

CCA GmbH
Eschersheimer Landstrasse 1-3
D-60322 Frankfurt am Main
t: +49 69 46 99 45 26
m: hello@conductioncapital.com
w: www.conductioncapital.com

7. Oktober 2019

Investor Letter 10

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

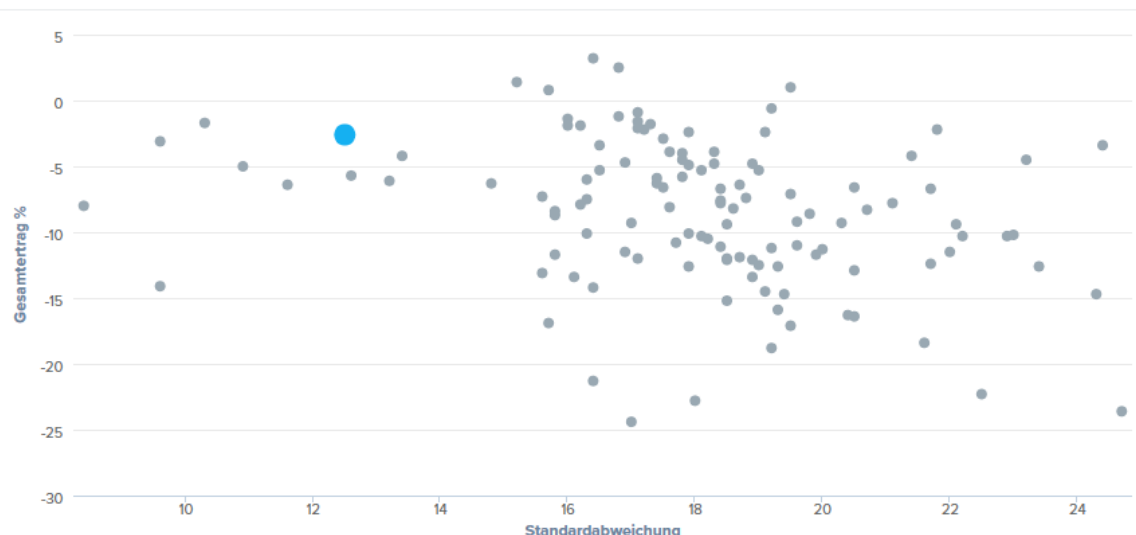
Wir feiern den zweiten Geburtstag des Fonds und freuen uns über neue professionelle und private Investoren, die seit Auflage hinzugekommen sind. Es ehrt uns, dass nahezu alle unserer Initialinvestoren bei uns geblieben sind. Wir lassen die bisherige Zeit in Abschnitt 4 dieses Briefes kurz Revue passieren. Wir beginnen aber mit dem wichtigsten Thema – Performance.

Abschnitt 1: Performance Q3 2019

2019 war für globale Aktien ein bisher gutes Jahr, für den Fonds aber sowohl relativ als auch absolut noch besser. CCA European Opportunities ist über die letzten 12 Monate im oberen Quintil europäischer Small und Mid Cap Fonds platziert und belegte laut *citywire* im August sogar Platz 1. Zur bloßen Performance kommt noch die im Vergleich zum Markt und vielen Wettbewerbern geringere Volatilität hinzu, insbesondere im holprigen August.

Das Quartal schloss der Fonds mit **+3.9%** (vs MSCI Europe Small Cap Index -3.1%). YTD lieferte der Fonds **+16.7%** (vs MSCI Europe Small Cap Index +10.8%).

Das folgende Diagramm haben wir in der *citywire* Datenbank gefunden, welche 120 aktiv verwaltete europäische Small und Midcap Aktienfonds erfasst. Wir sind der blaue Punkt. Uns ist es natürlich am wichtigsten so weit wie möglich die y-Achse (Rendite) hochzuklettern. Da wir aber hauptsächlich in langweilige und unzyklische Unternehmen investieren, sollten wir normalerweise gleichzeitig am unteren Ende des Volatilitätsspektrums zu finden sein.



- **OSRAM Licht AG.** In unserem letzten Investorenbrief berichteten wir vom Bain / Carlyle Übernahmeangebot für €35 je Aktie. Im August mischte sich der österreichische Strategie am AG ein und legte ein durchfinanziertes Angebot für €38,50 je Aktie vor, welches anschließend vom OSRAM Aufsichtsrat empfohlen wurde. Ams stellt Sensorik für mobile Endgeräte her und empfindet OSRAMs Photonikexpertise als sehr komplementär. Es kamen Gerüchte auf, dass Carlyle kein Interesse an einer Erhöhung seines Angebots hat und Bain nun mit Advent kooperiert. Am 27. September erhöhte ams sein Angebot auf €41 je Aktie um damit einem Gegenangebot von Bain / Advent zuvorzukommen. Am 4. Oktober wurde aber klar, dass das erhöhte Angebot die Mindestannahmeschwelle von 62,5% um etwas über 10% verpasste. OSRAM veröffentlichte kurz darauf eine Pressemitteilung, in der auch erwähnt wurde, dass Bain / Advent immer noch die Möglichkeit eines weiteren Angebots prüfen
- **Intertrust N.V.** Der €2,6 Mrd. EV-schwere Verwaltungsdienstleister führte seine erfolgreiche Buy & Build Strategie mit einer saftigen \$330m Übernahme von Viteos fort. Intertrust hatte zuvor mit dem amerikanischen Technologieanbieter eine strategische Partnerschaft unterhalten und konnte daher einer kompetitiven Auktion zuvorkommen und Viteos für 8x EBITDA (nach Synergien) kaufen (Intertrust selbst handelt zu 12x EBITDA 2019e). Der Zukauf verschafft Intertrust weiteren technologischen Vorsprung in diesem historisch äußerst analogen Sektor.
- **ElringKlinger AG.** (*Short*) Im September erlebten wir eine Rotation in zyklische und "Value" Werte, die auch ElringKlinger nach oben schwebte. Unser Risk Management System nahm uns aus unserem Short heraus (die Position ist weiterhin sehr profitabel). Wir beobachten das Trading Momentum genau und werden vermutlich in Kürze unsere Kernposition erneut aufbauen. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass Elring aus diversen Gründen einer der attraktivsten Short Kandidaten im europäischen Tier 1 Automobilssektor ist. Dazu zählen die vierfache Nettoverschuldung, hohe Abhängigkeit vom Verbrennungsmotor und ein suboptimales Managementteam mit fehlgeleiteten finanziellen Anreizen. Zu den kurzfristigen Katalysatoren zählen schwache Q3 Zahlen mit einhergehender Korrektur der Guidance für 2019. Mittelfristig könnte ein Covenant-Bruch oder eine Kapitalerhöhung anstehen.

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

| Firma | Gewichtung | Sektor | Land |
|---------------------------------------|------------|----------------------------------|-------------|
| IVU Traffic Technologies AG | 5,8% | Technology (non-cyclical) | Deutschland |
| Frequentis AG | 5,4% | Technology (non-cyclical) | Österreich |
| Encavis AG | 5,0% | Energy | Deutschland |
| Eurofins Scientific SE | 4,8% | Business Services (non-cyclical) | Frankreich |
| Brenntag AG | 4,8% | Business Services (cyclical) | Deutschland |
| Guala Closures S.p.A. | 4,7% | Consumer (non-cyclical) | Italien |
| Intertrust N.V. | 4,7% | Business Services (non-cyclical) | Holland |
| IWG PLC | 4,7% | Business Services (cyclical) | U.K. |
| Greencore Group plc | 4,4% | Consumer (non-cyclical) | Irland |
| Naked Wines plc (zuvor Majestic Wine) | 4,3% | Consumer (non-cyclical) | U.K. |

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

| Firma | Gewichtung | Sektor | Land |
|---------------|------------|-------------------------|------|
| CVS Group plc | 3,5% | Consumer (non-cyclical) | U.K. |

CVS Group plc. Wir hatten diesen Namen ursprünglich mal als 0,9% Position in unserem Q1 Brief erwähnt, als wir von einem Ensemble aus UK Positionen berichteten, das wir als vergleichsweise „Hard Brexit“-immun erachten, aber trotzdem unter einem Bewertungsabschlag leidet. CVS kann man fast als „Signature“ Investment für uns verstehen. Es ist eine eindeutige Replikation eines Private Equity-typischen Wertsteigerungsszenarios, das an der Börse günstiger als im privaten Markt verfügbar ist. CVS ist eine Buy & Build Plattform im Tierarztsektor. Das Unternehmen betreibt mehr als 500 Praxen in UK und den Niederlanden. Darüber hinaus hat CVS komplementäre Dienstleistungen und Produkte aufgebaut, um noch mehr Umsatz und Profit aus seinem eigenen Ökosystem zu ernten. Dazu zählen z.B. Tierversicherungen und eine Online-Apotheke für Haustiere namens „animed direct“.

Sowohl Private Equity Fonds als auch Strategen konsolidieren den Tierarztsektor aktiv. BC Partners erwarb im August 2018 seine Plattform „vetPartners“ für 14x Adj. EBITDA. Der britische Broker Peel Hunt nennt Sektor Multiples von 17-20x EBITDA. Außerdem hat die Firma Mars Inc, die zwar eher für Schokoriegel bekannt ist, heute aber wohl den Großteil seiner Umsätze mit Haustierbedarf macht, kürzlich die Tierarzt-Kette AniCura für ca. 5x Umsatz von Nordic Capital erworben. Wir haben im ersten Halbjahr sukzessive CVS Aktien für unter 10x NTM EBITDA erworben. Die CVS Position hat bisher knapp über 60% Rendite eingefahren.

Abschnitt 3: Portfolio Bewertung

Wir vergleichen die zugrundeliegende Bewertung des Long Portfolios auf EV / EBITDA Ebene mit MDAX und SDAX

| | <u>EV/EBITDA NTM</u> | | <u>EV/EBITDA LTM</u> | | <u>Market Cap in €m</u> | |
|-----------------|----------------------|--------|----------------------|--------|-------------------------|--------|
| | Average | Median | Average | Median | Average | Median |
| CCA | 10,2x | 9,0x | 12,7x | 12,0x | 2.431 | 447 |
| MDAX | 12,2x | 8,6x | 15,5x | 11,4x | 7.690 | 4.988 |
| SDAX | 11,5x | 9,0x | 15,9x | 10,4x | 1.691 | 1.038 |
| Discount | | | | | | |
| vs MDAX | -16,0% | 4,2% | -17,8% | 4,4% | | |
| vs SDAX | -11,4% | 0,6% | -20,3% | 15,4% | | |

Abschnitt 4: Gedanken zu zwei Jahren CCA

Im September 2017 startete der Fonds mit dem zweifelhaften Segen in Märkte, denen so langsam die Puste ausging. Wir hatten damals bereits das Gefühl, dass der Querschnitt des Kapitalmarktes ein bisschen mehr als fair bewertet war. Wir haben immer noch in vielen Ecken „Value“ gesehen, aber man musste wählerisch sein. In den 4 Monaten nach Auflage stieg der CCA NAV um fast 7% und erreichte seinen historischen Höchststand bei €106,73 am 8. Januar 2018. Dann verwandelte sich Europa in einen einjährigen Bärenmarkt. Der neue Fonds war plötzlich mit signifikant negativem Beta konfrontiert; der NAV erreichte sein historisches Tief von €80,52 im Dezember

2018. Zusammen mit Indizes wie dem MSCI Europe Small Cap oder dem SDAX, die beide im Jahr 2018 um 22% fielen, verlor auch CCA 22% an Wert. Wir haben uns **nicht** mit der Tatsache trösten wollen, dass wir zumindest gleichauf mit den Indizes waren. Das Jahr 2018 war eine erdende Erfahrung für eure treuergebenen Portfoliomanager.

Wir haben die Schwierigkeiten des Jahres 2018 genutzt, um Fine-Tuning für unseren Investitionsansatz zu betreiben. Zunächst zogen wir unsere Risk Management Parameter enger an, um unserer erhöhten Paranoia bezüglich Drawdowns gerecht zu werden. Dann haben wir unsere Positionsgrößen mehr in Richtung Gleichgewichtung normalisiert. Wir haben uns dazu gezwungen neue Wege bei der Ideengenerierung zu gehen. Wir glauben die Fähigkeit originelle Ideen zu kreieren, ist eine unserer Stärken, aber wir haben über die letzten 12 Monate hart daran gearbeitet uns weiterzuentwickeln. Dazu haben wir drei neue quantitative Ansätze entwickelt, welche auf Deleveraging, Buy & Builds und Überreaktionen auf Gewinnwarnungen basieren. Im Grunde übersetzen wir unseren manuellen Prozess, mit dem wir nach Private Equity-typischen Werttreibern suchen, in einen zahlenbasierten Ansatz – wir nennen das „quantamental“ Sourcing.

Unser Trading ist auch schlauer geworden. Zuvor hatten wir neue Positionen hauptsächlich auf Basis unserer fundamentalen Bewertung eröffnet und waren agnostisch gegenüber dem aktuellen Preismomentum unseres Ziels. Wir haben seither aber ein neues quantitatives Werkzeug namens „Momentum Tracker“ im Einsatz um unser Tradingverhalten zu unterstützen. Diese auf den ersten Blick kleine Anpassung hat unsere Performance merklich verbessert. Trades, bei denen wir dies sehr spürten, waren IVU Traffic Technologies (bisher das erfolgreichste Investment des Fonds mit einem Money Multiple von mehr als 2x) und CVS Group plc.

Nach diesen verschiedenen Anpassungen begann der Fonds eine Periode der Outperformance und schlug den MSCI Europe Small Cap Index um 5,9% YTD (nach allen Gebühren). Der MSCI Europe Small Cap Index spiegelt die geographische und Market Cap Positionierung des Fonds am besten wieder.¹ Wir ihr wisst, sind wir nicht gekommen um *relative* Erfolge zu „feiern“, sondern interessieren uns hauptsächlich dafür Geld für unsere Co-Investoren zu machen. Es sei aber erwähnt, dass wir trotz des holprigen Umfelds, in das der Fonds startete, diesen Index nach allen Gebühren um 4,3% kumulativ seit Auflage geschlagen haben.

Abschnitt 5: Jährliche Dividende

Alle Tranchen des CCA European Opportunities sind ausschüttend. Die jährliche Dividende wird am 16. Oktober gezahlt: €2,99 je Anteil für die I-Klasse, und je €0,30 für S- und R-Klasse. Der Ex-Dividend Tag ist der 15. Oktober. Der NAV jeder Klasse wird an diesem Tag 1-zu-1 reduziert werden.

Wir danken Euch, unseren Co-Investoren, für die Unterstützung. Wir immer seid ihr jederzeit herzlich zu uns ins Büro eingeladen um „Hallo“ zu sagen oder Investments zu besprechen.

Viele Grüße vom Eschenheimer Tor in Frankfurt

Das CCA Team

¹ Der Index wurde von unserem Fonds-Administrator **Universal Investment** im Prozess der Fondsaufgabe auf Basis einer quantitativen Analyse ausgewählt.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese „WM“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen. Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Datum: 7. Oktober 2019. Herausgeber: CCA GmbH / Eschersheimer Landstraße 1-3 / 60322 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.