



Freitagmorgen Kaffee

Nr. 10 – In Pandora stehen die Leerverkäufer im Mittelpunkt

Im heutigen Morgenkaffee wollte ich den Impact auf den Markt von Leerverkäufern und deren Kommunikation in den Finanzmedien aufzeigen anhand eines realen Beispiels: wir sind in der Tat investiert in eine der meisten geshorteten Aktien in Dänemark, dem Schmuckwarenhersteller **Pandora**.

Wir sehen unseren Investmentcase in Pandora als sehr solide an. Der Hersteller der Charm Armbänder erfreut sich vieler der von uns gesuchten „Moatqualitäten“, die gebraucht werden um eine hohe Ertragskraft zu erzielen und zu erhalten. Die Marke hat einen hohen Bekanntheitsgrad in einem immer noch sehr fragmentierten Markt, innoviert mit neuen Kreationen um für Verbraucher relevant zu bleiben, hat eine integrierte Wertschöpfungskette, ist global präsent und rationalisiert unter einem neuen Management sein Vertriebsnetz. Und die Zahlen sprechen für sich: im vergangenen Jahr erwirtschaftete das Unternehmen einen operativen Cashflow von 6,6 Mrd. DKK, was 8,8% der Marktkapitalisierung entspricht! Das Geschäft expandiert und die Cashflows haben sich über fünf Jahre verfünffacht, während die Bilanz solide bleibt und das Unternehmen aktiv Aktien zurückkauft. Die Sell-Side-Analysten scheinen unserer Ansicht zuzustimmen. Laut Bloomberg haben 13 der 20 Analysten, die die Aktie analysieren, ein Kaufrating und es gibt nur einen der zum Verkauf rät.

Aber, wie Marcellus in Shakespeares Hamlet sagt, *"ist etwas faul im Staate Dänemark"*.

In Pandora stehen die Leerverkäufer im Mittelpunkt: die größeren Shortpositionen repräsentieren nun 7,5% der ausstehenden Aktien. Aber wie rechtfertigen die Leerverkäufer ihre negative Haltung gegenüber einem Unternehmen dessen Fundamentaldaten solide sind? Ihre Argumente scheinen recht einfach zu sein und um zwei Thematiken zu drehen: Erstens sind sie der Meinung dass Pandora nicht mehr wachsen kann da das enorm erfolgreiche Charm Armband an Momentum verliert und der Geschmack der jüngeren Konsumenten sich verlagert und zwar weg von den niedrig- zu mittelpreisigen Schmuckstücken die Pandora verkauft. Zweitens drückt die Krise in den riesigen Einkaufszentren in den USA auf das Vertriebsmodell von Pandora.



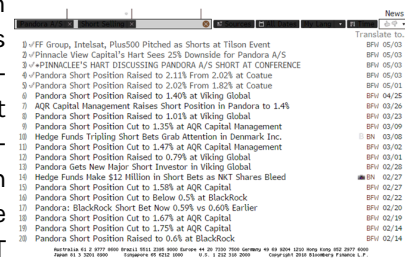
Quelle: ECP

Wir haben uns angeschaut, welche Parteien in letzter Zeit in der Pandoraaktie aktiv waren, und es scheint, dass es derzeit vor allem die Shorts sind. Wir folgern daraus dass es nur noch wenige marginale Käufer im Markt gibt. Die Long-Investoren, einschließlich der dänischen Pensionskassen, sind bereits stark positioniert und stocken ihre Bestände derzeit nicht auf.

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitagmorgen Kaffee – Nr. 10 – In Pandora stehen die Leerverkäufer im Mittelpunkt

Dies führt dazu, dass die Leerverkäufer in der beneidenswerten Position sind den Aktienkurs herunterreden zu können. Und als rationale Akteure mit einem kapitalistischen und gewinnorientierten Instinkt sind sie in diesem Spiel wirklich effizient. Seit Jahresbeginn ergibt eine Suche nach Unternehmensnachrichten unter Pandora und Shorts 30 Ergebnisse in Bloomberg. Dazu gehören obligatorische regulatorische Meldungen, aber auch Schlagzeilen wie "PINNACLE'S HART DISCUSSING PANDORA A / S SHORT AT CONFERENCE".



News	Translate to...
1-FF Group, Intelist, Plus500 Pitched as Shorts at Tison Event	BFW 05/03
2-Pinnacle View Capital's Hart Sees 25% Downside for Pandora A/S	BFW 05/03
3-PINNACLE'S HART DISCUSSING PANDORA A/S SHORT AT CONFERENCE	BFW 05/03
4-Pandora Short Position Raised to 2.11% From 2.02% at Coasue	BFW 05/03
5-Pandora Short Position Raised to 2.02% From 1.82% at Coasue	BFW 05/03
6-Pandora Short Position Raised to 1.40% at Viking Global	BFW 04/25
7-AQR Capital Management Raises Short Position in Pandora to 1.4%	BFW 03/26
8-Pandora Short Position Raised to 1.01% at Viking Global	BFW 03/23
9-Pandora Short Position Cut to 1.35% at AQR Capital Management	BFW 03/09
10-Hedge Funds Tripling Short Bets Grab Attention in Denmark Inc.	BN 03/08
11-Pandora Short Position Cut to 1.47% at AQR Capital Management	BFW 03/02
12-Pandora Short Position Raised to 0.79% at Viking Global	BFW 03/01
13-Pandora Gets New Major Short Investor in Viking Global	BFW 02/28
14-Hedge Funds Make \$12 Billion in Short Bets as NCT Shares Bleed	BN 02/27
15-Pandora Short Position Cut to 1.58% at AQR Capital	BFW 02/27
16-Pandora Short Position Cut to Below 0.5% at BlackRock	BFW 02/22
17-Pandora: BlackRock Short Bet Now 0.50% vs 0.60% Earlier	BFW 02/20
18-Pandora Short Position Cut to 1.67% at AQR Capital	BFW 02/19
19-Pandora Short Position Cut to 1.75% at AQR Capital	BFW 02/14
20-Pandora Short Position Raised to 0.63% at BlackRock	BFW 02/14

Quelle: Bloomberg.

Wenn ich einen Schritt zurückgehe und versuche, die Situation zu analysieren, stelle ich mir zwei Schlüsselfragen:

- 1) **Wer verleiht diese Aktien an die Leerverkäufer?** Sicherlich sind es nicht die Long-Investoren wie wir, die uns in unserem eigenen Knie schießen würden.
- 2) **Warum erhalten Leerverkäufer im Vergleich zu uns Anlegern eine so hohe Visibilität?** Liegt es daran, dass spezialisierte Medien sie bevorzugen oder weil die Long-Only-Investoren nicht (genug) über ihre Anlageideen kommunizieren?

Was ist die Schlussfolgerung aus dem oben genannten? **Als Stopckpicker glaube ich dass wir sicherstellen müssen dass unsere Stimmen Gehör finden.** Wir täten gut daran unsere Anlageideen der breiteren Öffentlichkeit zu erklären. Bei European Capital Partners sind wir transparent und kommunizieren regelmäßig über unsere Investmentcases. Gleichzeitig müssen börsennotierte Unternehmen die Frequenz und die Qualität ihrer Investor-Relations-Aktivitäten erhöhen, um sicherzustellen, dass sie nicht die gesamte Kommunikationsarena den Leerverkäufern überlassen.

Am Ende ein Trost: Leerverkäufer aufgepasst! Wenn Pandora positiv überrascht und unser Investmentcase aufgeht, braucht ihr minimum 2 Wochen um eure Short-Positionen zu schliessen bei steigenden Kursen. Als Shortsqueeze wird das schmerzhaft und teuer sein ... und ein Lächeln auf meinem Gesicht als langfristiger Investor zurücklassen.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
11. Mai 2018

Disclaimer

European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich. ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35A, L-1855 Luxembourg (RCS Luxembourg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf www.ecp.lu verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.