

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

3. April 2020

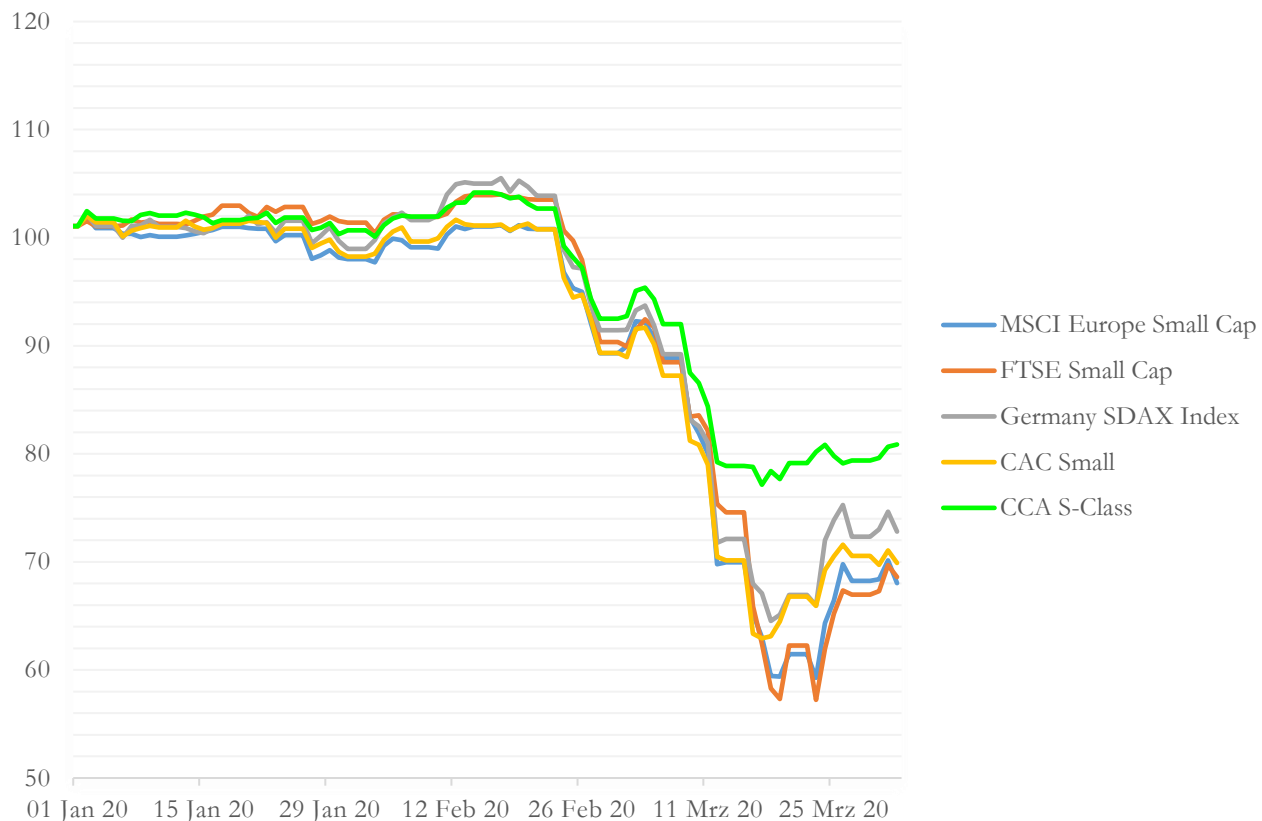
Investor Letter 12

Liebe Co-Investoren,

Als die Corona-Krise ins Rollen kam, hatte der Fonds das „Glück“, über ein Portfolio von widerstandsfähigen, weitgehend nichtzyklischen Beteiligungen zu verfügen; wir hatten während des Handelskriegs zwischen den USA und China im Jahr 2019 Unternehmen veräußert, die in exzessiv komplexen und globalen Lieferketten engagiert waren. Das Portfolio Anfang 2020 war von lokalen Champions durchzogen.

Mit dem Ausbruch der Corona-Krise haben wir die unternehmensspezifischen Risiken des Portfolios neu bewertet und haben in einigen Fällen noch mehr Risiko vom Tisch genommen. Wir stellten auch fest, dass die Märkte in eine Periode beispielloser Unsicherheit liefen. Um das Kapital zu schützen, sicherten wir unser verbleibendes Long-Portfolio teilweise über einen kleinen Strauß an Index-Shorts ab. Wir haben euch am 29. Februar und 15. März in *ad hoc* Updates über diese Entscheidungen in Echtzeit auf dem Laufenden gehalten.

Als Diagramm sieht das Jahr 2020 bisher wie folgt aus (Daten zum Handelsschluss 1. April):



Abschnitt 1: Performance Q1 2020

Die vierteljährliche Performance betrug **-20%** gegenüber **-30%** für den MSCI Europe Small Cap. Die relative Outperformance des Fonds gegenüber der Benchmark ist auf die ca. 40%ige Indexabsicherung, auf die Tatsache, dass viele unserer Kernpositionen deutlich weniger als der Markt zurückgingen, oder im Falle von Naked Wines sogar eine positive Performance aufwiesen, sowie auf die starke Performance von drei Short-Positionen zurückzuführen: Heidelberger Druckmaschinen, SGL Carbon und ElringKlinger.

Highlights aus dem Portfolio:

Heidelberger Druckmaschinen AG (Marktkapitalisierung €170m). Wir haben im September 2019 eine Short Position auf HDD mit der These initiiert, dass der angeschlagene Druckmaschinenhersteller in der zunehmend digitalen Welt zu kämpfen haben wird. Katalysatoren für die Eröffnung der Position waren unter anderem der unerwartete Rücktritt des langjährigen CFO Dirk Kaliebe und eine Kursrallye trotz einer weiteren Verschlechterung der Ergebnisse. Unsere These, dass sich die Liquidität verflüchtigt, wurde vor zwei Wochen bekräftigt, als der CEO bekannt gab, dass HDD 375 Millionen Euro aus dem Pensionsplan abzieht, um eine weitere betriebliche Umstrukturierung zu finanzieren. Unser Short ist um >50% gestiegen und trug +1,5% zur Performance des Fonds im ersten Quartal bei.

Naked Wines plc (Marktkapitalisierung GBP 200m) stieg im 1. Quartal um 11% und trug auf Fondsebene +0,6% bei, womit der FTSE 250 um 40% übertroffen wurde. Letzte Woche gab Naked bekannt, dass sie aufgrund der extrem hohen Nachfrage und der Notwendigkeit, das Lager aufholen zu lassen, vorübergehend keine neuen Bestellungen aus dem Vereinigten Königreich entgegennehmen würden. In diesem Zeitraum erfüllte Naked nur Bestellungen, die von bestehenden britischen Kunden aufgegeben wurden. Auch weit über die Corona-Krise hinaus, sind wir bezüglich der weiteren Entwicklung des Unternehmens zuversichtlich.

Zooplus AG (Marktkapitalisierung €730m). Zooplus ist einer der seltenen Fälle, in denen wir unsere Investitionssicht auf ein Unternehmen um 180 Grad geändert haben, in diesem Fall von short auf long. Wir haben 2018 einen Short auf Europas größtes E-Commerce-Unternehmen für Heimtierbedarf initiiert. Unsere These basierte damals auf dem sich verlangsamenden Wachstum sowie dem zunehmenden Wettbewerbsdruck. Die Position hat sich gut entwickelt, da die Aktien 2019 um 29% zurückgegangen sind, was in einem sehr „bullishen“ Gesamtjahr signifikantes Alpha erzeugt hat. Anfang 2020 veranlasste uns die Verbesserung unserer für diese Position wichtigsten KPIs - Nettoumlaufvermögen und Bruttomarge - dazu, unseren Short zu schließen und die Gewinne zu realisieren. Als der CEO von Zooplus wiederholt und in großem Volumen Aktien erwarb, entwickelten wir eine Long-These. Diese beinhaltet neben der erhöhten Verhandlungsmacht gegenüber der Lieferantenbasis, was sich in höheren Bruttomargen und lockereren Zahlungsbedingungen niederschlägt, auch einen gewissen Corona-Effekt. Als „nativer“ E-Commerce-Anbieter kann Zooplus die im Lichte der Krise beschleunigte Verlagerung auf Online-Kanäle besser nutzen als seine stationären Konkurrenten. Wir erwarten ein deutlich höheres Nutzer- und Umsatzwachstum. Angesichts des unsicheren allgemeinen Marktumfelds haben wir jedoch das nominale Risiko für diese Position in Grenzen gehalten und unsere „Meinung“ über langlaufende „out of the money“ Call Optionen zum Ausdruck gebracht.

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
Encavis AG	5,3%	Solar und Windparkbetreiber mit Einspeisevergütungen
Frequentis AG	5,1%	Command & Control Systeme für Luftverkehr und öfftl. Sicherheit
init innovation in traffic systems SE	5,0%	Software für öfftl. Verkehrssektor und Ticketinglösungen
Cegedim SA	4,7%	Software für Gesundheitssektor und Outsourcing für Versicherungen
Eurofins Scientific SE	4,6%	Global Labordienstleister (mit mehreren Covid-19 Tests)
Naked Wines plc	4,5%	Online Weinclub in UK und USA
Polski Bank Komórek Macierzystych S.A.	4,4%	Führende europäische Nabelschnurblutbank
IVU Traffic Technologies AG	4,0%	Software für öfftl. Verkehrssektor
Intertrust N.V.	4,0%	Business Services für Unternehmen und Fonds
CareTech Holdings PLC	3,9%	Führender britischer Anbieter von Erwachsenenpflege

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Sektor	Land
Cerved SA	2,7%	Business Services - unzyklisch	Italien
Flatex AG	2,2%	Finanzdienstleistungen	Deutschland
Modern Times Group MTG AB	3,1%	Medien	Schweden

Cerved Group S.p.A. (Marktkapitalisierung €1,2 Mrd.) ist Italiens führende Kreditrating-Agentur. Über 30.000 Benutzer zahlen wiederkehrende Lizenzgebühren für den Zugang zu den Bonitätsprodukten von Cerved, darunter >90% aller italienischen Banken und >80% der größten 1.000 Unternehmen Italiens. Das Geschäftsmodell ist in Zeiten des wirtschaftlichen Abschwungs robust, da der Wert, der den Kunden geboten wird, noch relevanter wird. Wir verfolgen das Unternehmen seit Jahren, haben aber erst nach dem breit angelegten Ausverkauf der italienischen Aktienmärkte eine Position eröffnet. Unser Einstiegspreis liegt nahe dem IPO-Preis aus dem zweiten Quartal 2014, als das EBIT noch um 40% niedriger war als heute. Während Italien seine Wirtschaft stoppt und wieder in Gang bringt, werden Banken und Unternehmen die Kreditwürdigkeit ihrer Gegenparteien ständig überwachen; sie müssen dazu auf die einzigartige Datenbank von Cerved zugreifen.

Flatex group AG (Marktkapitalisierung €350m) ist Europas führender unabhängiger Online-Broker mit über 380.000 Privatkunden vor allem in Deutschland, Österreich und den Niederlanden. Das Geschäft ist praktisch eine Call-Option auf Marktvolatilität, da es mit höheren Handelsvolumina zusätzliche Einnahmen und Erträge generiert. Wir stehen seit Jahren in Kontakt mit dem Top-Management und haben nach der Übernahme von degiro in Holland im Zuge des Buy-and-Build-Plans erneut eine Position eröffnet. Anfang dieser Woche gab der CFO von Flatex bekannt, dass "Q1'20 bei weitem das beste Quartal aller Zeiten war".

Modern Times Group MTG AB (Marktkapitalisierung €500m). Das ehemalige schwedische Medienkonglomerat MTG hat seine Studios und Netzwerke ausgegliedert und ist auf dem Weg, der weltweit einzige reine E-Sport-Konzern zu werden. MTG besitzt die marktführende Marke

"ESL" (Electronic Sports League). Nielsen steht kurz vor der Veröffentlichung seines ersten großen E-Sport-Datensatzes für die drei großen Akteure des Sektors: MTG, Activision Blizzard und Riot Games. Wir glauben, dass diese Ergebnisse Medieneinkäufern auf der ganzen Welt nie dagewesene Transparenz bieten könnten. Angesichts des derzeitigen Mangels an Möglichkeiten zur Zuweisung von Werbebudgets (da professionelle Sportveranstaltungen aufgrund Corona verschoben werden) könnte der Zeitpunkt der Veröffentlichung von Niensens Datensätzen für MTG sehr glücklich sein.

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	10,7x	10,8x	12,2x	11,5x	1.361	474
MDAX	16,6x	10,7x	14,6x	11,2x	5.926	3.767
SDAX	12,5x	8,0x	14,2x	8,6x	1.301	764
Discount						
vs MDAX	-35,2%	1,0%	-16,4%	2,6%		
vs SDAX	-14,4%	35,4%	-14,0%	33,1%		

Die retrospektiven Gewinnmultiplikatoren sind vielerorts zu ihrem Fünfjahresdurchschnitt zurückgekehrt. Die meisten europäischen Indizes werden jedoch immer noch deutlich über ihrem 10-Jahres-Durchschnitt gehandelt. Dies ist eine von mehreren Messgrößen, die wir bei der laufenden Korrektur verfolgen.

Abschnitt 4: Ausblick

Die globalen Aktienmärkte haben noch nicht die Bedingungen erreicht, die notwendig sind, um eine „Talsohle“ zu definieren. Viel zu viel bleibt ungewiss und unerklärlich. Genauer gesagt können die schlimmsten „Tail-Risks“ (Extremenszenarien) noch nicht genau genug bepreist werden. Zudem ist es auch zu früh, um zu wissen, ob neue und unerwartete Risiken zweiter Ordnung auftauchen werden. Daher erwarten wir, dass die hohe Volatilität weiter anhalten wird, da der Markt noch schizophren wirkt und die Bepreisung der extremen, negativen Tail-Risks noch in einem dynamischen Iterationszyklus steckt.

Wir haben unsere Strategie an dieses Marktumfeld adaptiert. Als langfristig orientierter Aktienfonds hält CCA ein Brutto-Exposure von 80% in robusten und vielversprechenden Unternehmensbeteiligungen. Diese sind teilweise durch einen Strauß von Index-Shorts und einen Strauß von Einzelaktien-Shorts mit spezifischen Katalysatoren abgesichert. Unser Netto-Marktrisiko beträgt daher derzeit nur 30%.

Wir beobachten aktiv eine breite Palette von Indikatoren, darunter die „Mean-Reversion“ zu historischen Bewertungsniveaus und das Marktverhalten in anderen Krisen. Wir glauben, dass es zu früh ist, um in einen aggressiven Risikomodus zu wechseln. Trotz der jüngsten Rallye sind wir

der Meinung, dass es noch nicht genügend Datenpunkte gibt, um die Auswirkungen dieser Krise auf die Fundamentaldaten der Unternehmen hinreichend zu verstehen. Wie wir in unserem ersten *ad hoc* Update vom 29. Februar dargelegt haben, stehen noch einige Schlüsselereignisse aus, die die Auswirkungen der Krise kontextualisieren werden, wie z.B. Updates der Geschäftsprognosen für das Gesamtjahr und Ergebnisse für das zweite Quartal. Wenn wir eine hinreichend begründete Gewissheit über eine Normalisierung der Verhältnisse erreichen und die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt einen Wendepunkt erreicht, ausreichend gestiegen ist, werden wir unsere Index-Absicherungen reduzieren. Unser Ziel ist es, das Risiko proportional zu den fundamentalen Entwicklungen zu erhöhen. Wir haben bereits damit begonnen, unser Long-Exposure in einer sorgfältig ausgewählten Gruppe von Unternehmen, darunter Cerved, Flatex und MTG (siehe oben), zu erhöhen. Angesichts der hohen Volatilität und des gestiegenen Gap-/Spread-Risikos im Aktienhandel, bauen wir neue Positionen in kleineren Schritten und über einen längeren Zeitraum auf.

Wir streben an, dass der Fonds bei der Erholung fast vollständig investiert ist. Deshalb ermutigen wir Sie, unsere Co-Investoren, jetzt eine Erhöhung Ihres Engagements im Fonds in Betracht zu ziehen, da dies ein außergewöhnlich guter Zeitpunkt dafür sein könnte.

Bitte kontaktieren Sie uns mit Kommentaren oder Fragen.

Grüße vom Eschenheimer Tor

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: 3. April 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.