

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q3 2019

Wertorientierte Aktienstrategie

30. Oktober 2019

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	WELLS FARGO (WFC)	11,0 %
2.	SYNCHRONY FIN. (SYF)	9,7 %
3.	VOLKSWAGEN (VOW3)	8,6 %
4.	CHENIERE ENERGY (LNG)	8,4 %
5.	IMPERIAL BRANDS (IMB)	8,0 %
6.	NOVO NORDISK (NOVC)	7,6 %
7.	BAYER (BAYN)	7,5 %
8.	WPP (WPP)	7,1 %
9.	SWATCH GROUP (UHR)	4,8 %
10.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	4,7 %
Summe		77,4%

Prozentwerte gerundet, Stand: 30.09.2019

Portfolioveränderungen

Kauf	KRONES (KRN)
Kauf	SWATCH GROUP (UHR)
Kauf	ALTRIA GROUP (MO)
Nachkauf	WELLS FARGO (WFC)
Nachkauf	CAL-MAINE FOODS (CALM)
Nachkauf	IMPERIAL BRANDS (IMB)
Verkauf	J.P. MORGAN CHASE (JPM)
Verkauf	TRIUMPH GROUP (TGI)

Nennenswerte Ereignisse

Zukauf von europäischen Familienunternehmen

Überbewertung von Staatsanleihen und Immobilien

Start des neuen Wells Fargo CEO Scharf im Oktober

Zulassung von Novo Nordisk's Rybelsus (Semaglutide) durch Amerikanische FDA

Sehr geehrte Mitinvestoren,

im dritten Quartal des Jahres 2019 (Stichtag 30.09.2019) erwirtschaftete unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von 2,7%. Die Rendite für das Jahr 2019 liegt damit nach dem dritten Quartal bei rund 15,6%.

Das dritte Quartal 2019 zeichnete sich durch ungewöhnliche Chancen am Aktienmarkt aus. Die Stimmung an den Finanzmärkten war dabei so negativ wie schon lange nicht mehr. Investoren sehen sich mit dem Brexit, den Handelskonflikten und dem Machtpoker der führenden Weltpolitiker konfrontiert und der Markt preist fälschlicherweise Unternehmen mit Sitz in Europa, als ob deren Geschäftsmodelle nicht zukunftsfähig wären. Es lässt sich nicht verleugnen, dass Europa wirtschaftlich stagniert, zu stark von der Geldpolitik abhängig ist und aktuell einen Plan vermissen lässt, wie es sich mit eigenen Kräften daraus befreien soll. Dennoch ist aus unserer Sicht der Wert europäischer Unternehmen nicht annähernd so stark gesunken wie ihr Aktienkurs. Insbesondere, weil es in Europa viele Weltmarktführer wie beispielsweise die deutschen Automobil- und Spezialmaschinenbauer gibt, die Ihre Produkte global vertreiben. Für uns als langfristige Anleger, die geduldig sind und sich an Unternehmen beteiligen, bietet diese Bewertungslücke große Chancen. So haben wir in diesem Quartal unter anderem drei neue Unternehmen in unser Portfolio aufgenommen und mehrere bestehende Aktienpositionen aufgestockt.

Risikolose Anlagen auf Rekordniveau – Immobilienblase in Sicht

Da festverzinsliche Anlagen wie die deutsche Bundesanleihe aufgrund der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank keine positive Rendite mehr abwerfen, investieren viele deutsche Anleger in Immobilien, das sogenannte Betongold. Die dafür notwendigen Finanzierungen sind historisch günstig, so dass beispielsweise ein Wohnimmobilienkredit mit 10 Jahre Laufzeit heute 0,5 – 1,0% p.a. Zins kostet. Nach neuester Erhebung der deutschen Pfandbriefbanken macht die Fremdfinanzierung im Schnitt 83% des Kaufpreises aus. Eine Alternativlosigkeit der Geldanlage gepaart mit dem Wunsch nach scheinbarer Sicherheit führt dazu, dass die Stadt München nach neuesten Studienerkenntnissen des „UBS Global Real Estate Bubble Index“ das größte Blasenrisiko der Welt hat. Andere europäische Städte wie Amsterdam, Frankfurt oder Berlin folgen kurz danach. Eine kurze Eigenrecherche kommt zu dem Schluss, dass eine Altbauwohnung in den innenstadtnahen Bezirken Münchens zwischen 10.000 EUR und 25.000 EUR pro Quadratmeter je nach Ausstattung und genauer Lage kostet. Für den Kauf einer 60-Quadratmeter-Wohnung in Nähe des Münchner Stadtzentrums muss folglich ein qualifizierter Münchner Arbeitnehmer über mindestens zehn und bei sehr gut ausgestatteten Wohnungen bis zu 25 Bruttojahreseinkommen aufbringen.

Um beim Beispiel München zu bleiben, so haben sich die realen Preise über die letzten 10 Jahre laut Empirica um 192% erhöht, während die Mieten im gleichen Zeitraum lediglich um 40% gestiegen sind. Mit dem uns geläufigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (Kaufpreismultiplikator Immobilien = Immobilienwert dividiert durch Nettomieteinnahmen) gesprochen, datieren Wohnimmobilien in München heute zum 40- bis 60-fachen der Nettomieteinnahmen vor Abzug von Instandhaltungskosten und vor Einrechnung der Erwerbsnebenkosten. Der DAX 30 Kursindex, welcher die 30 größten Unternehmen Deutschlands in die Berechnung mit einbezieht, datiert dagegen zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 13. Würde der DAX 30 ebenfalls zum 40 bis 60-fachen der Gewinne datieren, müsste er sich verdreifachen bzw. verfünffachen wie folgende Tabelle nochmals zusammenfasst.

Abbildung 1: Bewertungsvergleich innenstadtnahe Wohnung München vs. DAX 30 Kursindex

Wohnung München	Preis EUR (Spanne je nach Lage & Ausstattung)	Jahresertrag EUR (Spanne je nach Lage & Ausstattung)	KGV	Mietrendite
innenstadtnah 60qm	600.000 - 1.500.000	14.400 - 25.000	40 - 60	1,66% - 2,50%
DAX 30 Kursindex	Kursstand	Jahresgewinn	KGV	Gewinnrendite
Stand: 30.09.19	5.545	426	13	7,70%
Annahme: KGV 40-60	17.040 -25.560	426	40 - 60	1,66% - 2,50%

Die größte Immobilienblase der Neuzeit entwickelte sich im Übrigen in Japan bis 1990 als der Kaiserpalast in Tokio mehr Wert war als alle Immobilien Kaliforniens zusammen. Nachdem die Immobilienpreise von 1956 bis 1990 um über das 75-fache gestiegen waren, kam es Anfang der 90er Jahre zu einem massiven Preisverfall. Dieser konnte auch nicht durch die expansive Zinspolitik der Bank of Japan mit einer Leitzinssenkung auf knapp über 0% Mitte der 90er Jahre gestoppt werden. Ein Wohnungskäufer in Tokio auf dem Höhepunkt 1989/1990 benötigte 30 Jahre (!), um heute wieder annähernd den Immobilienwert von damals zu erreichen.

Die Krux einer Preisblase ist dabei allerdings, dass man den Höhepunkt erst in der Retroperspektive definieren kann. Unsere Aufgabe als Vermögensverwalter ist dabei Übertreibungen im Vorfeld zu erkennen und entsprechend zu handeln.

Neue Position - Swatch Group (UHR)

Mit der neuen Position Swatch Group verstärken wir unser Portfolio mit einem weiteren hochqualitativen Unternehmen, welches unsere straffen Value-Kriterien erfüllt. Anders als der Gruppenname annehmen lässt, fertigt und vertreibt die in Biel ansässige Swatch Group Fertighuhren von 18 renommierten Marken angefangen vom Prestige- und Luxussegment bis hin zum Basissegment. Dabei ist die Swatch Group neben Richemont die zweite große und öffentlich gehandelte Schweizer Holdinggesellschaft, welche mit Marken wie Omega, Glashütte, Blancpain und Breguet sowie dem Luxusjuweliergeschäft Harry Winston einen wesentlichen Teil des Schweizer Uhren- und Luxusmarktes einnimmt. Die Gründerfamilie Hayek ist mit einem Anteil von rund 22,3% und 40% der Stimmrechte als Ankerinvestor beteiligt und besetzt auch heute noch die wichtigsten Positionen im Management und Aufsichtsrat.

Über Jahrzehnte hinweg ist die Entwicklung der Swatch Group unter Leitung der Familie Hayek bemerkenswert. Die Familie wartet geduldig auf Übernahmen und führt diese mit strikter Preisdisziplin zu attraktiven Preisen durch. Daneben zeichnet die Swatch Group aus, dass Sie Marken nachhaltig und erfolgreich weiterentwickeln. Gutes Beispiel hierfür sind die Akquisitionen von Blancpain und Breguet aus den Jahren 1991 und 1999. Blancpain und Breguet wurden damals für rund CHF 45 Millionen bzw.

CHF 90 Millionen übernommen und tragen heute kombiniert mehr als CHF 1 Milliarde Umsatz bei. Auch Harry Winston, der New Yorker Luxusjuwelier, ist seit 2013 fester Bestandteil des Hochmargen-Portfolios von Swatch und soll schon bald ein jährliches EBIT von CHF 250 Millionen generieren.

ETA - Das Herz der Schweizer Uhrenindustrie

Im stark konsolidierten Schweizer Uhrenmarkt besitzt die Swatch Group neben dem erstklassigen Markenportfolio mit ETA zudem die führende Uhren- und Uhrwerke-Manufaktur und fertigt damit nahezu alle Bauteile, welche von ihren 18 hauseigenen Uhrenmarken benötigt werden. Zudem sind mehr als 70% aller mechanischen Schweizer Uhren mit einem ETA-Werk ausgestattet. Die Grenchener Manufaktur ist somit nicht nur das Herzstück der Swatch Group, sondern der gesamten Schweizer Uhrenindustrie und besitzt heute nahezu eine Monopolstellung.

Die langjährigen wertgenerierenden Entscheidungen führten dazu, dass die Swatch Group

heute als schuldenfreies Unternehmen ein geschütztes und margenstarkes Geschäft betreibt. In der schuldenfreien Bilanz sind zudem Immobilien in innerstädtischen 1A-Lagen mit einem Marktwert von geschätzt rund 1,5 Mrd. CHF versteckt. Nichtsdestotrotz ist der Aktienkurs um 55% von 550 CHF/Aktie auf 250 CHF/Aktie eingebrochen. Grund hierfür sind politische Verwerfungen in wichtigen Absatzmärkten wie Hong Kong und dem Großraum China. Tatsächlich haben sich die Nettogewinne von rund CHF 1.5 Mrd. in 2014 auf CHF 0.8 Mrd. in 2018 beinahe halbiert. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um ein zwischenzeitliches Tief, da laut Firmenangaben aktuell stark in den Aufbau der Marken investiert wird. Insbesondere der Markenaufbau von Harry Winston benötigt Kapital, da seltene Diamanten wie in 2018 der 19 Karat „The Winston Pink Legacy“ (Kaufpreis: 50 Mio. CHF) angekauft werden, um den Markenkern „King of Diamonds“ weiter zu stärken. Der gefallene Aktienkurs ermöglichte uns bei einem Preis zu Buchwertverhältnis von 1.2 und einem Enterprise Value zu Gewinn Verhältnis von 14.7 unsere Position aufzubauen. Gegenüber vergleichbaren Wettbewerbern der Luxus- und Uhrenbranche datiert die Swatch Group mit einem erheblichen Abschlag. Firmen wie Hermès, LVMH oder selbst der kapitalintensive Autohersteller Ferrari handeln zum über 20- bzw. 40-fachen der Gewinne und sind damit mehr als 3x so teuer wie Swatch.

Übersicht (Angaben in CHF)	
Einfaches Geschäftsmodell	Schweizer Uhrenhersteller mit Preissetzungsmacht
Starke Gewinnmargen	Operative Margen von bis zu 35% im Luxussegment
Umsatz 2018 (in Mio.)	8.480
Gewinn 2018 (in Mio.)	845
Ankeraktionär	Familie Hayek
Bilanzsumme (in Mio.)	13.687
Eigenkapitalquote	82%
Nettoverschuldung	schuldenfrei, 713 Mio. Nettofinanzposition
KBV bei Einkauf	1,2
(Ø Kaufkurs/Aktie)	281

Neue Position - Krones AG (KRN)

Während des Quartals kauften wir die Krones AG, den in Deutschland ansässigen Weltmarktführer von Abfüll- und Verpackungstechnik für die Getränkeindustrie mit einem Umsatz von rund 4 Mrd. EUR. Der Weltmarktanteil beträgt dabei zwischen 25% und bei einzelnen Produktlinien nahezu 50%. Nach einem Kurseinbruch um 60% von rund 120 EUR/Aktie auf 50 EUR/Aktie schlugen wir bei einer Bewertung von knapp über Buchwert und 45% des Umsatzes zu.

Der Auslöser für den Preisverfall waren steigende Aluminium- und Stahlpreise, die konjunkturelle Wirtschaftsabkühlung, sowie insbesondere steigende Produktions- und Lohnkosten in Deutschland, welche die Margen verschlechterten. Aus unserer Sicht ist Krones finanziell und strukturell gut ausgestattet diese kurzfristigen Probleme auszuloten. Einerseits weist die Bilanz eine geringe Verschuldung aus, was in der zyklischen Maschinenbauindustrie entsprechende wirtschaftliche Flexibilität gewährleistet. Andererseits wird Krones bereits 2020 ein neues Produktionswerk in Ungarn zur Reduzierung der Personalkosten eröffnen. Die aktuelle Diskussion zur Nachhaltigkeit von Plastikverpackungen sehen wir dagegen eher als Vorteil für das Unternehmen. Für eine Verschiebung weg von PET und hin zu Glas oder besseren Recyclingmethoden für die Wiederverwendung von PET-Flaschen würden wiederum neue Maschinen oder Upgrades von Bestandsmaschinen benötigt werden, was Krones zugutekommt. Die Gründerfamilie Kronseder hält zudem die Mehrheitsanteile des Unternehmens, wodurch eine langfristige Unternehmensstrategie gesichert ist. Bestärkt haben uns zudem die getätigten Insiderkäufe der Eigentümerfamilie, sowie verschiedener Vorstände und Aufsichtsräte im Bereich von 55 EUR/Aktie.

Übersicht (Angaben in EUR)	
Einfaches Geschäftsmodell	Weltmarktführer von Getränkeabfüllanlagen
Umsatz 2018 (in Mio.)	3.854
Gewinn 2018 (in Mio.)	151 (2017: 189)
Ankeraktionär	Familie Kronseder
Eigenkapital	1.433
Eigenkapitalquote	43%
KBV bei Einkauf	1,2
(Ø Kaufkurs/ Aktie)	52

Neue Position – Altria Group (MO)

Als dritten Neuzugang nahmen wir Altria Group in unser Portfolio auf. Der Marktführer der US-Zigarettenindustrie mit Marken wie Marlboro, L&M und Philip Morris hat einen Marktanteil von 50% und diversifiziert sein Geschäft in den letzten Jahrzehnten mit den hohen Gewinnen aus dem Tabakgeschäft in weitere Geschäftsfelder. So besitzt Altria heute unter anderem einen 10,2% Anteil am weltweit größten Brauereikonzern Anheuser-Busch, einen Mehrheitsanteil am Cannabis-Produzenten Cronos und die Verkaufsrechte für den Tabakerhitzer iQOS in den USA. Zudem beteiligte Altria sich zuletzt Ende 2018 mit 35% an JUUL, der weltweit führenden E-Zigarette. Da der JUUL-Übernahmepreis mit \$ 12,8 Mio. im Verhältnis zu Gewinn und Umsatz teuer war und die amerikanische Lebensmittelüberwachungsbehörde FDA im September ein vorläufiges Verbot von E-Zigaretten mit Fruchtgeschmack verordnete, reduzierte sich der Aktienkurs in der Folge seit seinem Hoch um knappe 50%. Wir kauften folglich unsere Aktien bei einem KGV von 9,5 und einer Dividendenrendite von 8,4%. Die sinkende Nachfrage im traditionellen Tabakgeschäft wird Altria aus unserer Sicht in den nächsten Jahren durch Preiserhöhungen ausgleichen und dank der hohen Kapitalrenditen den freien Cashflow für den Aufbau der neuen Marken iQOS und JUUL, sowie für Dividendenausschüttungen verwenden können. Eine strengere Regulierung durch die FDA sehen wir dagegen positiv, da dadurch

Übersicht (Angaben in \$)	
Einfaches Geschäftsmodell	Nikotinunternehmen mit Preissetzungsmacht
Operative Marge	40%
Umsatz 2018 (in Mio.)	25.364
Gewinn 2018 (in Mio.)	7.000
Ankerinvestor	Tom Russo
Return on Assets	12,5%
KGV bei Einkauf	9,5
(Ø Kaufkurs/ Aktie)	40

viele unabhängige E-Zigarettenhersteller, die nicht lizenzierte und gesundheitsgefährdende E-Zigaretten verkaufen, aus dem Markt ausgeschlossen werden und Altria als größter Hersteller den neuen Wachstumsmarkt mitbestimmt.

Sonstige Portfolioveränderungen

Im 3. Quartal erhöhten wir zudem unsere Position an Wells Fargo (WFC) und veräußerten dagegen J.P. Morgan Chase (JPM) nach einer Haltedauer von 3 Jahren und einer Gesamttrendite von über 100% seit unserem ersten Kauf. Denn während J.P. Morgan den historischen Mittelwert von Aktienkurs zu Tangible Book Value bereits überschritten hat, datiert Wells Fargo signifikant darunter. Zudem trennten wir uns von unserer zweijährigen Beteiligung am Flugzeugzulieferer Triumph Group (TGI) ohne wesentliche Bewegung. Das Management der Triumph Group hat zwar den Umschwung eindrucksvoll eingeleitet, jedoch wurde während dieser Restrukturierung die Bilanz zu sehr in Mitleidenschaft gezogen. Die Erlöse aus den beiden Verkäufen konnten wir besser in den oben genannten und unterbewerteten Alternativen investieren und halten zum Stand 30.9.2019 weniger als 5% in Cash.

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.