

Pecora Capital

Quartalsbericht Q4 2016

Wertorientierte Aktienstrategie

19. Januar 2017

Sehr geehrte Investoren,

im vierten Quartal des Jahres 2016 (Stichtag 30.12.2016) weist Ihr Portfolio eine Rendite nach Kosten von 10.08% aus. Auf Jahresbasis ergibt sich eine Rendite von 14.41%.

Rückblick und Ausblick

Wir blicken auf ein erfolgreiches letztes Quartal des Jahres zurück. Die US Wahl und die bereits angekündigte Erhöhung der Leitzinsen durch die US Zentralbank waren die wesentlichen Ereignisse in Q4. Vor allem aber der Wahlsieg von Donald Trump bei den amerikanischen Präsidentschaftswahlen bleibt das heiß diskutierte Thema und könnte eine Zäsur in der politischen und ökonomischen Landschaft darstellen. Besonders interessant ist festzustellen, dass sich die Bewertungen einzelner Unternehmen vor allem nach der Wahl stärker Ihren Fundamentaldaten anpassen. Wir haben im ganzen Portfolio beinahe auf jeder Position substanzielle Gewinne erzielt. Verglichen mit den meisten Wettbewerbern und dem Allgemeinmarkt weisen wir erneut bessere Ergebnisse bei niedrigerer Korrelation und niedrigerem Risiko aus und das wohlgerne bei einer Investitionsquote von rund 66%.

Die amerikanische Zentralbank hat den Leitzins um einen weiteren Schritt auf 0,75% erhöht während sich die Zinsen in Europa weiterhin bei 0,00% befinden. Wohl auch durch die straffere Geldpolitik in den USA hat der Euro gegenüber den US Dollar auf ein Level von 1,0516 abgewertet. Im Rohstoffmarkt setzte sich die Erholung fort. Die Ölpreise datierten zum Quartalsende 5% höher während Kupfer sogar 13% zugewinnen konnte.

Die durchaus hohe Cashquote von ca. 35% resultiert nicht aus reinen Vorsichtsmaßnahmen und ist stattdessen die Folge von erfolgreichen Verkäufen. Wir haben unsere Positionen in BASF mit einem Gewinn von 20,45% verkauft. Ebenso nach dem Übernahmeangebot verkauft haben wir unsere Positionen von B/E Aerospace mit einem Gewinn von 19,21%. Hinzu kommt der Verkauf der Tiffany Aktien mit einem Gewinn von 41,91%. Verkaufsgründe waren höhere Bewertungen bei

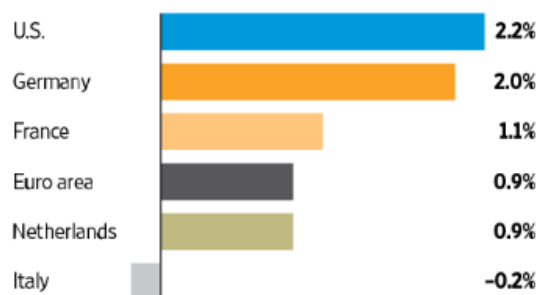
unverändert gleich zugrundeliegenden Geschäftsergebnissen. Die genannten Verkäufe reihen sich ein in die erfolgreichen Transaktionen der Vorquartale. Auf Jahresbasis haben wir die Positionen von Paypal, Sothebys, BASF, B/E Aerospace, Ralph Lauren und Tiffany allesamt zu beachtlichen Gewinnen verkauft während der Grundstock des Portfolios unverändert blieb.

Die drei Zugpferde und stärkeren Gewichtungen – American Express, Wells Fargo und Volkswagen – haben starke Zugewinne verzeichnet und waren mit die größten Gewinnbringer im Portfolio. Im Energiesektor haben unsere Positionen von Freeport McMoran durch die höheren Kupferpreise enorm an Wert gewonnen und wir haben begonnen eine Position in Royal Dutch Shell (RDS) aufzubauen. RDS ist nach dem Ölpreisverfall wieder fair bewertet und zahlt eine Dividende von rund 7%. Das sind 1,75% im Quartal.

Unsere Barreserve beträgt resultierend aus den Verkäufen ca. 35% wird aber voraussichtlich im Laufe des Jahres auf ein Zielniveau von rund 15% fallen. Besonders die letzten Jahre haben gezeigt, dass sich mehrere individuelle Kaufgelegenheiten im Jahresverlauf bieten. Dabei beabsichtigen wir neben dem Zukauf von Neupositionen auch unsere bestehenden Positionen weiter auszubauen.

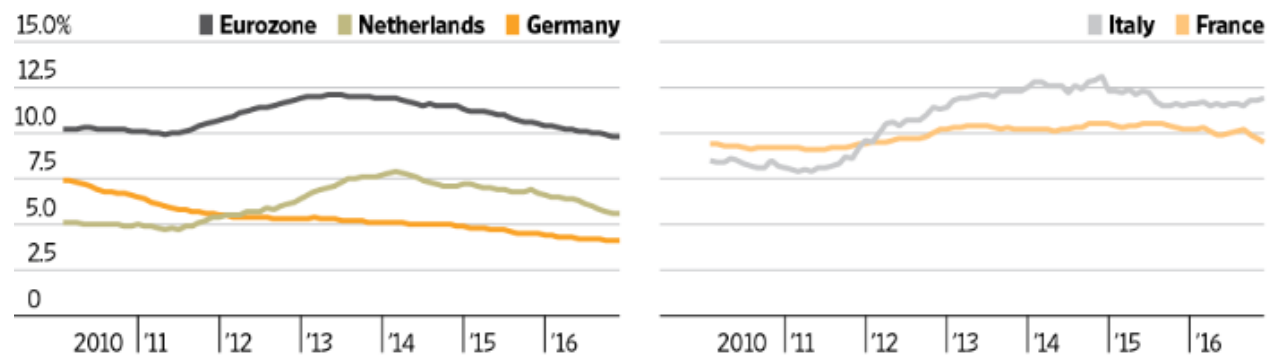
Hinsichtlich 2017 steht uns ein anspruchsvolles Jahr bevor. Eine neue US Regierung unter Donald Trump, der sich vollziehende Brexit und ein politisch instabiles Europa mit schwachem Euro. Hinzu kommen die Schwierigkeiten und Risiken in China, die Nullzinspolitik der EZB, eine wachsende Staatsverschuldung in Südeuropa sowie Wahlen in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden. Besonders die Strukturschwachen Staaten in Südeuropa kombiniert mit der politischen Uneinigkeit haben den Euro schwer zugesetzt.

Durchschnittliches jährliches BIP Wachstum 2010-2015, Quelle WSJ



Trotz leicht verbesserten Wirtschaftsdaten der letzten Quartale so erwarten wir, dass die politische Instabilität und Unsicherheit vor den Wahlen zu wesentlicher Volatilität führen wird. Neben den Unsicherheiten beobachten wir mit Vorsicht aber vor allem die unverändert tiefgreifenden strukturellen Probleme in Europa. Trotz massiver quantitativer Maßnahmen sind die Wachstumszahlen sehr lau und die Arbeitslosigkeit stagnierend.

Arbeitslosenzahlen in Europa 2010-2015, Quelle: WSJ



Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Ausblicke quer durch die Union – mit Arbeitslosenzahlen von 23% in Griechenland und 4% in Deutschland – entwickelt sich mehr und mehr zum Test für EZB Präsident Draghi. Zum einen sind die Maßnahmen der EZB erfolg- und wirkungslos aber vielmehr scheinen viele nicht zu erkennen, dass die Zentralbank sich in einem echten Dilemma befindet. Die besonders in Deutschland kritisierten Niedrigzinsen sind die Lebensader der Südstaaten. Erst vergangenen Samstag beklagte die Frankfurter Allgemeine Zeitung mit dem Titel “Die Inflation frisst unsere Ersparnisse“. Diese Anspielung auf die deutschen Sparer ist wohl korrekt und symbolisiert die fiskale Verschiebung in Europa. Die deutsche Wirtschaft mit nahezu Vollbeschäftigung braucht mit Sicherheit keine weitere Unterstützung der EZB. Nun dürfte bei einem kontinuierlichen Zinsanstieg in den USA der Dollar weiter an Wert gewinnen und der Euro weiter verlieren. Noch schlimmer aber für Europa dürften durch den Konjunkturimpuls auch die Inflationserwartungen steigen. Eine höhere Inflation und Nullzinsen sind nichts anderes als eine Enteignung der Sparer. Das starke Nordeuropa bezahlt den Süden ohne dass es die meisten bemerken und Herr Draghi hat keine Option mehr. Was würde mit Italien passieren wenn die EZB die Zinsen erhöht? Die genannte Thematik lässt Aktien alternativlos werden vor allem wenn man berücksichtigt, das Inflation und Währungsschwankungen langfristig in den Kursen abgesichert und eingepreist werden.

In diesem dichten Nebel werden sich dennoch hervorragende Kaufgelegenheiten bieten. 2017 dürfte das Jahr der schwinden Unsicherheit in Europa sein. Im Februar gibt es mehr Klarheit zur britischen Brexit Strategie mit Verhandlungsbeginn im März. Am 15. März sind die Wahlen in den Niederlanden gefolgt von Frankreich am 23. April terminiert. Am 7. Mai also in der zweiten Runde wird ebenso geklärt sein ob Le Pen gewonnen hat. Laut Matteo Renzi wird Italien Mitte des Jahres wählen und dann gibt es noch die Bundestagswahlen in Deutschland im September. Nach dieser Periode mit erhöhter Volatilität ist von einer größeren Ruhe auszugehen. Im Zuge dieser schwindenden Unsicherheit und der niedrigeren Bewertung des deutschen Marktes sehen wir neben den Risiken vor allem auch die größten Chancen bei individuellen Aktien im deutschen Markt.

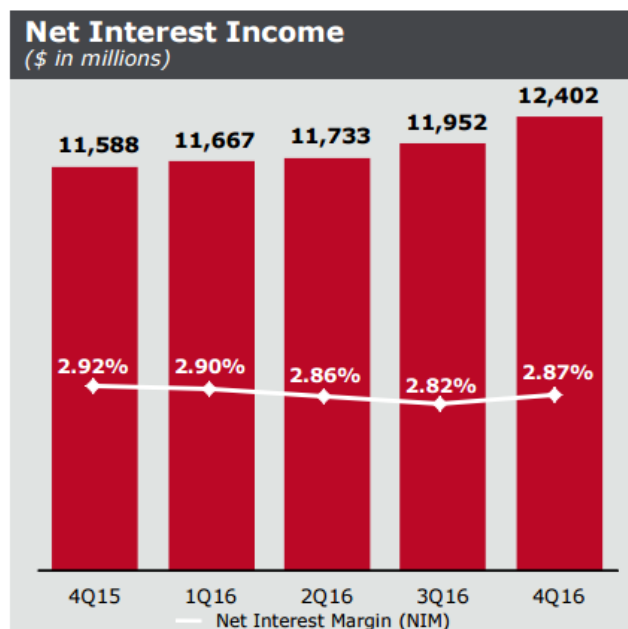
Nun zur US Wahl. Es gibt bisher weniger zu berichten als täglich in den Medien darüber geschrieben wird. Wir beobachten die Ereignisse sehr genau aber liegen grundsätzlich mit unseren Positionierungen sehr richtig. Es stehen viele Ankündigungen im Raum wovon schon jetzt eines absehbar ist. Wie nach jeder US Wahl werden von den vielen Versprechungen nur die wenigsten umgesetzt. Teilweise blockiert der US Kongress Vorhaben und andererseits ist der US Präsident in seinen Handlungen limitierter als viele glauben.

Die angekündigten Steuererleichterungen, Investitionen in die Infrastruktur und die Deregulierung der Banken ist mit einem gewissen Teil bereits im Markt eingepreist. Viel wichtiger wird aber langfristig, dass höhere Bewertungen durch noch bessere Fundamentaldaten gestützt werden. Dabei kommt es vor allem auf das Wachstum an. Unsere Positionen in Wells Fargo, U.S. Bancorp und J.P. Morgan Chase sollten nicht nur von der Deregulierung sondern auch vom US Zinsanstieg und der größeren Marge profitieren. Genauso gilt es abzuwarten wie umfangreich die Investitionen in die Infrastruktur ausfallen werden und was dies für die Rohstoffmärkte insbesondere für Kupfer und Freeport McMoran bedeutet. Ebenso gilt es abzuwarten welche protektionistischen Tendenzen hinsichtlich Mexiko umgesetzt werden. In Puebla, Mexiko fertigt Volkswagen beinahe die komplette Produktpalette für den US Markt. Hinsichtlich der Thematik mit erhöhten Importzöllen gilt es zu beobachten welche finalen Schritte dabei ergriffen werden.

Wells Fargo (WFC), US Bancorp (USB)

Obwohl Wells Fargo's Jahresergebnisse leicht unter dem Vorjahr lagen so sehen die Kredit und Einlagenstatistiken deutlich besser aus. Beides, langfristige Kredite und Einlagen sind gewachsen und unterstreichen den Investment Wert von Wells Fargo. Mit steigenden Zinseinkommen und höheren Zinsmargen ist davon auszugehen, dass auch die Einnahmenseite in 2017 wachsen wird.

Wells Fargo Netto Zinseinkommen in Millionen \$ (Q4 2015 – Q4 2016), Quelle: Wells Fargo Fourth Quarter Earnings

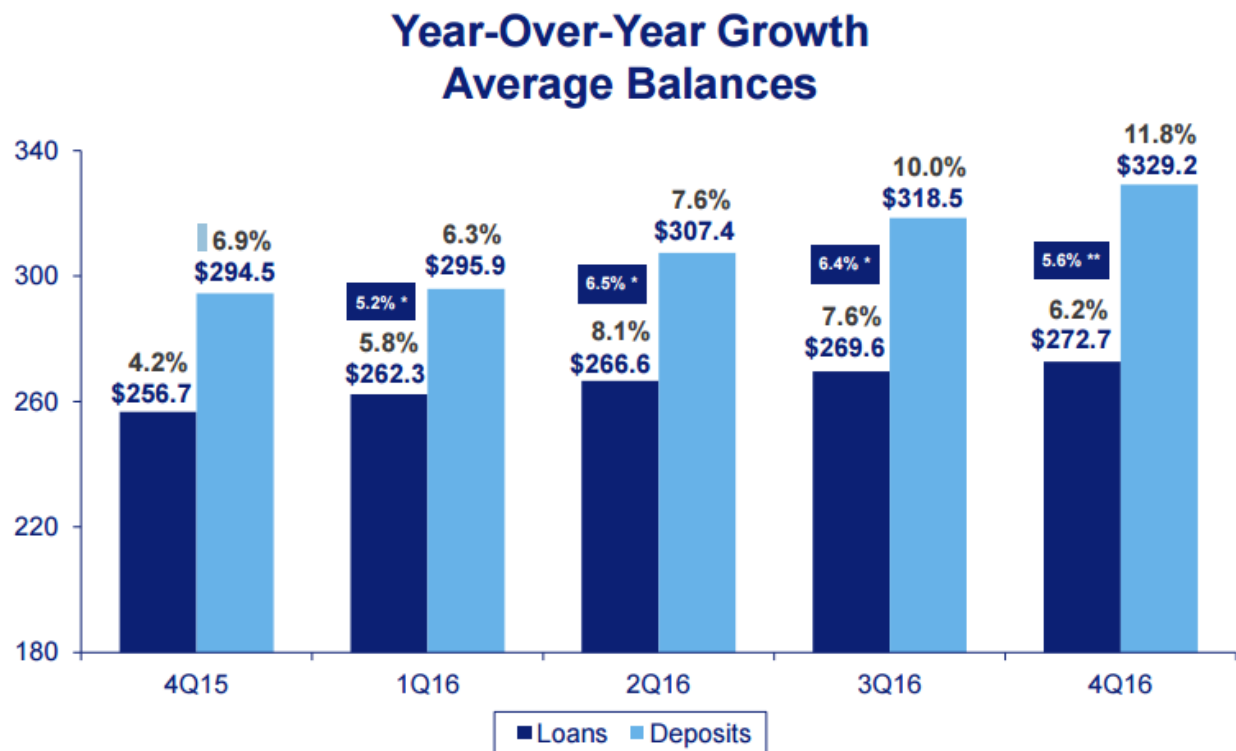


Wells Fargo ist nicht mehr die günstigste Bank im Sektor - weißt wohl aber die beste Qualität hinsichtlich den Einkommen aus - und zählt zusammen mit JP Morgan Chase und US Bancorp zu den Banken mit dem konservativsten Business Modell und dem besten Management.

US Bancorp hat ein typisches Quartal vorgelegt. Leichtes Wachstum und solide nachhaltige Ergebnisse. Die Bewertung ist immer noch fair. US Bancorp hat 79% der Gewinne in 2016 an die Aktionäre weitergereicht. Entweder in Form von Dividenden oder durch den Rückkauf von Aktien.

Dabei bleibt das langfristige Wachstum intakt und wir erwarten leicht höhere Gewinne für 2017. U.S. Bancorp wird zusätzlich von einer größeren Marge der US Zinskurve profitieren.

US Bancorp Wachstum von langfristigen Krediten und Einlagen in Milliarden \$ (Q4 2015 – Q4 2016), Quelle: US Bancorp Fourth Quarter Report



Wir erwarten durch das konstante Wachstum und die angesprochene Zinskurve einen Nachsteuergewinn von \$5,9 Mrd. in 2017 und \$6,2 Mrd. in 2018. Dies entspricht einem zukünftigen KGV von 12,7 in 2018.

Royal Dutch Shell (RDS.B)

Unsere neue Positionierung in Royal Dutch Shell hat langfristigen Charakter und ist ein weiterer Einkauf in den noch immer günstigen Energiemarkt. Royal Dutch Shell wird ein starkes Cashflow Wachstum aufweisen. In einem Umfeld von Ölpreisen um \$60/barrel dürfte Shell's Free Cashflow auf \$20 Milliarden p.a. ansteigen – verglichen mit \$12 Milliarden (Durchschnitt 2013-2015) bei einem Ölpreis um \$90/barrel. Die Ölriesen waren im Zuge des drastischen Preisverfalls gezwungen die Kosten umgehend zu reduzieren und können mittlerweile bei deutlich niedrigeren Kosten positive Cashflows vorweisen. Bei unserem Kaufpreis zahlt Shell eine Dividende von rund 7% auf Jahresbasis. Für Royal Dutch Shell ergeben sich mit der reduzierten Gewinnschwelle und den jüngsten Anstieg bei Brent und WTI mehrere große Möglichkeiten. Shell integriert seit 2014 und bis 2018 zahlreiche Projekte zu sehr niedrigen Betriebskosten. Die Unterhaltskosten dieser Projekte belaufen sich nur noch auf \$15/barrel. Umso mehr Projekte fertiggestellt werden umso niedriger sind die anfallenden Kapitalkosten in den nächsten Jahren. Dadurch dass auch die operativen Kosten um \$9 Mrd. p.a. gesenkt wurden verstärkt sich der Trend, dass ein deutlich höherer Free Cashflow generiert wird. Shell zeigt in der Investor Präsentation dass bereits bei einem durchschnittlichen

Ölpreis von \$60 der jährliche Free Cashflow auf \$20 Mrd. - \$30 Mrd. ansteigen wird. Bei Ölpreisen darüber werden sich die Resultate deutlich verstärken und wir halten einen Free Cashflow von bis zu \$40 Mrd. für realistisch. Damit hat die Aktie erhebliches Potenzial nach oben. Kombiniert mit der hohen Dividendenrendite und dem Kurspotenzial werden wir die Position von RDS bei einer guten Gelegenheit ausbauen.

Wie immer sind Kommentare, Fragen oder Feedback jederzeit willkommen.

Viele Grüße,

Pecora Capital

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 Deutschland GmbH 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 Deutschland GmbH und den Personen oder Körperschaften bestimmt an welche sie adressiert sind. Informationen dürfen nicht nachgebildet, neu übertragen oder in irgendeiner anderen Form verteilt werden. Die Wertentwicklung beinhaltet Gebühren und Ausgaben, einschließlich 1.5% Grundgebühr und 15% 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 Deutschland GmbH 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. 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.

Soweit die Pecora Capital Deutschland GmbH Anlagevermittlung im Sinne des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 Kreditwesengesetz erbringt, ist sie als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 2 Abs. 10 KWG tätig und erbringt diese Dienstleistung ausschließlich für Rechnung und unter Haftung der DonauCapital Wertpapier GmbH, Passauer Str. 5, 94161 Ruderting. Vertragspartner des Kunden wird in diesem Fall ausschließlich die DonauCapital Wertpapier GmbH. Die Pecora Capital Deutschland GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der DonauCapital Wertpapier GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Internet geführt wird. Das Register können Sie einsehen auf www.bafin.de