

Pecora Capital

Quartalsbericht Q3 2017

Wertorientierte Aktienstrategie

22. November 2017

Sehr geehrte Investoren,

im dritten Quartal des Jahres 2017 (Stichtag 30.09.2017) weist Ihr Portfolio eine Rendite nach Kosten von 3.21% aus. Das bringt die jährliche Rendite zum Stichtag 30.09.2017 auf 8.79%. Die Ergebnisse erzielten wir mit einer konservativen Haltung mit 35% aller Gelder in Cash.

Risiken und Chancen aus der Vogelperspektive, Ausblick

Mit unserer wertorientierten Strategie hatten wir ein gutes Quartal. Obwohl der Markt herausfordernd bleibt so weisen unsere Beteiligungen auf absoluter Basis starke Ergebnisse auf. Trotz der guten Zahlen fehlt im Jahr 2017 die Volatilität welche es uns ermöglicht Schnäppchen nachzukaufen um stärker von Fehlpreisungen zu profitieren. Die Kehrseite der Medaille ist es aber gerade in dieser Zeit nicht den Fehler zu begehen und zu viel für einzelne Aktien zu bezahlen.

Ein erheblicher Vorteil öffentlich gehandelter Aktien ist es, dass der Marktpreis eines unterliegenden Unternehmens nichts anderes widerspiegelt als die aggregierte Stimmung aller Marktteilnehmer zu einem jeweiligen Zeitpunkt. Oft ergeben sich dann urplötzlich Möglichkeiten in welchen es zählt Kapital schnell zu bewegen und einzusetzen. Ähnlich wie bei den drei Gelegenheiten im letzten Jahr (Rohstoffkrise, Brexit und U.S. Wahl). Unser Job ist es dann genau in dieser Zeit von den Emotionen der Masse zu profitieren. Buffet sagt „sei vorsichtig wenn andere euphorisch sind und aggressiv wenn andere in Panik verfallen“. Genau im zweiten Teil dieses Prozesses werden sich über die Jahre eine Vielzahl von Chancen ergeben in welchen uns andere Marktteilnehmer Qualitätsaktien zu Ramschpreisen hinterherschmeißen.

Aktuell befinden wir uns aber in der Phase von hohen Marktpreisen in welcher unsere Haltung immer vorsichtiger wird. Wir denken, dass sich die U.S. Märkte auf den höchsten Risikolevels seit der Finanzkrise 2008 befinden und heutige Investoren einen stolzen Preis für die Risiken bezahlen. Anstatt niedrig zu kaufen und hoch zu verkaufen ist es zur Normalität geworden bei Höchstständen zu kaufen um anschließend die Daumen zu drücken. Im mittlerweile acht Jahre andauernden

Bullenmarkt haben die Zentralbanken mit Ihrer Niedrig- und Negativzinspolitik die Preise für Aktien aber insbesondere für Immobilien und Anleihen künstlich aufgeblasen. Zeitgleich blieb das Wachstum der Realwirtschaft auf der Strecke. Leidtragende von diesem Effekt sind vor allem Banken, Versicherungen und Sparer.

Auch dadurch dass unser heutiges Finanzsystem gleich oder mehr gehebelt ist als in 2008 darf es niemanden von uns überraschen wenn die Selbstsicherheit und das Selbstverständnis der hohen Marktpreise in abrupter Form einbrechen könnten. Erschwerend kommt hinzu, dass in diesem Szenario die Mittel der Zentralbanken begrenzt sind. Durch die pausenlose Aktivität der letzten Jahre ist speziell die Effektivität der Fed und der EZB weitestgehend erodiert.

Neben den Warnungen sind wir aber auch vorsichtig optimistisch. Gerne möchte ich mit Ihnen einen Kommentar zu den U.S. Aktienmärkten teilen welchen das Handelsblatt von uns im September diesen Jahres angefragt hatte.

Auszug Handelsblatt, Montag 25.09.2017 in Bezug auf die U.S. Aktienmärkte

“Fundamental und nach konventionellen Methoden betrachtet sind U.S. Aktien zwar teuer, befinden sich aber nicht in einem überhitzten Terrain. Kurzfristig halten wir die Kurse für 10-15% zu hoch und agieren deshalb mit rund 30% in Cash abwartend und vorsichtig. Dies ändert jedoch nichts an unserer Meinung, dass sich U.S. Aktien langfristig prächtig entwickeln werden. Zweifelsohne werden wir zwischenzeitliche Korrekturen sehen, dennoch wird sich der Markt, zwar mit niedrigeren Zuwachsraten als in den letzten 8 Jahren, in holprigem Verlauf nach oben bewegen.

Wir gehen außerdem davon aus, dass wir die niedrigen Zinsniveaus länger vorfinden werden als von den meisten erwartet wird. Gemessen an den Zinsen und verglichen mit den historischen Levels sind US Aktien eher fair bewertet. Steigende Zinsen sind natürlich als Gefahr anzusehen. Um dem Markt jedoch eine nachhaltige Delle zu verpassen müsste der Anstieg allerdings signifikant sein. Zum Vergleich: Wären die Zinsen bei 7 oder 8% dann wäre die heutige Bewertung außergewöhnlich hoch.“

Aus Anlegersicht halten wir das neue Umfeld besonders für die passiven ETF Investoren für problematisch. Gelder bei luftigen Bewertungen weiterhin blind in U.S. Aktien ETFs zu investieren ist zunehmend riskant. Speziell Privatanleger kaufen mit diesen ETFs den Markt und gehen dabei in Unwissenheit eine riskante Wette auf die zukünftigen Gewinne dieser Unternehmen ein. Während wir im U.S. Aktienmarkt bei Einzelunternehmen und verschiedenen Sektoren erhebliche Chancen und Unterbewertungen sehen, so gehen wir davon aus, dass passive ETF Investoren 5 oder 10 Jahre vorausblickend mit geringeren Zuwachsraten und teils starken Gegenwinden rechnen müssen.“

Zyklisches Marktverhalten, Umkehr von Wachstumsaktien hin zu Substanzwerten

Seit der Rezession in 2008 erzielen Wachstumsaktien höhere Renditen als Substanzwerte. Während diese Dynamik weiterhin Bestand hat, so haben wir keine Klarheit darüber wie lange sie anhält. Dennoch gehen wir davon aus, dass dieses Marktverhalten zyklisch ist und sich in absehbarer Zeit zu Gunsten von Substanzwerten drehen wird. Solange dies jedoch nicht erfolgt und Wachstums- und Technologieaktien weiter Richtung Norden wandern, so können wir nur staunend und mit

Vorsicht die höhere Diskrepanz der Bewertungen beobachten. Die maßgebenden Indikatoren für diese Beobachtung sind sicherlich das Kurs-Gewinn-Verhältnis und das Preis-Buchwert-Verhältnis.

Während der Schnitt unseres Portfolios zu einem KGV von rund 12 und Nahe des Buchwerts datiert, so bewegen sich Wachstums- und so auch Technologieaktien auf einem luftigen Terrain mit einem KGV von über 30 und einem Vielfachen des Buchwerts. Sobald jedoch der Wind dreht und auch zyklische Umstände das Wachstum verringern, so stehen die Letzteren auf verlorenem Posten. Dann wird sich auch der Markt daran erinnern wie der Wert einer Aktie berechnet wird. Eine Korrektur hin zu „gesunden Levels“ sollte für uns dann weniger eine Überraschung sondern vielmehr eine Chance sein.

Wenig korreliert, klare Katalysatoren und Cash

Wie also verhalten wir uns in einem Umfeld in welchem sich Aktien auf Allzeithochs befinden und der Stärke eines Bullenmarktes eine Abschwächung oder eine Trend Umkehr hin zu Substanzwerten aufzeigt? Die zentrale Herausforderung wird es sein die Korrelation mit dem Allgemeinmarkt weiter zu verringern und gleichzeitig die unkorrelierten Positionen auszubauen. Das heißt, wir werden verstärkt in Unternehmen investieren deren unterliegende Geschäftsmodelle nichts mit dem allgemeinen Aktienmarkt zu tun haben. Nur das bringt Schutz und Sicherheit. Unternehmen wie beispielsweise Novo Nordisk oder Cheniere Energy sind Allwetterfest und werden ihre starke nachhaltige Ertragskraft in guten wie in schlechten Zeiten ausspielen. Da wir den Markt und die Masse nicht kontrollieren können, so ist es nicht auszuschließen dass auch diese Aktien während Marktbörsen vorübergehend in Mitleidenschaft gezogen werden. Dies kann und muss uns in diesem Szenario jedoch egal sein, solange die Quartalsergebnisse dieser Unternehmen die gewohnt starken Ergebnisse aufweisen.

Neben der Suche nach Unternehmen die in jeder Wetterlage florieren, fokussieren wir uns mehr und mehr auf Möglichkeiten mit klaren Katalysatoren. Diese Katalysatoren können ganz unterschiedlicher Natur und Ausprägung sein. Normalerweise präferieren wir Unternehmen mit exzellenten Bilanzen und wenig Schulden. Jedoch sind die Chancen und auch Renditen höher, sofern wir Schnäppchen finden welche sich in einer schwierigen oder angespannten Situation befinden.

Beispielsweise trägt Cheniere Energy neben Vermögenswerten von \$28 Mrd. eine Schuldenlast von \$24.96 Mrd. in der Bilanz. Wie oft beschrieben und wie sie wissen besitzt Cheniere Energy 20 jährige Abnahmeverträge für den Verkauf von LNG und wird über diesen Zeitraum nach vollständigem Aufbau der teuren Verflüssigungsanlagen erhebliche Cashflows und Gewinne generieren. Sofern der Aufbau weiter im Budget und Zeitrahmen gelingt, so ist es keine Frage sondern eine kalkulierbare Sicherheit, dass der heutige Aktienpreis niedrig ist. Dennoch mag der Markt und auch die Ratingagenturen nicht, dass Cheniere Energy eine solch hohe Schuldenlast vor sich herschiebt. Das Verhältnis von Assets zu Schulden beträgt stolze 92.54% und die Frage ist berechtigt. Kann Cheniere Energy diese Schuldenlast bedienen und die Verpflichtungen zurückzahlen? Unsere Antwort und auch der Katalysator ist ein klares ja!

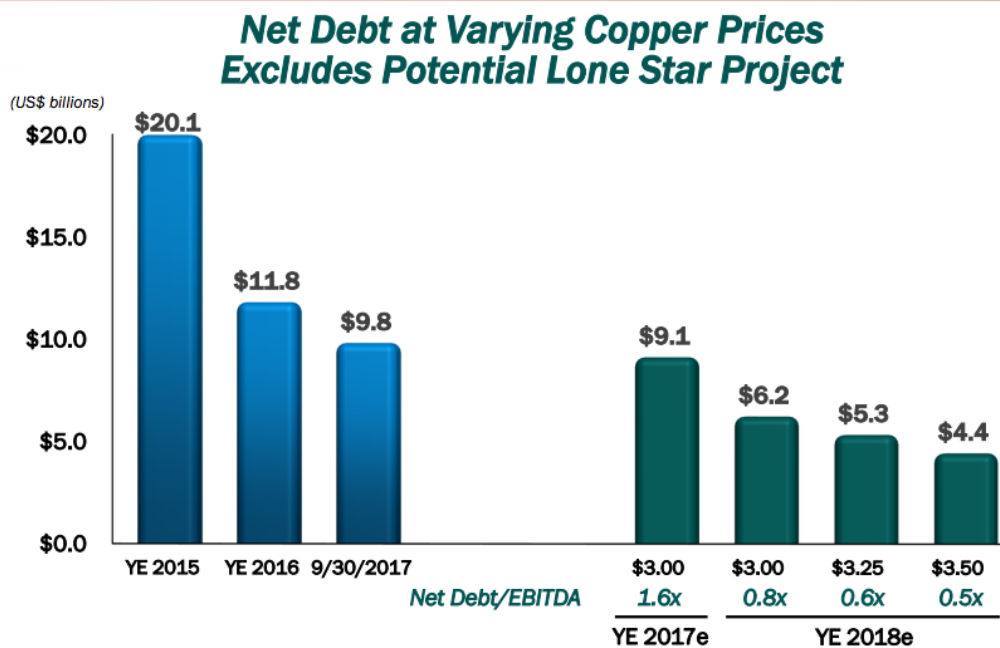
Wenn alle Verflüssigungsanlagen laufen, Cashflow generiert wird und die Verbindlichkeiten zurückbezahlt werden, so werden die Schuldenlast und die Zinsverpflichtungen sinken während sich

die Ratings verbessern. Dann wenn das Bild für den normalen Investor klar ist, kann dieser die gleiche Aktie mit weniger Risiko aber zu einem deutlich höheren Preis erwerben. Die Energiewerte illustrieren beispielhaft wie unsere strategisch konträren Strategien (Kauf in der Krise und während Panik) bei in Ungnade gefallen Unternehmen / Sektoren zu überdurchschnittliche Renditen führen. Sobald sich die Katalysatoren durchsetzen und die Unsicherheit schwindet springen alle auf den Zug auf. Unsere Aufgabe ist es uns zuvor entsprechend zu positionieren um von den erheblichen Chancen dieser Dynamik zu profitieren. Ähnlich wie in diesem Beispiel haben einen Großteil unserer Positionen klare Katalysatoren, welche aus unserer Sicht zu einer erheblichen Wertrealisierung führen werden.

Um hier kein falsches Bild zu vermitteln müssen wir an dieser Stelle anführen, dass der Großteil unserer Unternehmen enorm starke Bilanzen, kaum Schulden, starke nachhaltige Ergebnisse und einen fairen Preis aufweisen. Damit gemeint sind Positionen wie Wells Fargo, U.S. Bancorp, Volkswagen, Daimler, Novo Nordisk (komplett schuldenfrei und 35% Nachsteueremarge) und andere. Dennoch ist es erstaunlich wie signifikant sich die Bilanzen von unseren drei Energiepositionen gegenüber der Rohstoffkrise Anfang 2016 erholt haben. Royal Dutch Shell, Freeport McMoran und Cheniere Energy haben bemerkenswertes geleistet und die operativen Cashflows von Quartal zu Quartal gesteigert und lang- sowie kurzfristige Schulden in beeindruckendem Tempo generisch reduziert. Freeport McMoran ist nach dem Wandel eine völlig andere Firma als noch Ende 2015. Vom Markt noch nicht erkannt stimmt uns dieser Fortschritt und Ausblick extrem positiv.

Freeport McMoran, Nettoverschuldung 31.12.2015 – 30.9.2017 und im weiteren Zeitverlauf bei variierenden Kupferpreisen, Quelle: Freeport McMoran Quarterly Report Q3 2017

Strong Execution of Deleveraging Plan



Zusammenfassend sind Investments in a) unkorrelierte Geschäftsmodelle, b) preiswerte Schnäppchen mit Katalysatoren und c) Cash die einzig richtige Antwort um sich im aktuellen Umfeld fortzubewegen. Dabei bleiben wir unserer Strategie treu und kaufen nur sofern die stringentesten Anforderungen einer Unterbewertung erfüllt sind.

Portfolio und Unternehmen

Um wie oben angeführt weniger Korrelation zum Allgemeinmarkt aufzuweisen und für den Fall eines Rücksetzers haben wir American Express und Berkshire Hathaway verkauft. Beide datierten zum Zeitpunkt des Verkaufs am höchsten Stand der letzten acht Jahre gemessen am KGV und Preis-Buchwert-Verhältnis. Beide haben uns eine solide Rendite beschert. American Express rentierte 56,2% und Berkshire Hathaway 34,4%. Beide Verkäufe haben gemeinsam, dass beide Aktien ein hohes Maß an Korrelation mit dem amerikanischen Markt aufweisen. American Express wurde überwiegend aus Preisgründen verkauft und wird von uns nach und nach durch das aus unserer Sicht deutlich günstigere Synchrony Financial ersetzt. Berkshire ist ein zwischenzeitlicher Verkauf in welchem wir uns sicher wieder positionieren werden. Wie sie vielleicht wissen schiebt Buffett einen Cash Berg von \$109 Mrd. vor sich her und darf eine erhebliche Anzahl von Berkshire Aktien ab einem Preis-Buchwert-Verhältnis von 1,2 zurückkaufen. Bei ständig steigendem Buchwert von Berkshire ist das eine wichtige Absicherung nach unten.

Deutscher Automobilsektor

Extrem positiv und mit leichter Genugtuung haben wir die Entwicklung von Volkswagen und Daimler zur Kenntnis genommen. Damals noch im Kreuzfeuer der Presse haben wir im letzten Bericht (vor drei Monaten), sowie vor einem Jahr auf die extremen Fehlpreisungen (teils 30% unter Buchwert) hingewiesen und dargestellt, dass der intrinsische Wert von Volkswagen erheblich höher liegt. Während wir unsere Positionen in Volkswagen leicht erhöht haben ist uns ein seltenes Kunststück gelungen. Durchaus erwähnenswert haben wir Aktien zu 125,35 Euro nachgekauft und Volkswagen zu unserer größten Position gemacht. Unser Nachkaufpreis von 125,35 Euro ist auf den Cent genau der niedrigste Stand auf welchem sich die Volkswagen Aktie im Jahr 2017 befand. Das bedeutet, dass unsere Kunden weltweit die einzigen Marktteilnehmer sind die Volkswagen Aktien zum niedrigsten Preis/Kursstand des Jahres 2017 gekauft haben. Ich finde das hört sich gut an und es lohnt sich zu erwähnen, da sich eine solche Punktlandung wohl nicht wiederholen dürfte. Folglich setzt sich unser gutes Timing fort und die VW Aktien (Stand 21.11.2017) legten seit dem Zukauf 35% und seit unserem Einstieg Anfang 2016 um 53,90% zu.

Bayer (BAYN)

Bayer, traditionell ein Chemie- und Pharmakonzern, befindet sich mitten in der Transformation hin zu einem Life Science Konglomerat. Wegen der bevorstehenden Übernahme von Monsanto (erwarteter Abschluss vor Jahresende 2017) und regulatorischen Forderungen hat Bayer ihre Anteile an Covestro veräußert. Was bleibt ist ein Life Science Geschäft mit extrem hohen Eintrittsbarrieren und einer exzellenten Wettbewerbsposition. Das Geschäft ist zukünftig auf vier Bereiche aufgeteilt: Pharma, Crop Science, Consumer Health und Animal Health. Seit der Ankündigung der Monsanto Übernahme wurde die Bayer Aktie abgestraft und seither hat der Markt keinen Konsens gefunden um das Wertpapier zu preisen.

Bayer & Monsanto, Prognose als alleinstehende Firmen und Post Übernahme Synergien 2018-2021, Quelle: Greenlight Capital, Robin Hood Investor Conference Präsentation

Revenue (€ billions)	2018	2019	2020	2021	CAGR
Bayer	38.6	40.3	41.8	43.2	
Monsanto	14.3	15.4	16.4	17.4	
Total Revenue	52.9	55.6	58.1	60.6	4.6%
EBITDA (€ billions)					
Bayer	10.7	11.3	11.9	12.5	
Monsanto	4.8	5.5	6.1	6.8	
Synergies	0.6	0.8	1.1	1.4	
Total EBITDA	16.1	17.7	19.1	20.7	8.7%
Net Income (€ billions)	9.4	10.7	11.9	13.1	11.9%
P/E	9.7x	8.5x	7.7x	6.9x	

Obwohl sich der Bayer Vorstand zuversichtlich zeigte so ist es keineswegs gewiss, dass die Monsanto Übernahme glückt. Vor allem kommt es darauf an ob die amerikanischen und europäischen Regulierungsbehörden der Übernahme zustimmen. Wir haben keinen Zweifel, dass wir als Investoren mit beiden Alternativen profitieren werden. Jedoch sei angemerkt, dass wir die Übernahme, besonders nach den Veräußerungen, dem erheblichen Aufwand und wegen den bevorstehenden Synergien bevorzugen.

Der Ausblick für Bayer ist gut. Die Kernprodukte im Pharmabereich befinden sich im Wachstumsmodus und es gibt über die nächsten Jahre keinen Ablauf nennenswerter Patente. Auch das Konsumentengeschäft wächst moderat und bietet mit Marken wie Claritin und Aleve gute Margen. Bayer datiert aktuell als alleinstehender Konzern bei dem 15-fachen der erwarteten Gewinne für 2017, was ein erheblicher Abschlag gegenüber der Bewertung von Wettbewerbern ist. Vergleichbare Geschäftszweige datieren deutlich höher. Zum Vergleich datieren Wettbewerber gleicher Geschäftszweige bei: Pharma (16-fach), Crop Science (20-fach), Consumer Health (22-fach) und Animal Health (21-fach). Basierend auf diesen Zahlen und dadurch, dass sich die Erwartungen für die Pharma Ergebnisse verbessert haben ist der heutige Preis von Bayer günstig.

Obwohl der Monsanto Übernahmepreis von \$128 pro Aktie, dem 28-fachen der Nettoergebnisse (ttm) auf dem ersten Blick nicht günstig erscheint, so ändert sich dies bei einer genaueren Betrachtung. Bayer erwartet bereits im dritten Jahr nach der Fusion \$1.2 Mrd. an Kosteneinsparungen. Weitere \$300 Millionen werden durch Produktabsatz in neuen Märkten erwartet. Die Forschungs- und Entwicklungsausgaben mit einbezogen sollten sich die Synergien im dritten Jahr nach der Übernahme auf stattliche \$1.5 Mrd. belaufen. Das wäre eine erhebliche Generierung von Shareholder Value. Wenn man diese \$1.5 Mrd. zur Rechnung hinzufügt, dann sinkt das KGV auf das 12-fache gemessen an den Ergebnissen des Jahres 2018.

In kombinierter Form sind die Geschäftsfelder / Umsatzzweige folgendermaßen aufgeteilt: 48% Landwirtschaft, 36% Pharma, 13% Consumer Health und 3% Animal Health. Wie beschrieben

datieren diese Geschäftszweige beim 16 - bis 22-fachen während wir die Bayer Aktie zu einem Forward KGV von rund 12 kaufen können (sofern die Übernahme abgeschlossen ist).

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.