

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. Januar 2020

Investor Letter 11

Liebe Co-Investoren,

2019 war ein gutes Jahr für den Fonds. Unsere Strategie generierte hohe absolute Rendite. Was uns besonders freut, ist die risikoadjustierte Wertentwicklung bei der geringen Volatilität des Fonds im Vergleich zu den Indizes. Unser hochkonzentrierter Fonds (ca. 25 Positionen) erzielte **23,9%** Rendite, bei einer Volatilität von **9,2%**. Der diversifizierte MSCI Europe Small Cap Index (985! Firmen) erzielte eine Rendite von **26,8%**, bei einer Volatilität von **13%**.

Bis zum 4. Quartal war die übergreifende Narrative für das europäische Aktienjahr 2019 schwer zu fassen. Die ersten vier Monate lieferten einen explosionsartigen Aufschwung nach dem „Crash“ Ende 2018. Der Fonds erholte sich ebenfalls, jedoch weniger als der breite "Beta-Boost" an den Märkten. Wir wollten uns weiterhin nicht von zyklischen und industriellen Werten verführen lassen und blieben bei verlässlichen Cashflows, vernünftigem Leverage und robusten Geschäftsmodellen. Diese Strategie zahlte sich im Mai und August besonders aus, da wir starke Marktvolatilität vermieden und signifikantes Alpha generieren konnten. Während Zentralbanken das ganze Jahr über Investitionen förderten, war Freitag, der 11. Oktober, der wichtigste "Risk-On"-Tag im Jahr 2019. Trump Tweets über einen „Trade Deal in Principle“ trafen auf weitere Klarheit zum Brexit und ließen damit europäische Märkte an diesem Freitag um 2-3% steigen. In unserem Brief für das erste Quartal 2019 hatten wir über unsere bewusste Positionierung in unterbewerteten, aber robusten britischen Unternehmen berichtet. Das gab uns einen Performance-Vorteil, der unsere Zurückhaltung bei zyklischen Namen linderte.

In Folge des "Risk-On"-Tages konnte der DAX innerhalb von 4 Wochen um 10% zulegen. Zyklische Werte wie ElringKlinger, Leoni und Jungheinrich erholten sich, teilweise getrieben durch Short Squeezes, noch stärker um +20%. Im Rahmen unseres Risikomanagementsystems wurden kleine Short-Positionen bei ElringKlinger und Heidelberger Druckmaschinen geschlossen.

Die folgende Grafik verdeutlicht die geringe Volatilität des Fonds und das geringe Exposure gegenüber den breiten Marktschwankungen in diesem Jahr.



Abschnitt 1: Performance Q4 2019

Die vierteljährliche Performance betrug **+6,2%** (vs. MSCI Europe Small Cap Index **+14,4%**). Die relative Underperformance im 4. Quartal ist auf das bewusst geringe Engagement des Fonds in Industrieunternehmen inmitten einer Sektor-Rotation in zyklische Namen zurückzuführen. Die YTD-Performance liegt bei **+23,9%**. Highlights aus dem Portfolio:

Frequentis AG (Marktkapitalisierung EUR270m). Die Wiener Frequentis stellt Kommando- und Kontrollzentren in der zivilen und militärischen Luftfahrt, der Bahn, der Schifffahrt, der Polizei, der Feuerwehr und dem Rettungswesen her. Das Unternehmen ist weltweit führend in Hard- und Software für Marktnischen wie digitale Sprach- und Datenkommunikation für die Flugsicherung. Im Investor Letter 8 (April 2019) haben wir unsere Pre-IPO-Allokation in Frequentis mit ca. 5% des Fonds bekannt gegeben. Mitte Mai sind wir mit 18 €/Akte eingestiegen. Bis zum Jahresende 2019 konnte die Aktie um 10% zulegen und schloss das Jahr mit 19,85 Euro. Wir halten die Bewertung des Unternehmens weiterhin für attraktiv und der CEO Norbert Haslacher hat in jüngster Zeit exzellente Investor Relations Arbeit geleistet. Der Ausblick auf das Jahr 2020 ist mit einem vollen Auftragsbuch und starkem Interesse an den Remote-Tower Systemen des Unternehmens sehr vielversprechend.

Caretech Holdings plc (Marktkapitalisierung GBP500m). Nach der Cambian-Übernahme hat Caretech am 12. Dezember erstmals einen konsolidierten Jahresabschluss für die neue Gruppe veröffentlicht. Die angestrebten Synergien von GBP3m wurden erreicht und das Unternehmen ist auf dem Weg, in den nächsten zwei Jahren weitere GBP3m. zu liefern. Die Qualitätsbewertungen der Cambian Einrichtungen haben sich im Laufe des Jahres ebenfalls verbessert und schließen die Lücke zum Rest von Caretech. Die Aktien sind seit unserem Einstieg im Mai 2019 um rund +25% gestiegen. Die Bewertung ist nach wie vor attraktiv und liegt nun bei 9,3x 2020e EBITDA, 10,8x 2020e EBIT und 9,8x 2020e P/E.

Encavis AG (Marktkapitalisierung EUR1,3 Mrd.) hat in diesem Jahr eine unerwartet große Performance von +70% erzielt, hauptsächlich aufgrund von Strategieumsetzung, d.h. der Allokation von Kapital in attraktive neue Projekte. Zusätzlich zum Gewinnwachstum hat die Aktie ein Re-Rating von 11x auf 13x EBITDA durchlaufen. Der Kapitalmarkt verzeichnete starke Zuflüsse in alles, was nachhaltig und erneuerbar ist - ein Trend, von dem wir erwarten, dass er sich fortsetzen wird. Auf der Grundlage unseres Prinzips der konstruktiven Paranoia untersuchten wir die Short-Positionen auf Encavis-Aktien; es stellte sich heraus, dass es sich um einen simplen Hedge auf In-the-Money-Wandelanleihen handelt, die Encavis ausgegeben hatte.

Zooplus AG (Marktkapitalisierung EUR600m). Unser Short auf das E-Commerce Unternehmen für Heimtierbedarf entwickelte sich gut, da die Aktie über das Jahr hinweg um 29% fiel und damit in einem insgesamt positiven Aktienjahr signifikantes Alpha generierte.

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewichtung	Sektor	Land
Frequentis AG	5,5%	Technology (non-cyclical)	Austria
CareTech Holdings plc	5,2%	Healthcare	U.K.
Greencore Group plc	5,0%	Consumer (non-cyclical)	U.K.
IWG PLC	4,9%	Business services (cyclical)	U.K.
SLM Solutions Group AG	4,8%	Capital goods / Industrials	Germany
Encavis AG	4,7%	Energy	Germany
Eurofins Scientific SE	4,7%	Business services (non-cyclical)	France
All for One Group AG	4,6%	Business services (non-cyclical)	Germany
Brenntag AG	4,4%	Business services (cyclical)	Germany
Intertrust N.V.	4,4%	Business services (non-cyclical)	Holland

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewichtung	Sektor	Land
init innovation in traffic systems SE	4,1%	Technology (non-cyclical)	U.K.
Cegedim SA	4,4%	Technology (non-cyclical)	France
SLM Solutions Group AG	4,8%	Capital goods / Industrials	Germany

init innovation in traffic systems SE (Marktkapitalisierung EUR230m). init ist ein integrierter Systemanbieter für den öffentlichen Personennahverkehr in aller Welt. Neben dem Angebot eines intermodalen Verkehrsleitsystems (ein "SAP" für Verkehrsbetriebe) ist init Weltmarktführer bei Ticketinglösungen und automatisierter Fahrgastzählung. Weitere Details entnehmen Sie bitte dem am 27. Dezember 2019 veröffentlichten Equity Ride¹.

Cegedim SA (Marktkapitalisierung EUR400m) ist ein diversifizierter Software- und Outsourcing-Partner im Gesundheitswesen in Frankreich und Großbritannien. Aufgrund der Reorganisation des Unternehmens sind die Zahlen des Unternehmens nur schwer zu lesen und zu bewerten. Das Unternehmen ist in verschiedenen attraktiven Märkten von der Versicherungsabrechnung bis zur medizinischen Datenerfassung etabliert und handelt mit einem großen „Discount“ gegenüber anderen, unkomplizierteren Unternehmen im Gesundheitswesen.

SLM Solutions Group AG (Marktkapitalisierung EUR350m). Nach einem Treffen mit dem neu ernannten CEO von SLM haben wir im Mai 2019 begonnen, eine Position in diesem Pionier der additiven Fertigung (3D-Druck) bei einem Kurs von unter 13 €/Aktie aufzubauen. Die Reputation des Unternehmens im Markt war zuvor durch einen gescheiterten Übernahmeversuch von General Electric im Jahr 2016 beschädigt worden. Zu diesem Zeitpunkt bot GE 38 €/Aktie, zog sich aber zurück, nachdem Elliot Advisors (Paul Singer) sich einmischte und einen höheren Preis verlangte. Elliot blieb dem Unternehmen als Aktionär treu und wurde später von einem weiteren Aktivisten namens ENA unterstützt. Der neue CEO Meddah Hadjar baut das Führungsteam wieder auf und uns gefällt, was wir sehen. Unser Besuch auf der Messe Formnext hat uns in unserer Ansicht

¹ <http://conductioncapital.com/public/uploads/2019/12/INIT-2019-12-27-german-final.pdf>

bestärkt, dass SLM ein globaler Technologieführer ist. Unsere SLM Position wuchs durch die ca. 40%ige Wertsteigerung seit unserem Einstieg zu einer Kernposition des Fonds heran. Wir rechnen damit, dass die Position einer gewissen Volatilität unterliegen wird. Wir nehmen dies aber, in Anbetracht der Chancen, in Kauf.

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</u>	
	Average	Median	Average	Median	Average	Median
CCA	10,5x	9,6x	14,3x	12,3x	1.692	323
MDAX	14,8x	11,2x	17,4x	11,8x	8.615	5.644
SDAX	11,4x	8,9x	13,6x	11,6x	1.905	1.224
Discount						
vs MDAX	-28,6%	-14,2%	-17,9%	4,5%		
vs SDAX	-7,7%	8,0%	5,6%	5,9%		

Abschnitt 4: Etwas Interessantes –nüchtern bleiben.

[wir haben diesen Abschnitt am 2. Januar 2020 finalisiert, d.h. vor dem US-Drohnenangriff am 3. Januar.]

Marktteilnehmer schlossen das Jahr 2019 in positiver Stimmung ab. Um diese Stimmung zu relativieren, sollte man sich vor Augen führen, wie groß der Beitrag der „Beta-Welle“ war, die die globalen Marktindizes nach dem "Risk-On"-Tag (11. Oktober 2019) nach oben schwenkte. Die folgende Tabelle zeigt, wie sehr die Index-Performance für das Gesamtjahr 2019 vom Zeitraum 8. Oktober bis 31. Dezember 2019 getrieben war. Es zeigt sich, dass bis zu drei Viertel der Gesamtjahresperformance aus dem Jahresendspurt stammen, während **CCA European Opportunities** in diesem Zeitraum etwa ein Viertel der Gesamtjahresperformance erzielte.

Index	Performance		
	2019 FY	October 8th - December 31st 2019	Oct 8th – 31st December performance as % of 2019 FY performance
FTSE Small Cap	22,4%	16,4%	73,2%
MSCI Europe Small Cap	26,8%	17,8%	66,5%
CAC Small	17,0%	11,2%	65,9%
FTSE 250	25,6%	14,2%	55,6%
Germany SDAX (regular)	28,9%	15,4%	53,5%
Germany DAX Index (regular)	21,5%	10,6%	49,4%
Germany SDAX (performance)	31,6%	15,4%	48,9%
Germany MDAX (regular)	28,1%	12,5%	44,3%
Germany DAX (performance)	25,5%	10,7%	41,9%
Germany MDAX (performance)	31,2%	12,5%	40,0%
CCA - S-Class	23,9%	6,2%	25,9%

Wie lautet die Botschaft hier? Eine kurze Periode hoher Performance kann die gesamte Narrative eines Börsenjahres überschreiben und sehr enthusiastische Marktstimmung auslösen. Wir raten daher, bei der Extrapolation der jüngsten positiven Performance in die Zukunft besonders vorsichtig zu sein. Wenn wir uns jedoch die Stimmungsindikatoren und die Umfragen der Portfoliomanager ansehen, sind wir der Meinung, dass die meisten Marktteilnehmer nicht so denken. Eine kürzlich durchgeführte Umfrage der Bank of America zeigt, dass sich die Barmittel in Investmentfonds auf einem 6-Jahres Tiefststand befinden. Darüber hinaus erwarten Fondsmanager erstmals seit August 2018 ein Wachstum der Unternehmensgewinne in den nächsten 12 Monaten.

Wir kommen zu dem Schluss, dass die Marktteilnehmer derzeit „bullish“ sind und „bullish“ sein wollen. Das kann entweder weitergehen oder eine gute Voraussetzung für Enttäuschungen sein.

Fundamentale Daten lesen sich nicht so deutlich positiv, wie es die Marktstimmung suggeriert. Audi, Daimler und Bosch haben im November große Kosten- und Stellenabbauprogramme angekündigt. Dies kann sowohl für die Verbraucherstimmung als auch für die Zulieferer in der Lieferkette ein schlechtes Zeichen sein.

Darüber hinaus zeigte die zyklische Hausse in den letzten Tagen des Jahres erste Risse. Der Gabelstaplerhersteller Jungheinrich war nach dem "Risk-On"-Tag im Oktober um 34% gestiegen. Doch am 18. Dezember meldete sich die Realität mit einer Gewinnwarnung und einem eintägigen Kursrückgang von 25% wieder zurück. Der Druckmaschinenhersteller König und Bauer gab am 23. Dezember eine deutliche Gewinnwarnung wegen verspäteter Aufträge heraus und die Aktie gab um 9 % nach. Vielleicht laufen die Industrieunternehmen also nicht so reibungslos, wie es die Unternehmensbewertungen vermuten lassen. Seltsamerweise reagierten die „Cross-Reads“ auf diese Gewinnwarnungen nicht annähernd so stark, wie man erwarten könnte. Die Kursanstiege im 4. Quartal könnten höhere Gewinne vorgezogen haben, als positive Fundamentaldaten im Jahr 2020 rechtfertigen werden.

Der Markt könnte jedoch aus gutem Grund beide Augen vor möglichen weiteren Gewinnwarnungen zudrücken. Wenn die Handelsstreitigkeiten enden, der Brexit glatt läuft, Frankreich nicht mehr streikt, Italien eine stabile Regierung behält, die deutsche Politik nicht extremer wird und die Zentralbanken ihre akkommodierende Haltung beibehalten, dann sollten sich die Anleger für den nächsten große Bullenmarkt anschnallen. Aber wir sind nicht vollkommen zuversichtlich, dass dies alles reibungslos verlaufen wird. Wenn sich herausstellt, dass man die „Cross-Reads“ ernster hätte nehmen sollen und die Dichte der negativen Datenpunkte zunimmt, dann könnte sich die prozyklische Marktstimmung schnell umkehren. Wir werden weiterhin in die attraktiven, idiosynkratischen Risiko-Rendite-Profile unseres konzentrierten, weitgehend nichtzyklischen Aktienportfolios investiert bleiben. Wir gehen in das Jahr 2020 mit einem Netto-Exposure von 90% und einer tiefen Pipeline von neuen Investitionsideen.

Wir danken unseren Co-Investoren für ihre 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

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. Januar 2020. 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.