

Pecora Capital LLC

Quartalsbericht Q4 2019

Wertorientierte Aktienstrategie

30. Januar 2020

Top 10 Aktienpositionen (in %)

1.	WELLS FARGO (WFC)	10,6 %
2.	IMPERIAL BRANDS (IMB)	9,5 %
3.	SYNCHRONY FIN. (SYF)	9,2 %
4.	CHENIERE ENERGY (LNG)	8,0 %
5.	BAYER (BAYN)	7,7 %
6.	WPP (WPP)	7,0 %
7.	FREEPORT MCMORAN (FCX)	5,7 %
8.	KRONES (KRNd)	4,8 %
9.	SWATCH GROUP (UHR)	4,6 %
10.	CAL-MAINE FOODS (CALM)	4,0 %
Summe		70%

Prozentwerte gerundet, Stand: 31.12.2019

Portfolioveränderungen

Kauf	--Nicht veröffentlichte Position--
Nachkauf	IMPERIAL BRANDS (IMB)
Reduziert	VOLKSWAGEN (VOW3)
Reduziert	NOVO NORDISK (NOVC)

Nennenswerte Ereignisse

Tabakaktien mit starkem Zuwachs
EPA, DOJ und Trump Regierung stützen
Bayer in Roundup Verfahren
Cheniery mit FERC Zulassung für Corpus Christi Stage 3
Eierpreise befinden sich auf Mehrjahrestief und belasten Cal-Maine Foods Ergebnisse

Sehr geehrte Mitinvestoren,

im vierten Quartal des Jahres 2019 (Stichtag 31.12.2019) erwirtschaftete unser Portfolio eine Rendite nach Kosten von 9,15%. Die Rendite für das Jahr 2019 liegt damit bei 24,75%.

Aktivität im Quartal und allgemeine Markteinschätzung

Im vierten Quartal haben unsere Beteiligungen ihre Ergebnisse im Rahmen unserer Erwartungen erreicht, sowie in einigen Fällen sogar übertroffen. So konnten wir auch zwei erfolgreiche Beteiligungen während des Quartals reduzieren. Nach einer Haltedauer von knapp 4 Jahren haben wir zwei Drittel unserer Volkswagen (VOW3) Aktien bei Preisen von rund 180 Euro und mit einem Gewinn von über 70% reduziert. Zudem haben wir unsere Position von Novo Nordisk (NOVC) nach erheblichen Preiszuwächsen halbiert. Die Erlöse daraus verwendeten wir für die Aufstockung unserer Imperial Brands (IMB) Position. Am Ende des vierten Quartals hielten wir rund 6% Bargeld.

Die aktuelle Marktphase ist dabei eine Fortsetzung des Marktzustands, wie wir ihn in vorherigen Berichten beschrieben haben. Die Bewertungen des teuersten Dezils des Aktienmarktes entfernen sich immer weiter vom günstigsten Dezil und die Preise der „Growth“ Unternehmen aus dem nichtzyklischen Tech- und Konsumgüterbereich enteilen den „Value“ Aktien. Auffällig ist zudem, dass der fundamental teure amerikanische Aktienmarkt den weltweiten Aktienmarkt in 2019 abermals überflügelte. Der größte Teil der Überbewertung ist dabei auf vermeintliche Wachstums- oder nichtzyklische Konsumgüterunternehmen mit teils astronomischen Bewertungen zurückzuführen. Diese sucht man daher in unserem Portfolio vergebens. Wir erwarten, dass sich dieses Phänomen auf mittlere Frist umkehrt und die Bewertungen von „Growth“ und „Value“, sowie von „USA“ und „Rest der Welt“ eine Rückkehr zum Mittelwert erfahren.

Neue Position – französischer Small Cap

Abgesehen von Imperial Brands fügten wir auch im vierten Quartal ein weiteres Familienunternehmen zum Portfolio hinzu. Hierbei handelt es sich um eine französische Beteiligung im Small-Cap Sektor. Da wir noch nicht genügend Aktien zum gewünschten Preis zukaufen konnten, veröffentlichen wir den Namen der Gesellschaft an dieser Stelle noch nicht. Die Fundamentalzahlen, sowie die sonstigen Investitionskriterien der neuen Gesellschaft sind denen unserer anderen familiengeführten Beteiligungen ähnlich. Die Firma ist gekennzeichnet von nachhaltigen Gewinnen, einer führenden Position im europäischen Markt und einer beinahe schuldenfreien Bilanz. Wir konnten Aktien zum Kurs-Buchwert Verhältnis von 0,74 und zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 6,8 und damit am unteren Rand der historischen Bewertung kaufen.

Übersicht <i>(Angaben in EUR)</i>	
Name	-- Not disclosed --
Umsatz 2018 (in Mio.)	612
Gewinn 2018 (in Mio.)	40
Ankeraktionär	Familie zu 66%
Eigenkapitalquote	57%
Verschuldung / Assets	14,4%
KBV bei Einkauf	0,74
EV/Gewinn bei Einkauf	9,4
KGV bei Einkauf	6,8
ROE	10,8%

TOP 5 HOLDINGS

Wells Fargo (WFC) – Die Katalysatoren für Wells Fargo haben wir über die Jahre ausführlich erklärt. Der neue CEO Charles Scharf arbeitet an der Aufhebung der Wachstumssperre, welche der Bank im Januar 2018 im Zuge des Kontenskandals auferlegt wurde. Ungeachtet davon war es Wells Fargo in den letzten 12 Monaten möglich rund 10% aller ausstehenden Aktien zurückzukaufen. Mit der Reduzierung der ausstehenden Aktien werden die Dividenden auf weniger Köpfe verteilt und es ist von weiteren Dividendensteigerungen auszugehen. Buchwertsteigerungen, höhere Dividenden und eine Bewertung vom 1,2-fachen Preis zu Buchwert sind im Vergleich zu anderen Aktienbewertungen aus unserer Sicht sehr attraktiv. Wells Fargo zeigte sich resistent gegenüber einmaligen Strafzahlungen und einem mittelfristigen Rückgang der Zinserträge. Neben den Compliance Aufgaben bzgl. der Wachstumssperre liegt das Augenmerk auf dem gestiegenen und nicht vertretbaren Kostenapparat. Das Management sieht ein jährliches Einsparungspotenzial von rund \$4 Mrd, was bei einer 15-fachen Bewertung einer Wertgenerierung von \$60 Mrd. entspricht.

Imperial Brands (IMB) – Unsere Beteiligung an Imperial Brands war aufgrund der Bewertungsextremität während des Jahres ein Gesprächsthema für uns und unsere Anleger. In vielen Kundengesprächen wird die Marktmeinung deutlich, dass der Tabaksektor im Allgemeinen aufgrund gesundheitlicher oder regulatorischer Bedenken verabscheut wird. Auf Basis einer historisch günstigen Bewertung und entgegen des aktuellen Zeitgeists konnten wir daher im 4. Quartal weitere Aktien zum 6-fachen der Gewinne und einer Dividendenrendite von knapp 13% zukaufen. Währenddessen werden andere Konsumgüterunternehmen wie beispielsweise Coca-Cola (Zucker) oder Brown-Forman (Whiskey), die ebenfalls Produkte mit Sucht- und Gesundheitsgefahr herstellen, zum über 30-fachen der Gewinne gehandelt. Wir sind daher weiterhin der Ansicht, dass Imperial Brands historisch deutlich unterbewertet ist und für einen aktivistischen Investor auf dem Operationstisch liegt. Trotz einer Jahresendrallye erwarten wir in 2020 Aufholpotential durch die Ernennung eines neuen CEOs und damit einhergehend einer realistischen Zielsetzung und weiteren Umsetzung der Geschäftsstrategie. Dazu gehört insbesondere die weitere Entwicklung der Heat-not-burn Zigaretten, sowie die Reduzierung der Schuldenposition durch Verkauf einzelner Vermögenswerte.

Synchrony Financial (SYF) – Inklusive Dividenden lieferten Synchrony Aktien im Jahr 2019 eine totale Rendite von 57%. Diese Kursentwicklung ist sicher auch die Folge der aggressiven Aktienrückkäufe. Ähnlich wie bei Wells Fargo kauft Synchrony Financial Aktien günstig (aktuell zum 7-fachen der Gewinne) zurück. Das wachsende, hochprofitable Geschäftsmodell der Privat Label Kreditkarten zeigte zudem eine stabile Kreditausfallquote.

Rückblickend war der Transfer des Walmart Kreditportfolios von Synchrony zu Capital One ein schlauer Schachzug des Managements. Das aus der Transaktion frei werdende Kapital konnte zu Tiefstpreisen an Aktionäre zurückgegeben werden. Durch den Transfer der Walmart Kredite hat sich ebenso die Qualität des Kreditbuchs verbessert. Organische Wachstumstreiber bleiben Paypal und Venmo sowie diverse neu lancierte Partnerschaften.

Bayer (BAYN) – Das Bayer Geschäft zeigte über alle Divisionen hinweg eine erfreuliche Geschäftsdynamik. Es scheint als könnte der Vorstand, geleitet von Herrn Baumann, alle wichtigen Vorgaben erfüllen, welche vor 13 Monaten auf der Investorenkonferenz im Dezember 2018 vorgestellt wurden. Das Bayer Geschäft wächst vor allem durch Pharma und die zweistelligen Zuwachsraten der beiden Bestsel-

ler Xarelto und Eylea. Aber auch Crop Science und die Marketing Maßnahmen im Consumer Health Sektor machen sich in den Zahlen positiv bemerkbar. Bayer sollte wie vom Vorstand vorgegeben in 2019 rund 3,5 Mrd. € und in den Folgejahren rund 6-8 Mrd. € freien Cashflow erwirtschaften. Mittlerweile wurden auch vier Transaktionen zum Verkauf der Nicht-Kerngeschäfte vertraglich festgezurr und teils vollzogen. Die Erlöse aus dem Tiergeschäft, dem Verkauf von Currenta, Dr. Scholl's und Copperstone belaufen sich auf knapp 10 Mrd. € und tragen zum weiteren Schuldenabbau bei.

Neuigkeiten gab es auch im andauernden Rechtsstreit um den Unkrautvernichter Roundup. Anstehende erstinstanzliche Gerichtstermine im Bundesstaat Missouri wurden nach hinten verlegt, während hinter verschlossenen Türen die Rufe nach einem Vergleich lauter werden. CEO Baumann bekräftigte mehrmals, dass ein solcher Vergleich nur in Frage käme, sofern er finanziell zu einem sinnvollen Betrag darstellbar ist. Unabhängig davon wurde die Position von Bayer in der Zwischenzeit sowohl von der amerikanischen Regierung, der amerikanischen Gesundheitsbehörde EPA und vom amerikanischen Justizministerium gestärkt. Alle drei Instanzen leiteten Papiere an die zuständigen Berufungsgerichte weiter, in welcher sie die Position von Bayer vertraten. Laut EPA und dem Justizministerium wäre Bayer und Monsanto nicht erlaubt gewesen andere Warnhinweise auf den Roundup Produkten anzubringen. Erste Ergebnisse in den Berufungsverfahren sind Ende Q1 2020 / Anfang Q2 2020 zu erwarten. Sobald die Klagelast nach einer Einigung verschwindet kann sich die Aktie wieder auf eine Neubewertung konzentrieren.

Cheniere Energy (LNG) – Still und leise baut Cheniere ihre Infrastruktur weiter aus, um zum dominierenden amerikanischen LNG Akteur zu werden. In der Investorenpräsentation vom Dezember 2019 verwies das Management darauf, dass Cheniere mit 9 Verflüssigungsanlagen im Jahr 2023 \$9 freien Cashflow pro Aktie erwirtschaften wird. Aktuell stagniert der Aktienpreis wohl auch wegen einem starken Überangebot von LNG auf den Weltmärkten. Von diesem Überangebot ist das Cheniere Modell weitestgehend nicht betroffen. Durch die festen Abnehmerverträge werden im Jahr 2020 95% der Volumina preislich fixiert und direkt mit 15% Marge an Kunden weiterverkauft. Die restlichen 5% werden im Spot-Markt durch Cheniere Marketing angeboten.

Wichtig ist es zu verstehen, dass Cheniere einmalig hohe Investitionen in die Infrastruktur tätigt. \$25 Mrd. wurden bereits investiert und alleinig \$3 Mrd. sind noch ausstehend. Nach Abschluss der Bauarbeiten werden die Verflüssigungsanlagen über Jahrzehnte freien Cashflow produzieren. Cheniere CEO Fusco machte in einem Earnings Call klar, dass Cheniere einerseits weiterhin in wertgenerierende Wachstumsprojekte investieren wird und andererseits die Verschuldung um \$3-\$4 Mrd. reduzieren und ein \$1 Mrd. Aktienrückkaufprogramm lancieren wird. Auf erworbenem Land des Corpus Christi Terminals erhielt Cheniere inzwischen die Genehmigung für die dritte Wachstumsphase "Corpus Christi 3", welche Cheniere's aktuelle Kapazität von 45 mtpa um weitere 10 mtpa erhöhen wird. Erfreulich ist, dass die beiden Top Investoren Carl Icahn und Seth Klarman als Hauptaktionäre hinter Cheniere stehen. Auch CEO Fusco hat über die Jahre im offenen Markt Aktienpakete im Wert von über \$10mm erworben. Dies stellt sicher, dass die Interessen des Managements und der Aktionäre gleichgestellt sind.

Abschließende Zusammenfassung:

Nachdem wir eingangs über die extremen Bewertungsunterschiede im weltweiten Aktienmarkt sprachen, möchten wir abschließend die attraktive Bewertung unseres Portfolios in Zahlen hervorheben. Insbesondere im Vergleich zum S&P 500, dem amerikanischen Leitindex, mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 23 sowie dem Technologieindex NASDAQ 100 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 28 ist unser Portfolio (siehe Abb. 1) aus fundamentalen Gesichtspunkten günstig und damit hervorragend für unsichere Ereignisse im neuen Jahr vorbereitet.

Abschließend möchten wir die Gelegenheit nutzen, uns bei unseren Kunden für ihre Geduld und ihre Unterstützung zu bedanken. Der Aktienmarkt besteht aus einem Auf und Ab, ausgelöst durch teils irrationale Marktteilnehmer, welche einen langfristigen Horizont vermissen lassen. Als geduldige Anleger investieren wir über Marktzyklen hinweg. Unsere Strategie ist folglich nicht nur für einen extremen Bullenmarkt wie heute ausgerichtet, sondern speziell auch für einen Bärenmarkt oder unvorhersehbare Ereignisse. Wenn heute die Mehrheit glaubt, dass keine fundamentale Aktienanalyse mehr benötigt wird, war dies historisch betrachtet am Aktienmarkt immer das beste Indiz für zukünftige Überrenditen der wertorientierten Anlagestrategie.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback jederzeit willkommen.

Viele Grüße,
Pecora Capital LLC

Abb. 1: Fundamentaler Kennzahlenvergleich

Wichtige Indizes	KGV	KBV	Dividende
S&P 500	23	3,4	1,8%
NASDAQ 100	28	1,8	0,9%
MSCI World	20	2,6	2,4%
Unser Portfolio	KGV	KBV	Dividende
Wells Fargo	10	1,2	4,0%
Imperial Brands	7	3,8	10,5%
Synchrony Fin.	6	1,4	2,5%
Bayer	10	1,6	3,8%
Cheniere Energy	-	-	0,0%
WPP	18	1,4	5,6%
Freeport McMoran	5	2,1	1,5%
Krones	14	1,5	2,5%
Swatch Group	14	1,2	3,0%
Cal-Maine	12	2,1	0,7%
Altria Group	11	9,0	6,5%
Novo-Nordisk	24	18,0	2,0%
Berkshire Hath.	17	1,4	0,0%
Daimler	7,5	0,8	6,8%
Volkswagen	6,8	0,8	2,7%
Yatra Online	-	-	0,0%
Neue Position	7	0,7	3,6%

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.