13-fachen der Gewinne mit einem Gewinnwachstum pro Aktie von leicht über 10% und nur einem kleinen Premium über dem jeweiligen Buchwert.

Erst letzte Woche haben Wells Fargo und JP Morgan Chase die Quartalszahlen für Q1 2017 veröffentlicht. Obwohl die Ergebnisse vielversprechend waren so befinden sich die Aktien kürzlich in einer Seitwärts- oder sogar leichten Abwärtsbewegung. Das ergibt keinen Sinn und sollten wir eher als Chance betrachten. JP Morgan Chase hat verbesserte Ergebnisse auch wegen der angesprochenen höheren Nettozinsmarge berichtet. Wells Fargo's ist hingegen – aufgrund der Bilanzstruktur – bei weitem nicht so zinsempfindlich wie beispielsweise die Bank of America oder Citigroup. Wells Fargo kämpft immer noch mit den Nachwehen des Kontenskandals aus dem September letzten Jahres. Buffett hat jedoch erst kürzlich sich auch hier zu Wort gemeldet und Wells Fargo als "unglaubliche Institution" beschrieben. Wells Fargo berichtete keine schlechten Zahlen aber schlicht gleichbleibende Ergebnisse gegenüber dem Vorjahr. Nochmal zur Erinnerung die Nachsteuergewinne von Wells Fargo seit 2012:

*Wells Fargo Nettogewinne 2012-2016, Quelle: Bloomberg*

Kalenderjahr	2012	2013	2014	2015	2016
Nettogewinn	\$18,9 Mrd.	\$21,9 Mrd.	\$23.1 Mrd.	\$23 Mrd.	\$21.9 Mrd.

Denken wir nun einmal nur fünf Jahre voraus. Konservativ veranschlagt und die Vorteile von Deregulierung, der steileren Zinsstrukturkurve nicht eingeschlossen erwarten wir Nachsteuergewinne von Wells Fargo von \$115 Mrd. in fünf vollen Kalenderjahren. Mit \$115 Mrd. kommt es dann sehr auf die Verwendung des Kapitals an. Zum Vergleich könnte man damit grob ein Zehntel des kompletten DAX kaufen. Wells Fargo hat eine stolze und robuste Eigenkapitalrendite (ROE / Return on Equity) von 11.54% und eine Nettozinsmarge von aktuell 2.87. Wir nehmen an dass diese Zahlen leicht anstiegen werden. \$115 Mrd. entsprechen rund \$20.85 Gewinn pro Aktie (\$4.17 Gewinn pro Aktie pro Jahr). Nun was macht Wells Fargo mit diesen \$115 Mrd. Gewinn welcher in die Kassen gespült wird? Aktuell werden von rund \$4 Gewinn pro Aktie \$1.52 durch Dividenden an die Aktionäre, also an Sie bar ausgeschüttet. Das entspricht einer Ausschüttungsquote von 38% der Gewinne und – mit leichter Steigerung eingerechnet – rund \$7.75 pro Aktie über fünf Jahre. Unter Beachtung des historischen Dividendenwachstums ist dies äußerst konservativ berechnet. Neben den Dividenden bleiben also immer noch \$13.10 an Gewinnen welche wir früher oder später im Kurs getrieben durch Rückkaufprogramme oder in einer anderen Form wiederfinden sollten.

### **Cheniery Energy (LNG)**

In der heutigen Investmentwelt gibt es beinahe keinen Investor welcher derart respektiert wird wie der öffentlichkeitsscheue Seth Klarman der den in Boston ansässigen Hedgefonds Baupost leitet.

Seitdem Baupost 1983 gegründet wurde, liefert Klarman über mehr als 30 Jahre eine durchschnittliche jährliche Rendite von über 17% und musste dabei nicht mehr als drei Negativjahre (1998, 2008 und 2015) hinnehmen. In diesem Zeitraum erwirtschaftete Baupost \$23.4 Mrd. für Investoren. Wir bewundern Klarman nicht nur allein für seine Renditen sondern für die Art und Weise wie er Gewinne erzielt. Klarman ist extrem risikoavers und hält nicht selten zwischen 30% und 50% Cash. Wenn alle anderen in Panik verfallen ist Seth Klarman einer derjenigen die Cash zur Verfügung haben um von Möglichkeiten zu profitieren. Die Investmentkultur bei Baupost unterliegt ebenso extremer Disziplin und Geduld und zeichnet sich dadurch aus, dass sie Ihre Investments unglaublich wählerisch selektieren. Ein erst aus der Firma ausgeschiedener Mitarbeiter beschreibt die Methodik folgendermaßen:

“Unsere Investments sind erfolgreich weil wir geduldig sind. Auch wenn wir jeden Tag hart arbeiten um die nächste große Investment Möglichkeit zu entdecken, so setzen wir unser Kapital nur ein wenn wir eine absolute Überzeugung haben dass wir eines gefunden haben. Wenn wir keine interessanten Ideen haben, dann machen wir nichts und halten Cash. Auf der Kehrseite ist es aber ebenso essentiell, ein Investment richtig zu gewichten wenn eine Idee vollständig analysiert wurde und ausgereift ist. Unsere Portfolio Entscheidungen müssen enorm effizient sein, da wir realisieren, dass guten Ideen sehr selten nur kurz sichtbar sind.“

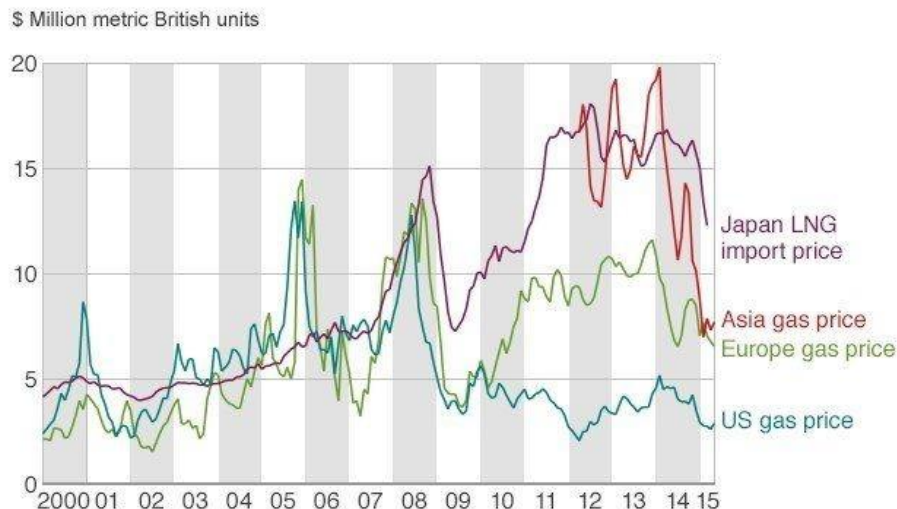
Klarman und sein Team haben für über 30 Jahre bewiesen, dass sie außergewöhnlich erfolgreiche Investoren sind. Genau aus diesem Grund sind wir besonders interessiert wenn Baupost eine unüblich große Position wie in Cheniere Energy aufbaut.

## Der Hintergrund

Cheniere Energy ist Stand heute der einzige Exporteur von LNG (Liquified Natural Gas / Flüssigerdgas) aus den Vereinigten Staaten. Cheniere kauft billiges Flüssigerdgas in der USA und exportiert es in Märkte in welchen der Marktpreis deutlich höher ist. Cheniere verdient nach dem einfachen Arbitrage Modell. Kaufe günstig und verkaufe teuer.

Weltweite Erdgas Preise 2000 -2015, Quelle: Bloomberg

Global gas prices, 2000-2015



Durch die Schiefergas Revolution in Nordamerika sind die Erdgaspreise auf Levels gefallen welche wir seit 20 Jahren nicht mehr gesehen haben. Mit den enormen noch ausstehenden Reserven prognostiziert die U.S. Energy Information Agency, dass Erdgas in Nordamerika noch für Dekaden sehr günstig bleiben wird. Während es in Nordamerika mehr Erdgas als Nachfrage geben wird, so steigt die Nachfrage der energiehungrigen Länder (speziell in Asien) um das Dreifache bis 2030. Ohne Zugang zu Schiefergas wie in den USA sind internationale Preise in Asien meist jedoch 2-3 mal so hoch.

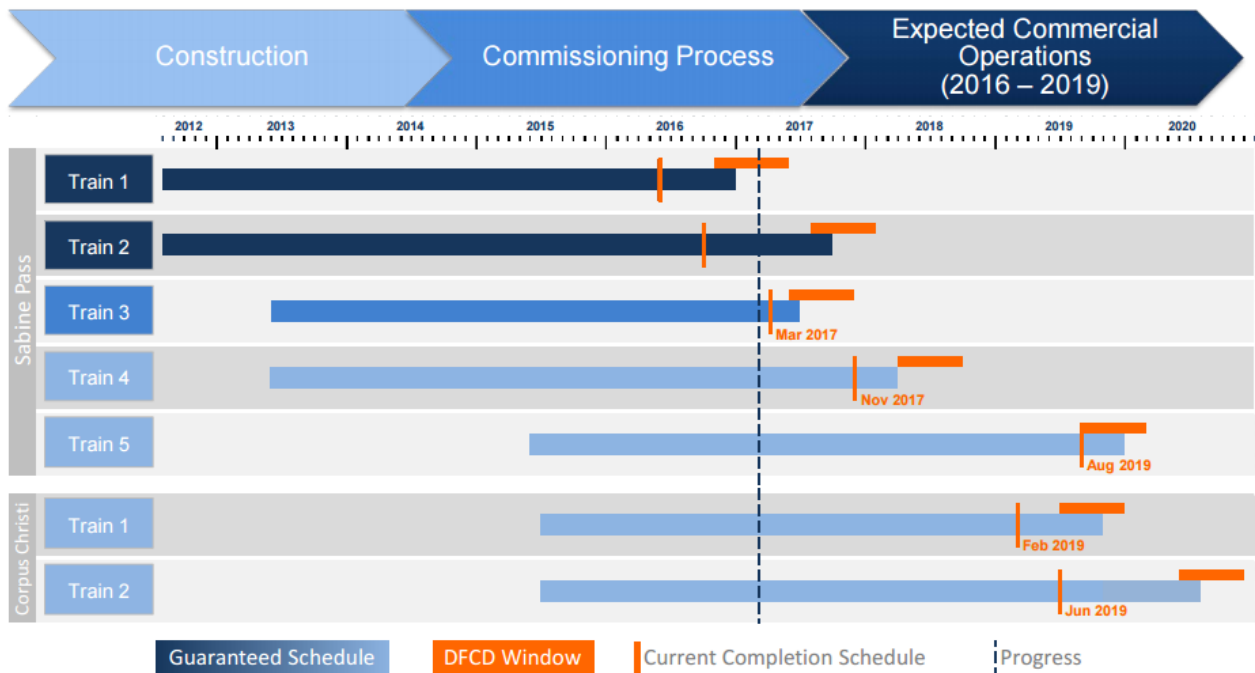
Ein solches Arbitrage Modell für Öl umzusetzen wäre relativ einfach. Unter Verwendung einer Pipeline sendet man das Öl zur Küste, verladet und verschifft es. Produziertes Erdgas jedoch, befindet sich in einem nicht flüssigen Zustand und kann nicht einfach auf ein Schiff geladen werden. Bevor es durch etwas anderes als einer Pipeline transportiert werden kann muss es durch einen Verflüssigungsprozess in LNG umgewandelt werden. Das beinhaltet, dass Gas auf Minus 162 °C abzukühlen und es auf ein Konzentrat von 1/600 seines ursprünglichen Zustandes zu schrumpfen.

Genau aus diesem Grund baut Cheniere an der Küste des Golf von Mexiko für \$30 Mrd. zwei Export Terminals um LNG für Schiffe transportfähig zu machen. Für das Sabine Pass und das Corpus Christi Terminal sind insgesamt 11 Verflüssigungsanlagen mit einer jeweiligen Förderkapazität von 4.5 mtpa und insgesamt 31.5 mtpa vorgesehen. Nach Fertigstellung in 2020 entspricht dies rund 9% der weltweiten LNG Fördermenge.

Überblick zur Fertigstellung der einzelnen Verflüssigungsanlagen bzw. Terminals, Quelle: Cheniere Energy Investor Relations

## Operational Overview

Commissioning process will begin several months before each Train is complete.










Um Planungssicherheit und stabile Casflows zu garantieren hat Cheniere bereits 87% der genannten Förderungsmengen über 20 Jahre fest vertraglich gebunden. Dabei kauft Cheniere ihr Erdgas zum Henry Hub Spot Preis, während die Verträge zum Verkauf von LNG beim Henry Hub Spot Preis plus 15% festgelegt sind. Das bedeutet es spielt keine Rolle ob die Energiepreise steigen oder fallen. Cheniere verdient den gleichen Betrag so oder so.

Im Rohstoffgeschäft aber ohne Rohstoffpreisrisiko

Zusätzlich zu dem 15% Aufschlag auf den Henry Hub Spot Preis beinhalten Cheniere's Verkaufsverträge eine feste Summe von rund \$3.00/mcf. Bei heutigen Preisen würde das bedeuten, dass Cheniere Erdgas zu \$1.70 kauft und für rund \$4.95 weiterverkauft. Nicht nur, dass Cheniere kein Rohstoffpreisrisiko hat, noch viel besser hat es einen vorhersehbaren Zufluss von Gewinnen und Cashflows vertraglich festgezurr.

*Vertraglich festgelegte Abnehmer, Quelle: Cheniere Energy Annual Report*

**SPA Customers**

<b>Sabine Pass Liquefaction</b>	 (BBB / Baa2 / BBB+)	 (A / WR / A+)	 (AA- / Aa2 / AA-)	 (NR / Baa3 / BBB-)	 (A+ / Aa3 / AA-)	 (BBB+ / Baa1 / A-)
<b>Corpus Christi Liquefaction</b>	 (BBB / Baa2 / BBB+)	 (BB+ / Baa3 / BBB-)	 (BBB / WR / BBB+)	 (BBB+ / Baa1 / BBB+)	 (BBB+ / Baa1 / BBB+)	 (A- / A3 / A-)

87% von Cheniere's Export Kapazitäten sind mit 20 jährigen Verträgen an Gegenparteien mit bester Bonität verkauft. Während diese 20 jährigen fix Verträge eine Schlüsselrolle für die Attraktivität eines Investments in Cheniere Energy spielen, so ist die Qualität dieser Gegenparteien und die Qualität der Verträge sicherlich das Kernstück welches Seth Klarman und sein Team lange analysiert haben. Cheniere hat die 20 jährigen Verträge als "take or pay" Verträge strukturiert, was bedeutet, dass die Käufer eine jährliche Grundgebühr alleinig für die Option bezahlen Erdgas an den Sabine Pass bzw. Corpus Christi Terminals zu verflüssigen. Mit anderen Worten erhält Cheniere diese Grundgebühr in jedem Fall, egal ob ein Käufer Erdgas abnimmt oder nicht. Sowohl der Preis als auch die Volumina sind vertraglich geregelt.

Ganz wichtig ist der abrupte Richtungswechsel nach Aufbau der Terminals. Unter vollem Betrieb der einzelnen Verflüssigungsanlagen werden die kapitalintensiven Ausgaben beinahe komplett wegfallen und es gilt nur noch die signifikant geringeren Kosten für Zinsverpflichtungen und den Unterhalt der Terminals zu bedienen. Nicht nur, dass immer mehr Verflüssigungsanlagen über feste Fixverträge mehr Umsatz und stabilen Cashflow generieren, nein, die damit kombiniert massiv niedrigeren Kosten helfen diesen Effekt zu verstärken. Der Cashflow kann somit zur Rückzahlung der Verbindlichkeiten und später zum Auszahlen einer Dividende verwendet werden.

**Klarman kauft immer weiter zu**

Seth Klarman hat begonnen Aktien von Cheniere Energy im ersten Quartal 2014 bei Preisen zwischen \$61.90 und \$78.05 zu kaufen. Nach signifikantem Preisverfall in 2015 und 2016 verdreifachte Klarman seine Position und machte damit Cheniere Energy zu seiner größten



öffentlich einsehbaren Holding. Zum Jahresende 2016 besitzte er 9,1% der Firma. Klarman ist allerdings nicht alleine. Den Aktivist Investor Carl Icahn mit eingerechnet besitzen alleine diese beiden Top Investoren 22,87% von Cheniere Energy.

Klarman fasste dies in seinem Brief an Investoren folgend zusammen: "...wir befinden uns in der glücklichen Lage zu erheblichen Discountpreisen weiter zu unseren vielversprechendsten Positionen zukaufen zu können." Er führt weiter aus: "Sogar Cheniere Energy, welches nur wenig Angriffsfläche für Öl und Gaspreise aufweist wurde signifikant von einem unerbittlichem Markt abgestraft."

Der Markt hegt gegenüber Cheniere Energy scheinbar noch immer erheblich Zweifel und scheint die hohe Verschuldung mit über \$21 Mrd. nicht nachzusehen. Und das obwohl die Umsatzseite mit 20 jährigen Fixverträgen und stabilen Cashflows als auch die Kostenseite mit dem Aufbau und der Finanzierung der Terminals festgelegt ist. Bechtel die Ingenieursfirma der beiden Terminals liegt bei jeder einzelnen Verflüssigungsanlage im Zeit- als auch Budgetplan. Sobald Ende des Jahres vier und in den Folgejahren neun und dann elf Verflüssigungsanlagen operativ tätig werden, so wird es möglich sein die Verbindlichkeiten zügig zurückzuzahlen und die Bilanz zu entlasten. Spätestens dann sollte die Firma im normalen Rahmen eines vielfachen ihres stetigen Gewinns gehandelt werden. Für das erste Quartal des nächsten Jahres, mit vier operativen Verflüssigungsanlagen sollte die Firma ein EBITDA von \$2.90 pro Aktie erreichen. Sobald in 2020 neun Verflüssigungsanlagen operative sind wird das EBITDA signifikant auf \$14.60 p. Aktie ansteigen. Das ist enorm viel Gewinnwachstum für eine \$45 Aktie. Und hier ist noch nicht Schluss. Für den Fall einer weiteren Expansion hat sich Cheniere Grundstücke neben den aktuellen Verflüssigungsanlagen beim Sabine Pass und Corpus Christi Terminal gesichert, womit die Volumina bei Bedarf verdoppelt werden können.

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.