

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q2 2019

Wertorientierte Aktienstrategie

22. August 2019

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	SYNCHRONY FIN. (SYF)	9,7 %
2.	WELLS FARGO (WFC)	9,7 %
3.	CHENIERE ENERGY (LNG)	8,9 %
4.	VOLKSWAGEN (VOW3)	8,4 %
5.	NOVO NORDISK (NOVC)	7,4 %
6.	BAYER (BAYN)	7,2 %
7.	IMPERIAL BRANDS (IMB)	7,2 %
8.	WPP (WPP)	7,0 %
9.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	5,6 %
10.	J.P. MORGAN CHASE (JPM)	4,2 %
Summe		75,4%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.06.2019

Portfolio Veränderungen

Kauf	CAL-MAINE FOODS (CALM)
Nachkauf	IMPERIAL BRANDS (IMB)
Nachkauf	WELLS FARGO (WFC)
Nachkauf	FREEPORT (FCX)
Nachkauf	BAYER (BAYN)
Verkauf	GAZPROM (GAZ)

Nennenswerte Ereignisse

Cashbestand bei 7%
U.S. Banken datieren am günstigsten Stand der letzten 30 Jahre
Zukauf von Familienunternehmen
Deutsche Industrieaktien handeln zu Rezessionspreisen

Sehr geehrte Mitinvestoren,

im zweiten Quartal des Jahres 2019 (Stichtag 30.06.2019) erwirtschaftete unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von 0,6%. Die Rendite für das Jahr 2019 liegt damit nach dem zweiten Quartal bei rund 12,7%.

Bedeutung der inversen US-Zinsstrukturkurve

Letzte Woche wurden Investoren durch eine inverse US-Zinsstrukturkurve verängstigt. Dieses Phänomen wird häufig als Warnsignal für eine bevorstehende Rezession gedeutet und stellt sich ein, wenn die Zinsen für kurzfristige Staatsanleihen höher liegen als die Zinsen für längerfristige Anleihen. Das bedeutet, dass sich Anleger um naheliegende Ereignisse sorgen und deshalb ihr Kapital in sichereren langfristigen Vermögenswerten platzieren. In einer gesunden Wirtschaft verlangen Inhaber von langfristigen Schuldverschreibungen typischerweise eine höhere Entlohnung als für kurze Schuldverschreibungen, da sie Ihr Kapital länger binden und sie für das damit höhere einhergehende Risiko stärker kompensiert werden möchten.

In Sorge um den amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt und andere geopolitische Themen, fiel die Rendite der 10-jährigen U.S. Staatsanleihe kurzfristig unter die Rendite der 2-jährigen U.S. Staatsanleihe. Andere Teile der Zinsstrukturkurve sind bereits seit Monaten invers. Zum Beispiel rentiert die dreimonatige U.S. Staatsanleihe bereits seit Ende Mai höher als die 10-jährige. Diese Thematik ist deshalb wichtig, weil inverse Zinsstrukturkurven seit 1955 vor jeder U.S. Rezession ein Indikator für einen Abschwung waren. Dabei gibt es keine Regel ohne Ausnahme, so lag Mitte der 1960er-Jahre ebenfalls eine inverse Zinsstrukturkurve vor, allerdings folgte keine Rezession.

Auch heute sprechen einige Argumente dafür, dass die Dinge anders gelagert sind. Ein Grund für die niedrigen Renditen der 10-jährigen U.S. Anleihe sind die umfassenden Anleihenkäufe der amerikanischen Zentralbank (FED), aber auch die besonders niedrigen Renditen der Japanischen- und Deutschen 10-Jahres-Anleihe infolge der expansiven europäischen bzw. japanischen Zentralbankpolitik. Folglich wäre es plausibel, dass die niedrige Rendite der 10-jährigen Anleihe dazu führt, dass die Wahrscheinlichkeit möglicher Zinssenkungen übertrieben wird und damit das Rezessionsrisiko höher aussieht als es wirklich ist.

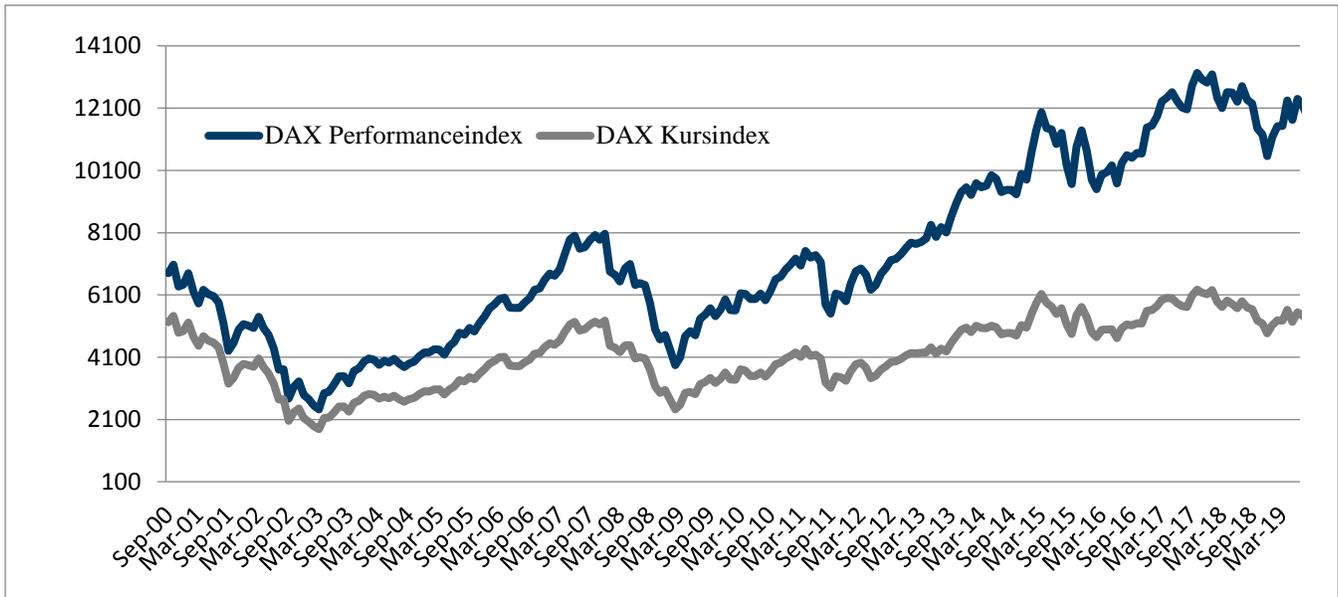
Deutsche Industrieaktien datieren bereits zu Rezessionspreisen

Unabhängig davon versucht jeder Marktteilnehmer eine Rezession vorherzusagen und sich davor abzusichern. Wie die Vergangenheit zeigt, ist dies jedoch ein schwieriges Unterfangen. Interessant finden wir bei Pecora, dass es nicht notwendig ist die Rezession vorherzusagen, da viele Unternehmen bereits zu Preisen datieren, welche wir sonst nur in Rezessionen vorfanden. So datieren beispielsweise die Automobilhersteller, die Automobilzulieferer, die zyklische Chemiebranche und die deutsche Maschinenbauindustrie auf dem Preisniveau der Finanzkrise in 2008. Dies scheint in Anbetracht von Rekordmeldungen der U.S. Börsen erstaunlich. Jedoch zeigen die schwerfälligen, industrielastigen europäischen Börsen ein anderes Bild.

Wieso auf Rezession warten, wenn einzelne Aktien längst in der Rezession sind?

Der DAX ist ein Performance Index, welcher Dividenden in die Indexkalkulation mit einbezieht. Bei der Betrachtung des DAX Kursindex (Dividenden nicht mit eingerechnet) zeigt sich kaum eine Bewegung in den letzten 5 Jahren. Der Index befindet sich auf demselben Niveau wie Ende 2013 oder sogar 1999.

Abb. 1: Vergleich DAX Kursindex (blau) gegenüber dem DAX Performanceindex (schwarz)



In unserem letzten Quartalsbericht Q1 2019 haben wir den Trend klar dargestellt. Aktien aus dem teuersten Dezil steigen immer weiter und sind der Grund für individuelle Überbewertungen, sowie die Rekordstände der U.S. Börsen. Dieser Trend ist jedoch nicht nachhaltig und wir erwarten für diesen Sektor eine Rückkehr zum Mittelwert. Dagegen ergeben die günstigen Kursstände in gewissen Branchen und Regionen attraktive Kaufgelegenheiten für uns Value Investoren.

Zukauf von Familienunternehmen – Portfoliokomposition – Positive Nettofinanzposition

Wie mehrfach angekündigt haben wir unser Portfolio mit dem Zukauf zweier Familienunternehmen verstärkt. Dabei handelt es sich um hoch qualitative Unternehmen mit eigenkapitalstarken Bilanzen, Familien als Ankerinvestoren, geschützten Geschäftsmodellen und einem langfristigen Nachweis von überdurchschnittlicher Buchwertsteigerung. Eines der beiden Unternehmen ist Cal-Maine Foods Inc., der größte amerikanische Eierproduzent. Das zweite angesprochene Investment veröffentlichen wir in unserem nächsten Quartalsbericht.

Unsere vorgegebene Strategie setzen wir damit weiter konsequent um. Unser Augenmerk liegt dabei auf robusten Unternehmen mit unkorrelierten Geschäftsmodellen. Dahingehend haben wir Positionen in zyklischen Sektoren reduziert und mäßig korrelierte Aktien im Insulin-, LNG-, Tabak-, Eier- und Pharmamarkt zugekauft. Zum Ende des 2. Quartals hielten wir nur noch rund 7% in Cash.

Ein besonderes Augenmerk bei unseren neuen Investments lag dabei auf den Bilanzen. So weisen die zuletzt zugekauften Unternehmen eine positive Nettofinanzposition aus. Die Geld- und Sichteinlagenre-

serven der Aktivseite übersteigen folglich die Finanzierungsverbindlichkeiten gegenüber Banken der Passivseite. Solche konservativen Finanzierungsstrukturen bilden einen zusätzlichen Sicherheitspuffer in wirtschaftlich schwierigen Zeiten und zeichnen insbesondere inhabergeführte Unternehmen aus.

Neue Position – Cal-Maine Foods Inc. (CALM)

Im 2. Quartal investierten wir in Cal-Maine Foods, Inc. (NYSE: CALM), den größten Eierproduzenten und Eiervermarkter Amerikas bei einer historisch günstigen Bewertung von 1,9 Kurs zu Buchwert, sowie einer schuldenfreien Bilanz. Mit einem jährlichen Umsatz von rund \$1,5 Mrd. besitzt CALM einen Marktanteil von rund 20% des Eierumsatzes in den USA. Als Familienunternehmen wurde Cal-Maine Foods 1957 in Jackson, Mississippi gegründet und wird bis heute durch die Gründerfamilie Adams kontrolliert. So führt Fred R. Adams Jr. als CEO das Unternehmen, dessen Familie auch rund 38% des ausstehenden Aktienkapitals und 67,5% der Stimmrechte besitzt, wodurch eine langfristige Strategiewaehrung und gleichgerichtete Interessen mit uns Aktionären gegeben sind.

In der Industrie der Eierproduktion sind Umsatz und Gewinn einerseits vom Getreidepreis für den Futtermiteinsatz und andererseits von den Eierverkaufspreisen abhängig. Als starker Wettbewerbsvorteil erwies sich bei Cal-Maine Foods in der Vergangenheit die konservativ geführte Bilanzpolitik. So weist CALM heute keine Schulden und über \$300 Mio. Bargeldreserven aus. Durch die konservative Bilanz konnte CALM bei niedrigen Eierpreisen Wettbewerber, welche in Geldnot gerieten, günstig übernehmen und so die eigene Wettbewerbsposition durch Skaleneffekte stärken. Wir erwarten daher eine weitere Konsolidierung der Eierproduzenten auf mittlere Frist, wobei CALM den Konsolidierungsprozess als Marktführer mitgestalten wird. Auf lange Frist zeigte sich ebenso, dass der Aktienverlauf von Cal-Maine Foods mit dem allgemeinen Aktienmarkt nicht korreliert.

Übersicht (Angaben in \$)	
Einfaches Geschäftsmodell	Größter Eierproduzent der USA
Starke Gewinnmargen	Buchwertsteigerung um 16% p.a. seit 1996
Umsatz 2018 (in Mio.)	1.503
Gewinn 2018 (in Mio.)	126
Gewinnmarge	8,4%
Bilanzsumme (in Mio.)	1.150
Eigenkapitalquote	88%
Rendite auf Bilanzsumme (RoA)	12%
Nettoverschuldung	schuldenfrei, positives Nettovermögen von 325 Mio.

Entwicklung seit 1996 (Angaben in \$ pro Aktie)	1996	2000	2005	2010	2015	Q1 2019	Dividende 1996-2019	Rendite p.a.
Eigenkapitalentwicklung	0,682	4,963	5,11	7,90	14,60	20,80		16,0%
Aktienkursentwicklung inkl. Dividende	1,7	1,1	7	18,2	60,3	37	12,52	15,8%

Verkauf Gazprom (GAZ)

Im 2. Quartal verkauften wir unsere Gazprom-Position. Gazprom handelt dabei weiterhin mit einem starkem Abschlag zum buchhalterischen Eigenkapitalwert (KBV = 0,3), kontrolliert fast 20% der weltweiten Erdgasreserven und liefert fast 40% des europäischen Erdgases. Das Problem ist, dass der Markt

glauben muss, dass es einen realistischen Weg gibt den numerischen Buchwert zu erreichen. Bei Gazprom ist es offensichtlich, dass das Unternehmen wissentlich oder unwissentlich über staatsnahe Investitionen geplündert wird. So wurde in Q2 entschieden die Dividende mittels Schuldenaufnahme zu erhöhen, obwohl bereits 2018 der Free-Cash-Flow negativ war. Diese Unternehmenspolitik entspricht nicht unserer Anlagerichtlinie und unserer Idealvorstellung von gleichgerichteten Interessen zwischen Unternehmen und uns Aktionären. Auch ein Aktivist wäre eine naheliegende Lösung, um die vorhandenen Potentiale zu heben. Dies wird allerdings aufgrund der Eigentümerstruktur mit dem russischen Staat als Hauptaktionär nicht passieren, weshalb wir unsere Aktien verkauften.

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 wieder spiegeln 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.