

Pecora Capital

Quartalsbericht Q4 2017

Wertorientierte Aktienstrategie

21. Februar 2018

Sehr geehrte Investoren,

im vierten Quartal des Jahres 2017 (Stichtag 31.12.2017) weist unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von 7.82% aus. Das bringt die jährliche Rendite für das Jahr 2017 auf 17.30%.

Wenn wir versuchen mit einem konzentrierten Portfolio den Markt zu schlagen, so müssen wir Unternehmen abseits der ausgetretenen Pfade suchen und Ideen verfolgen welche nicht dem Konsens entsprechen. Um auch nur kurzzeitig das oberste Dezil zu erreichen, so muss sich unser Portfolio erheblich vom Markt und den „gewöhnlichen Investoren“ unterscheiden. Mit unserer Vorgehensweise gilt es als Spezialist und nicht als Generalist zu agieren. Daher werden wir in absehbarer Zeit rund 25%-35% unserer Assets in Unternehmen investieren die aus unserer Sicht vom Markt missverstanden werden oder erheblich unterbewertet sind. Unser Portfolio kann weitgehend vom Konsens abweichen, da es für uns möglich ist Firmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als €500M zu kaufen. In der Regel sind diese Firmen nicht in einem Index enthalten und werden somit meist auch nicht von passiven Indexfonds (ETFs) gekauft. Auch standardisierte Vermögenverwaltungen sind vielmehr damit beschäftigt den Markt zu kopieren und haben meist gar nicht erst die Fähigkeiten solche Firmen zu identifizieren. Während diese Verwalter sowie große Fonds diese Möglichkeiten übersehen / verpassen, so sollten wir auf diese Investments überdurchschnittliche Renditen einfahren. Für manche Werte werden die Gewinne unmittelbar eintreten und bei manch anderen wird es Jahre dauern bis sich die Aktien dem echten unterliegenden Wert annähern. Auf manche Positionen werden wir auch Verluste einfahren. Wenn die Strategie allerdings richtig ausgeführt wird, so werden unsere Gewinne die Verluste signifikant übersteigen, weil wir an einer Reihe von asymmetrischen Möglichkeiten partizipieren bei welchen die Wahrscheinlichkeiten positiv zu unserem Vorteil gezogen sind.

Wieso implementieren und erweitern wir unsere Strategie?

Zuerst gilt es festzustellen, dass ein replizierbarer Investmentprozess nicht statisch ist. Jedes Jahr versuchen wir neue Elemente und Verbesserungen einzubinden, welche es uns ermöglichen aus

verpassten Chancen und vergangenen Fehlern zu lernen und uns gleichzeitig an neue Marktgegebenheiten anzupassen. Branchen und Sektoren die in den letzten zehn Jahren außer Mode waren müssen nicht zwangsweise auch in den nächsten zehn Jahren außer Mode sein. Ungeachtet anderer Faktoren fühlen wir uns bei günstigen Schnäppchen und fundamental starken Firmen immer am wohlsten. Der Preis ist und bleibt der entscheidende Faktor. Während unsere heutigen Investments immer noch die gleichen Charakteristika teilen wie vor ein paar Jahren, so hat sich jedoch unser Prozess im Portfolio Management und bei der Generierung von Ideen erheblich entwickelt. Da schlussendlich unsere Prozesse von einer Kultur der Transparenz, Zusammenarbeit, Ehrlichkeit und Engagement bestimmt werden, so sind wir optimistisch, dass wir durch diese Prinzipien und weitere fortwährende Verbesserungen auch zukünftig erfolgreiche Ergebnisse einfahren werden.

Makro Rückblick und Ausblick

Starkes globales Wachstum und eine laue Inflation schafften ein gutes Umfeld für Aktieninvestments in 2017. Das globale Wachstum wurde verstärkt von günstigen wirtschaftlichen Bedingungen überwiegend getrieben von a) der Fed Entscheidung die Zinsen nicht wie erwartet anzuheben und b) vom fiskalen Stimulus in China. Die große Überraschung von 2017 war die Umkehr der Inflationskurve nach oben. Anders als erwartet hat der US Dollar abgewertet während sich U.S. Aktien vor allem in risikogewichteten Parametern gut gegenüber den weltweiten Indizes entwickelt haben.

Für 2018 stellt sich die entscheidende Frage ob das gute Umfeld bestehen bleibt. Während wir es für unrealistisch halten, dass sich das Wachstum weiter beschleunigt, so denken wir, dass die fiskalen Anreize und vorteilhaften ökonomischen Bedingungen dazu beitragen werden das Wachstum auf den aktuellen Levels zu erhalten. Die Inflation wird erwartungsgemäß nur moderat ansteigen und wird sich wohl bei oder leicht unter den Zielen der Zentralbanken einpendeln.

Während wir weiterhin optimistisch über den Verlauf der Wirtschaft und der Märkte sind, so haben wir unsere Positionierung im Bewusstsein von Risiken sorgfältig gewählt. Obwohl wir uns aktuell nicht um eine Rezession sorgen so achten wir vor allem auf die folgenden vier Punkte:

- 1) Die ungewöhnlich günstigen Bedingungen von anziehendem Wachstum und lauer Inflation wird sich wohl nicht wiederholen. Historisch gesehen ist die beste Zeit für die Märkte wenn sich das Wachstum beschleunigt. Da sich das Wachstum bereits auf Höchstständen befindet so halten wir eine weitere Beschleunigung für unwahrscheinlich. Das bedeutet, dass die Durchschnittsrenditen niedriger sein werden und die Volatilität ansteigt.
- 2) Während wir davon ausgehen, dass die Inflation schrittweise ansteigt, so ist es alles andere als einfach vorherzusagen wie der Markt auf eine höher als ursprünglich angenommene Inflation reagiert. Die niedrige Inflation war eine kritische Unterstützung der Märkte. Wie wir Anfang Februar sehen konnten, so haben alleinig kursierende Gerüchte über eine höhere Inflation zu signifikanten Marktstürzen geführt.
- 3) Das starke Gewinnwachstum stützte den Markt und das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis. Sowohl relativ als auch absolut gesehen befindet sich das Gewinnwachstum auf

einem Höchststand. Eine Normalisierung könnte vor allem gegenüber dem ruhigen 2017 zu einer höheren Volatilität führen.

- 4) Die Gefahren einer Rezession in den nächsten ein bis zwei Jahren halten wir wegen den günstigen wirtschaftlichen Bedingungen, dem Wachstum, den jüngsten Steuerkürzungen in den USA, den Fiskalausgaben und wegen der niedrigen U.S. Funds Rate für niedrig. Dennoch kann eine Rezession durch ein unvorhergesehenes Ereignis ausgelöst werden. Dies wäre für die meisten Investoren eine Überraschung und würde zu erheblichen Kursverlusten führen. Genau deshalb ist es essentiell, dass wir unsere Positionierung in der USA und in Europa gezielt hedgen / absichern können.

Portfolio Update, Top 3 Positionen

Volkswagen (VOW3) – Trotz einer signifikanten Rally des Aktienpreises in 2017 denken wir, dass es noch Raum für Wertgenerierung bei Volkswagen gibt. In 2018 ist es wahrscheinlich, dass die Firma Rekordergebnisse einführt, Margen der Kernmarke verbessert und weitere Teile des Diesel-Abgasskandals hinter sich bringt. Zusätzlich sollten wir eine operative Hebelwirkung sehen, da sich die Gewinnzahlen der Firma nach jahrelangen Maßnahmen kontinuierlich verbessern. Der Buchwert ist auf €210 angestiegen, wodurch die Aktien bei einem Preis von €166 zu rund 20% unter dem Buchwert datieren. Obwohl VW erst in den nächsten Tagen die Quartalszahlen für Q4 vorlegt, so hat der Vorstandsvorsitzende Matthias Müller bereits angedeutet, dass die Zahlen beeindruckend werden. Um Sondereinflüsse des Dieselskandals bereinigt erwarten wir einen Gewinn pro Aktie von €25.46. Damit würde die Aktie bei heutigen Preisen zu einem KGV von 6.48, einem Preis/Buchwert von 0.79 und damit verglichen zu anderen Herstellern zu einem erheblichen Abschlag datieren. Wir erwarten für 2018 weitere positive Nachrichten. Im Januar wurde bekannt, dass VW im Jahr 2017 10.74 Millionen Fahrzeuge verkauft hat. Das entspricht einem Plus von 4.3% gegenüber dem Vorjahr. Auch der Januar 2018 verdeutlicht, dass sich der aktuelle Trend verstärkt. Mit Auslieferungen von 898,700 Fahrzeugen im Januar ist VW noch nie besser in ein neues Jahr gestartet. Zusätzlich hat sich die Firma ambitionierte Ziele gesetzt. Bis 2020 soll sowohl der Umsatz als auch der Nachsteuergewinn um 25% ansteigen und der jährliche Netto Cash Flow > €10 Mrd. sein. Durch die weitere Aufarbeitung/Finalisierung des Dieselskandals, durch verbesserte operative Margen bei der Kernmarke (von 2.5% auf 6%) und durch einen verstärkten Produktmix hin zu SUVs erwarten wir weitere Rückenwinde. Im Hinterkopf behalten wir dennoch die negativen Attribute der Automobilindustrie wie die hohe Kapitalintensität, Zyklizität, hohe Fixkosten, niedrige Renditen auf die Assets und die Produkt Obsoleszenz. Wegen der mittelfristig positiven Aussichten und der niedrigen Bewertungen bleibt VW unsere größte Position wengleich wir hier nicht planen Anteilseigner auf Lebenszeit zu sein.

Wells Fargo (WFC) – Die These hier ist unverändert. Der U.S. Bankensektor ist und bleibt verglichen zu anderen Sektoren günstig und Wells Fargo eine Geldmaschine welche von höheren Zinslevels, Wachstum, Deregulierung und Steuererleichterungen profitieren wird. Für das Jahr 2017 hat Wells Fargo Gewinne von \$4.10 pro Aktie, einen Return on Assets (ROA) von 1.15% und einen Return on Equity (ROE) von 11.35% veröffentlicht. Obwohl die FED im Zuge des 2016 aufgedeckten Kontenskandals entschied, dass Wells Fargo Ihre Bilanzsumme nicht weiter als zu Jahresende 2017 steigern darf, so wird dies mittelfristig, aufgrund von Bilanzflexibilität und ohnehin stagnierenden Kreditwachstum keine Rolle spielen. Eine Wachstumssperre entspricht nicht

Amerika und sollte bei verbesserten internen Kontrollen und verbesserter Governance in absehbarer Zeit wieder aufgehoben werden. Höhere Zinslevels, Deregulierung, \$4 Mrd. Kosteneinsparungen in den nächsten beiden Jahren und vor allem die niedrigen Unternehmenssteuern werden sich positiv auf die Gewinne auswirken. Wells Fargo erwartet für 2018 eine effektive Steuerrate von 19%. Konservativ veranschlagt werden die Wells Fargo Gewinne mit der Wachstumssperre und ohne Gewinnwachstum von \$22.2 Mrd. auf rund \$26 Mrd. ansteigen. Mit der Deregulierung, Kosteneinsparungen, Kreditwachstum und höhere Zinslevels einberechnet ist es eher wahrscheinlich, dass der Wert höher ausfällt. Nach dem Verkaufsdruck Anfang Februar hat uns der Markt die Aktie zu dem 9.9 fachen der erwarteten Gewinne von 2018 angeboten. Folglich haben wir unsere Position erhöht und planen auf längere Frist an den positiven Trends zu partizipieren.

Cheniere Energy (LNG) – Von Cheniere gibt es ausschließlich Gutes zu berichten. Die Aktie befindet sich nach der Fertigstellung von Train 1-4 unaufhaltsam im Aufwärtstrend. Cheniere hat erst heute spektakuläre Quartalsergebnisse vorgelegt und den weiteren Jahresausblick angehoben. Vier Verflüssigungsanlagen laufen auf Vollbetrieb und wurden im Budget und vor dem Zeitplan in Dienst gestellt. Im Terminal Sabine Pass sind nun vier von fünf Anlagen in Betrieb. Insgesamt befinden sich drei weitere Anlagen (eine Anlage bei Sabine Pass in Louisiana und zwei bei Corpus Christi in Texas) in Bau und werden in der ersten Hälfte 2019 fertiggestellt. Folglich werden sich die Quartalszahlen im restlichen Jahr auf eine konstante Basis einpendeln. Rufen wir uns in Erinnerung, dass bereits 87% der Kapazität von den Anlagen 1-7 mit langfristigen 20 jährigen Fixverträgen verkauft sind. Diese festen Fixverträge geben enorme Planungssicherheit und sind aus unserer Sicht der Grundstein für weiteres Wachstum.

Erst in den letzten Monaten hat die österreichische OMV, der Genfer Rohstoffhändler Trafigura und China National Petroleum weitere langfristige Verträge mit Cheniere unterzeichnet. Diese weiteren über Jahrzehnte gesicherten Cash Flows könnten die Basis für eine weitere Expansion sein. Insgesamt sind vier Anlagen in Betrieb, drei weitere befinden sich in Bau und nochmals zwei weitere sind genehmigt. Zusätzlich dazu wurde neben den Terminals Sabine Pass und Corpus Christi bereits Land für einen weiteren Ausbau erworben. Basierend auf den vielversprechenden Zahlen und durch die Abnehmerverträge garantierten Cash Flows hat das Management bereits angekündigt, dass es einen Mittelweg zwischen Schuldenreduzierung und weiterem Ausbau finden wird. Sicherlich werden auch Carl Icahn und Seth Klarman, die beiden größten Investoren von Cheniere, ein genaues Auge darauf werfen.

Neben den Fixverträgen und der zügigen Umsetzung sollten uns die Überkapazitäten (durch die früher als geplante Fertigstellung) optimistisch stimmen. Dieser Winter gab einen Vorgeschmack welchen Bedarf LNG hungrige Länder wie Japan, China oder Südkorea in den kalten Monaten haben. Inklusive dem Ausgangsmaterial, den Pipelinegebühren, der Verflüssigung, der Verschiffung und aller sonstigen Gebühren kostet eine Pazifiklieferung für das von Cheniere produzierte LNG rund \$5.67 p. mmBtu. Lieferungen in nähere Destinationen sind günstiger und kosten rund \$1 p. mmBtu weniger. Der Importpreis für Japan betrug zwischen Mai 2017 und Januar 2018 rund \$8.15 p. mmBtu. Diese Marge von > \$2.50 pro mmBtu bleibt komplett bei Cheniere hängen und ist reiner Gewinn. Beachten Sie aber, dass dieses Margengeschäft nur den Spotmarkt (also rund 13% der Kapazität) betrifft, während die restlichen 87% der Kapazitäten zu \$3 pro mmBtu plus 115% des Henry Hub Preises verkauft werden.

Insgesamt wird Cheniere in 2021 zwischen \$3.8 Mrd. bis \$4.1 Mrd. adjusted EBITDA generieren. Die heute veröffentlichten Zahlen für das volle Jahr 2017 (adjusted EBITDA von \$1.8 Mrd.) stimmen uns optimistisch, dass die Ziele wie geplant erreicht werden. Weiteren Anschub sollte die Aktie erhalten sobald das Management damit beginnt den hohen Schuldenberg kontinuierlich zurückzuzahlen. Daher wäre es wünschenswert wenn der überschüssige Cash Flow zur Schuldenreduzierung und zum Wachstum aber nicht für eine Dividende verwendet wird.

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.