

Pecora Capital

Quartalsbericht Q2 2017

Wertorientierte Aktienstrategie

10. August 2017

Sehr geehrte Investoren,

im zweiten Quartal des Jahres 2017 (Stichtag 30.06.2017) weist Ihr Portfolio eine Rendite nach Kosten von 3.82% aus.

Rückblick und Ausblick

In unserem im April veröffentlichten Quartalsbericht Q1 teilten wir gegenüber Investoren unsere Ansicht, dass 2017 ein Jahr der global verbesserten Konjunktur sein wird. Weiter beschrieben wir, dass wir während der Trump Regierung durch eine Steuerreform und höhere Fiskalausgaben eine beflügelte US Wirtschaft erwarten, welche noch in 2017 das Ende der ultralockeren Geldpolitik einleitet. Bis jetzt wurden keine dieser Vorhaben umgesetzt. Mit Blick Richtung Washington beschrieben wir im Januar mit unserem Schreiben an Investoren auch das folgende: „Wie nach jeder US Wahl werden von den vielen Versprechungen nur die wenigsten umgesetzt. Teilweise blockiert der US Kongress Vorhaben und andererseits ist der US Präsident in seinen Handlungen limitierter als viele glauben.“

Bei dieser Vorhersage lagen wir richtig. Nach dem zuletzt gescheiterten Vorhaben die von Obama eingeführte Gesundheitsreform zu ersetzen und durch das täglich zunehmende politische Chaos in Washington steigen die Zweifel ob die Trump Regierung die beiden zentralsten Wahlversprechen, namentlich die Infrastruktur- und Steuerreform umsetzen kann. Diese zunehmende Unsicherheit in Kombination mit den jüngst schwachen US Inflationzahlen senken die Chancen für steigende Zinsen was wiederum der Grund der wesentlichsten Entwicklung der ersten Jahreshälfte ist. Der stark steigende Euro oder anders herum der aufgrund der oben genannten Entwicklung fallende US Dollar.

Der für die Ergebnisse aus US Sicht beflügelnde und aus Europäischer Sicht bremsende Anstieg von 12.82% des EUR/USD steigert/mindert besonders dieses Jahr die insgesamt positiven Ergebnisse auf der unterliegenden Aktienseite. Noch zu Jahresbeginn haben wir mit einer

verstärkten Positionierung Richtung Europa und einem Wechsel überschüssiger US Dollar Cash Reserven (Wechsel EUR/USD bei 1,0625) noch stärkere Gegenwinde rechtzeitig verhindert. Auch entgegen dem Glauben mancher ist unsere US Positionierung, eine historisch gewinnbringende Formel, auf ein mehrjähriges Tief von 41.80% (Europäische Portfolios, Stand 30.06.) reduziert worden. Obwohl die unterliegenden US Aktien hinsichtlich Ihrer Bewertungen Gewinne abliefern so können sie in diesem Jahr bisher nicht mit dem rasanten FX Bewegung des EUR/USD mithalten. Wir würden es sicherlich bevorzugen wenn sich diese Gegenwinde abschwächen auch wenn wir keinen Einfluss nehmen können wann dies sein wird. Trotz alledem bleiben wir in unseren vielversprechenden US Aktien positioniert und hoffen auch unter den schwierigen Umständen anständige Ergebnisse liefern zu können.

Vorausschauend auf die zweite Jahreshälfte glauben wir, dass die Zentralbanken immer noch die entscheidende Rolle spielen werden. Die jüngst schwachen Inflations-, CPI- und Retailverkaufszahlen in den USA bringt die FED in eine Zwickmühle. Basierend auf den letzten Anmerkungen macht Frau Yellen nicht den Eindruck als würde Sie entscheidend voranschreiten wollen. Wie dem auch sei so erwarten wir, dass die FED bald mit der Reduzierung der Bilanz beginnt, die Zinsen aber erst weiter steigen dürften sobald Wachstum und auch Inflation ansteigen. Desweiteren denken wir, dass das zuletzt ernüchternde US Wachstum in der zweiten Jahreshälfte, aufgrund von Saisonalität und anderen Faktoren zunimmt. Dennoch wird die US Wirtschaft die Wartehaltung und den Kater weiter herumschleppen bis Präsident Trump zusammen mit dem Kongress zeigt, dass Sie in der Lage sind eine der wesentlichen Gesetzgebungen durchzusetzen. Mit der umfangreichen versprochenen aber nicht umgesetzten Steuerreform sitzen die Firmen weiterhin auf Ihren Cash Bergen und schieben M&A Aktivitäten solange vor sich her bis Klarheit herrscht.

Der Markt

Wir navigieren aktuell durch ein noch nie dagewesenes Marktumfeld in welchem es scheint, dass die fundamentale Analyse aus dem Fenster geworfen und die Logik auf den Kopf gestellt wurde. Nach starker Berichtsaison sowohl im April als auch im Juli/August haben beinahe alle unserer Unternehmen starke und teils Rekordergebnisse präsentiert. Die Banken und die Autobauer konnten die Gewinne steigern, aber speziell die letzteren zählen seit längerem nun zu der Kategorie der Aktien welche komplett die Gunst der Anleger verloren haben. Volkswagen welche erst vor zwei Wochen die Quartals- und Halbjahresergebnisse präsentierten datieren mittlerweile zum 5.4 fachen der Gewinne und zu 30% unter dem Buchwert. Durch die Diesellauffäre, den Kartellvorwurf (worüber wir nicht glücklich sind) und durch den anstehenden Umschwung hin zu Elektroantrieben sind die Autowerte zu erheblichen Nachlässen zu haben.

Die Investment Herde von heute liebt eine gute Story. Investiert wird lieber in Wachstumsunternehmen deren Aktien nach oben laufen, typischerweise charakterisiert durch ein vielfaches der Gewinne von über 20 oder über 30. So finden sich offensichtlich Käufer die bereit sind für Ferrari das 40-fache der Gewinne zu bezahlen. Nur angenommen wir würden Porsche (was ähnliche Margen und Wachstumzahlen aufweist) nach den gleichen Metrik bewerten so würde der Sportwagenhersteller alleine mehr wert sein als der ganze Volkswagen Konzern zusammen.

Es wäre immer das einfachste mit der Herde zu rennen und genau das zu kaufen was gerade angesagt ist. Entgegen dem erfordert es allerdings ein umso tieferes Reservoir an Courage und Überzeugung sich davon fernzuhalten. Sich davon zu distanzieren ist eine essentielle Komponente von langfristigem Investmenterfolg. Auch deshalb verwenden wir bei Pecora einen Value Ansatz weil er risikoavers ist und besonders auf den langfristigen Schutz von Kapital abzielt. Dies jedoch

erfordert sowohl Disziplin und Geduld. Disziplin weil es wichtig ist nur Schnäppchen zu kaufen und niemals von dem Enthusiasmus der Herde mitgerissen zu werden. Und Geduld ist notwendig auf die richtigen Möglichkeiten zu warten und den Druck zu vermeiden Investments zu tätigen welche nicht die stringentesten Kriterien von Qualität und Unterbewertung erfüllen.

Value Investing in einer turbulenten Zeit

In der heutigen Zeit von luftigen Bewertungen und extremen Marktpreisen ist es umso wichtiger, dass wir uns genau in dieser Zeit an unsere Investmentphilosophie erinnern. Indem wir strikte Value Grundsätze anwenden versuchen wir von Ineffizienzen zu profitieren nicht aber mit einem speziellen Markt oder Benchmark mitzuhalten. Stattdessen zielen wir darauf ab auf lange Frist gute risikobasierte Investmentergebnisse durch die Implementierung unserer Investmentstrategie zu liefern. Wir glauben weiterhin stark an den wertorientierten Ansatz mit dem Vorhaben Vermögenswerte und/oder Unternehmen zu einem erheblichen Nachlass gegenüber dem echten unterliegenden Wert zu kaufen. Schnäppchen existieren weil die Finanzmärkte ineffizient sind vor allem aber auch weil viele Investoren nicht die hierfür erforderliche Geduld und Disziplin mitbringen um daraus zu profitieren. Auch dadurch glauben wir stark daran, dass die vielversprechenden Bewertungen unserer Positionen zu starken Ergebnissen mit begrenzten Risiko in den Monaten und Jahren vor uns führen.

Währenddessen machen wir damit weiter unsere Aufmerksamkeit auf die Vermeidung und/oder die Reduzierung von Risiko zu legen. Wir denken, dass dies über die Zeit machbar ist ohne dabei gute, oder vielleicht sogar sehr gute Ergebnisse aufzugeben. Wir kaufen ein wenn gute Unternehmen zu Schnäppchenpreisen zu haben sind und wir verkaufen sobald sie den realen Wert realisiert haben.

Sobald sich die Vorzeichen ändern und die Märkte einen Teil Ihrer Dekaden alten Gewinne verlieren so glauben wir, dass wir uns in einer starken Position befinden. Auch wenn wir gute Ergebnisse in der Vergangenheit liefern konnten müssen wir Sie daran erinnern, dass das wertorientierte Value Investing nicht dazu ausgelegt ist in einem Bullenmarkt stärkere Ergebnisse als der Markt zu liefern. In einem Bullenmarkt, kann jeder, mit jeder beliebigen oder gar keiner Investmentstrategie gute Ergebnisse – und oft bessere Ergebnisse als Value Investoren – erzielen. Aber dann im Bärenmarkt ist die Value Strategie, die einzige, welche unentbehrliche Vorteile liefert indem Sie limitiertes Risiko nach unten und Potenziale nach oben ermöglicht. Im Marktabschwung können Momentinvestoren kein Momentum finden. Wachstumsinvestoren finden kein Wachstum und technische Analysten mögen Ihren Chart nicht mehr. Aber unsere Value Investment Disziplin vermittelt uns alles was wir wissen und tun müssen. Es geht dann um Preis vs. Wert und wir kaufen dann weiterhin nur und ausschließlich zu einem Discount und verkaufen nahe am vollen Wert. Und dadurch weil wir nicht vorhersagen können was der Markt machen wird ist unser wertorientiertes Investment so wichtig. Denn nur dieser Ansatz liefert kontinuierliche Ergebnisse hinweg über einen ganzen Marktzyklus.

Portfolio und Unternehmen

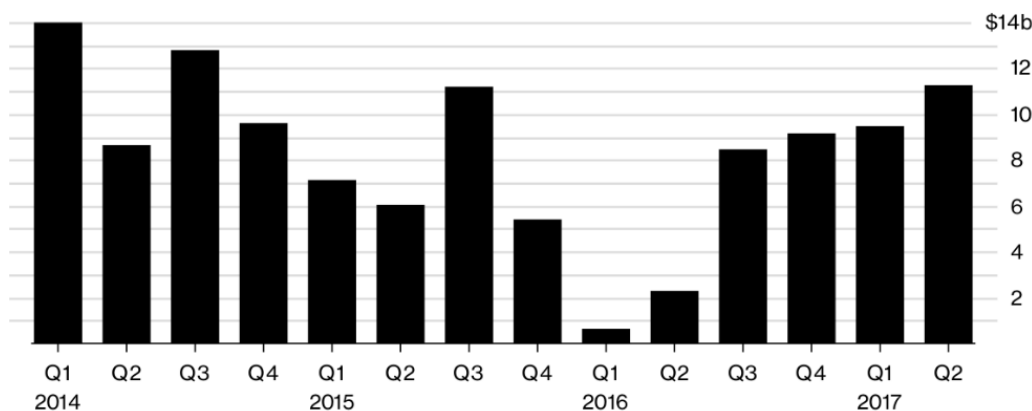
Mit Geduld ist es uns über die Zeit hinweg möglich weiterhin hervorragende Schnäppchen aufzugreifen. So haben wir begonnen Synchrony Financial bei einem Vielfachen von rund 10.5 der Gewinne zu kaufen. Synchrony Financial ist im Sektor der Konsumentenkredite tätig, hochprofitabel und ist eine gute Ergänzung zu unserem Finanzdienstleistungsportfolio der US Großbanken und American Express. Aus dem Retail Bereich haben wir uns mit Verkauf von Hugo

Boss (Realisierter Gewinn 19.91%) und Ralph Lauren (Realisierter Gewinn 2.3%) verabschiedet. Das Wall Street Journal titelte zwischenzeitlich der Retailmarkt sei tot und zustimmend sehen auch wir bessere Möglichkeiten Kapital mit niedrigerem Risiko einzusetzen. Der Retailmarkt hat geringere Margen, schweren Wettbewerb und gerät im Zeitalter von Amazon mehr und mehr unter Druck. Obwohl die Retailaktien günstig sind beabsichtigen wir uns für längere Zeit von diesem Sektor fernzuhalten.

Unsere drei Energiepositionen haben gute, teils sehr gute Quartalsergebnisse geliefert weshalb uns bald eine Zeit der Wertrealisierung bevorstehen sollte. Royal Dutch Shell's Cashflow stieg auf das höchste Level seit dem Ölpreisverfall 2014. Kosteneinsparungen und der Verkauf von Assets halfen dabei die Verschuldung zu reduzieren und den Gewinn zu steigern. In unserem Quartalsbericht Q4 2016 beschrieben wir bereits folgendes: „Dadurch dass auch die operativen Kosten um \$9 Mrd. p.a. gesenkt wurden verstärkt sich der Trend, dass ein deutlich höherer Free Cashflow generiert wird.“. Desweiteren führten wir aus: “Royal Dutch Shell wird ein starkes Cashflow Wachstum aufweisen. In einem Umfeld von Ölpreisen um \$60/barrel dürfte Shell's Free Cashflow auf \$20 Milliarden p.a. ansteigen“.

Royal Dutch Shell Cashflow Q1 2014 – Q2 2017, Quelle: Bloomberg

Shell's cash flow from operations last quarter was the highest since the oil slump began



Die Annahmen dürften anhand der neuesten Quartalszahlen noch konservativ veranschlagt sein. Mit dem Up- und Downstream Geschäft, Refining und LNG ist Shell sehr breit aufgestellt was zufriedenstellende Cashflowlevels und Dividendensicherheit auf lange Frist erwarten lässt.

Freeport McMoran, der beste Performer in 2016 und einer bis dato schlechtesten in 2017 scheint einen Trend nach oben zu entwickeln. Auch hier haben wir noch im Quartalsbericht Q3 2016 auf niedrigere operative Ausgaben, wachsenden Cashflow und eine damit verbundene Verringerung der Schuldenlast verwiesen. Genauso ist es gekommen. Unter der Aufsicht von Starinvestor Carl Icahn, dessen Hedge Fund zwei Sitze des Freeport Aufsichtsrates einnimmt wurde die Nettoverschuldung gegenüber dem Jahresende 2015 von \$20.1 Mrd. auf \$9.7 Mrd. mehr als halbiert. Um die Bilanz, Kreditwürdigkeit und letztendlich den Shareholder Value zu verbessern hat Icahn als Mehrheitsaktionär durchgesetzt nichtprofitable Assets (u.a. das Öl- und Gasgeschäft) zu verkaufen und die Dividende zu streichen. 1.5 Jahre nach Icahn's Einstieg sehen wir bereits deutliche Verbesserungen. Mit allen Kupferminen vereint lieferte das Nord- und Südamerikanische Geschäft sowie die Grasberg Mine in Indonesien in 2016 einen Operativen Gewinn von \$3.12 Mrd. Während

diese Ergebnisse in 2016 bei einem durchschnittlichen Kupferpreis von \$2.28 pro Pfund erreicht wurden so ist der Kupferpreis, auch wegen ausbleibender Neuinvestitionen und stagnierenden Angebotslevels mittlerweile bis auf \$2.93 pro Pfund gestiegen. Sollten die Preise auf den heutigen Levels bleiben so werden wir zu Jahresende alleinig von den Nord- und Südamerikanischen sowie Indonesischen Kupferminen einen Operativen Gewinn von \$4.20 Mrd. erwarten. Das ist nicht schlecht für eine Firma mit einer Marktkapitalisierung von \$20.94 Mrd.

Freeport McMoran's Kupferportfolio, Quelle: Freeport McMoran Investor Relations



Auf Nordamerika, Südamerika und Indonesien verteilt besitzt Freeport McMoran ein erstklassiges Kupferportfolio mit einigen der qualitativ besten und profitabelsten Kupferminen der Welt. Mit Reserven von 44, 40 und 24 Jahren und Abbaukosten (2016) von \$1.41/lb, \$1.41/lb und \$0.83/lb zeigt sich die mittlerweile steigende Marge bei Verkaufspreisen von über \$2.90/lb. Wie oben aufgeführt halten wir aufgrund der deutlichen Verbesserungen, geringeren Verschuldung/Zinsverpflichtungen die Aktie nach wie vor für unterbewertet. Besonders die Indonesien Thematik mit der Exportrestriktion lastet nach wie vor auf dem Preis. Seit Jahresbeginn versucht der Freeport Vorstand mit der Regierung eine Einigung zu erzielen. Freeport ist seit über 40 Jahren in Indonesien tätig und versucht dabei eine belastbare Exportlizenz auszuhandeln welche Investitionssicherheit gewährt. Sobald auf dieser Ebene eine Einigung erzielt wird sollte sich die wichtige Grasberg Mine mit den niedrigen Abbaukosten als wesentlicher Katalysator für die Aktie herausstellen. Wir denken, dass die Aktie aktuell noch rund 40% unter Ihrem echten Wert datiert und dass die oben genannten Verbesserungen sowie die schwindende Unsicherheit in Indonesien früher oder später zu Preisen von über \$20 pro Aktie führen sollte.

Die Automobilbranche

Nach den Entwicklungen der letzten Wochen erleben die deutschen Autohersteller aufgrund der Diesel- und Kartellthematik eine besondere Zeit in welcher die Medien und die Politik eine besondere Rolle spielen. Die langjährige deutsche Vorzeigeindustrie sieht sich trotz noch nicht nachgewiesener Kartellabsprachen vor allem von Seiten der deutschen Presse einer medialen

Hetzjagd ausgesetzt welche die Realität nicht besser verzerren könnte. Mit Angst und Panikmache versuchen die Zeitungen mit täglich neuen Enthüllungen und Schauergeschichten die Sensationslust der Massen zu stillen. Neben den Medien kommt hinzu dass die deutschen Umweltverbände versuchen alles beizutragen um die enorme Hysterie und den Lobbyismus zu stärken.

Der Blick dieser Medien ist kurzfristig, verunsichert aber dennoch die breite Masse an Anlegern was dazu führt, dass sich die deutschen Autoaktien überwiegend nach unten bewegen. Während die Branche im Kreuzfeuer steht und komplett die Gunst der Anleger verloren hat so müssen wir realisieren wie günstig wir diese Aktien gekauft haben und wie günstig diese immer noch sind. Beide Unternehmen, Volkswagen und Daimler schwimmen im Eigenkapital und legten erst vor zwei Wochen die Halbjahreszahlen mit Nachsteuergewinnen von 6.60 Mrd. Euro bzw. 5.31 Mrd. Euro vor. Damit datieren die Firmen bei etwas mehr als dem fünffachen der Gewinne. Angenommen VW würde den vollen Gewinn an uns Aktionäre ausschütten so würden wir jährlich eine Dividendenrendite von 18.50% erhalten.

Die Grafik zeigt das historisch niedrige KGV aufgrund steigender Gewinne, Quelle: WSJ

Forward price/earnings ratios



Während wir das Potenzial und den Wettbewerb durch Tesla weder bestreiten noch unterschätzen möchten so halten wir die heutige Diskrepanz bei der Bewertung und Fehldarstellungen der Presse für lächerlich. Auch die Behauptung der Presse, die deutsche Automobilindustrie würde den Trend hin zu Elektrofahrzeugen verschlafen, ist haltlos. Mit Blick auf die Aktienpreise und auf den Markt wissen wir, dass Investoren von Tesla eine beispiellose Wette auf zukünftige Gewinne eingehen. Die Marktkapitalisierung der amerikanischen Technologie- und Autofirma hat mittlerweile die von BMW passiert und selbst Daimler und Volkswagen (Marktkapitalisierung von rund 65 Mrd. Euro) liegt in Reichweite. Volkswagen ein Konzern mit 12 Marken (Volkswagen Pkw, Audi, SEAT, ŠKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Nutzfahrzeuge, Scania und MAN), einem Weltmarkt Anteil von 11,9 Prozent und 120 Produktionsstandorten soll als hoch profitabler Hersteller und Branchenriese genauso viel Wert sein wie Tesla? Zum Vergleich lieferte Tesla 2016 genau 76.230 Fahrzeuge aus so viele wie bei Volkswagen in drei Tagen vom Band rollen. Während Volkswagen im Monat rund 1.5 Mrd. Euro EBIT erwirtschaftet so ist Tesla schon die kommenden Monate dazu gezwungen sich weiter Kapital zu besorgen um die bevorstehende Produktionssteigerung zu finanzieren.

Wir gehen davon aus, dass die Negativschlagzeilen noch Monate anhalten. Sowohl bei Daimler als auch bei Volkswagen sind wir aber in Unternehmen investiert deren Aktien mit echten Werten hinterlegt sind. Deshalb sehen wir bei diesen niedrigen Bewertungen über die Zeit hinweg ein signifikantes Kurspotenzial. Wir sollten zusätzliche Rücksetzer nicht ausschließen, solange aber die Unternehmen weiterhin so profitabel agieren, werden sich die Aktien zu gegebener Zeit in Richtung ihres realen Wertes bewegen. Bezüglich der Elektromobilität sehen wir die kapitalstarken Deutschen Hersteller bestens gerüstet. Mit Hilfe der dicken Kapitaldecke, der bestehenden Infrastruktur und der weltweiten Präsenz gibt es keine Unternehmen welche für die Umstellung besser vorbereitet sind als Volkswagen oder Daimler. Beide Unternehmen können nicht nur den Umschwung problemlos schultern sondern werden mit Skaleneffekten über alle Marken hinweg davon profitieren.

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.