

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

6. Juli 2020

## Investor Letter 13

Liebe Co-Investoren,

Wir sind stolz darauf heute unsere künftige Einbeziehung nachhaltiger Investitionsprinzipien in unsere bestehende Strategie bekannt zu geben. Am 31. März wurde CCA Unterzeichner der UN-Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investieren (UNPRI). Einzelheiten zu unserer ESG-Initiative folgen in Abschnitt 4.

Bevor wir die Ergebnisse des zweiten Quartals präsentieren, erinnern wir an den letzten Absatz unseres letzten Quartalsbriefes vom 3. April:

*"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".*

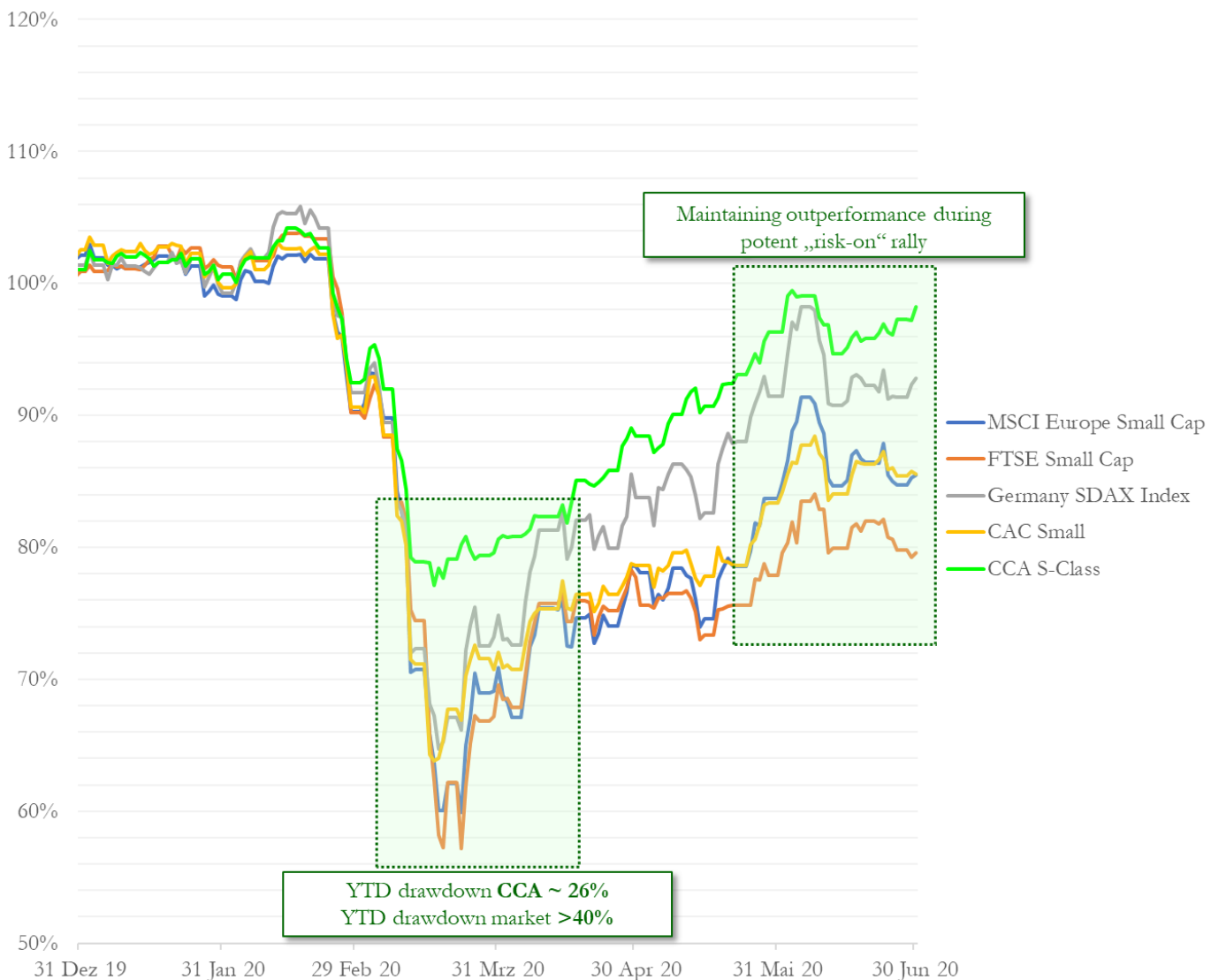
Wir hatten keine Ahnung, wie schnell diese "Erholung" kommen würde. Der Fonds kletterte von seinem Tiefpunkt im März bis zum 30. Juni um **+27,4%**.

Der Fonds hat die relevanten Indizes im Jahr 2020 YTD auf absoluter Basis übertroffen. Darüber hinaus tat er dies bei **deutlich geringerer Volatilität**. Der maximale Drawdown des Fonds erreichte im März **-26%**, was zwar drastisch klingt, aber weit weniger erschütternd war als der Einbruch von **-40%** bei DAX und MDAX. Dies war zum Teil auf unser konzentriertes Portfolio aus qualitativ hochwertigen, nicht zyklischen Unternehmen zurückzuführen. Bislang war die Zahl der Gewinnwarnungen oder Prognose-Kürzungen bei den Portfoliounternehmen des Fonds sehr begrenzt. Im Gegenteil, wir haben bei Naked Wines, Zooplus (wie bereits erwähnt, haben wir unsere Short-Position in ein Long-Engagement umgewandelt), Eurofins, INIT und IVU aufgrund von Rückenwind bei der Nachfrage eine Anhebung der Prognosen erlebt.

Insgesamt brauchten wir keine Zeit für einen Wiedereinstieg in den Markt zu veranschlagen, da wir nie ausgestiegen waren; wir hielten das Kernportfolio durchgehend. Als im Februar die Corona-Krise aufkam, begannen wir damit, fast die Hälfte unseres Long-Portfolios abzusichern, indem wir ein Ensemble von Index-Shorts und Optionen kauften, um dem Risikoprofil des Fonds bestmöglichen Schutz zu verleihen. Unsere Single Name Shorts trugen ebenfalls zur Outperformance des Fonds bei, insbesondere im Februar und März.

Da die Regierungen entschlossen und mit robusten politischen Maßnahmen handelten und keine zusätzlichen größeren "Tail"-Risiken auftraten, haben wir nach und nach den Großteil unserer Absicherungen aufgelöst. Derzeit ist der Fonds zu 88% netto long positioniert, bestehend aus 93% brutto long und 5% brutto short.

Zum Marktschluss am 30. Juni ist dies der bisherige Verlauf von 2020:



### Abschnitt 1: Performance Q2'2020

Die vierteljährliche Performance betrug **21,9%** gegenüber **20,6%** für den MSCI Europe Small Cap.

Highlights aus dem Portfolio:

**PBKM** – Die Aktien der polnischen Nabelschnurblutbank PBKM haben sich vermutlich aufgrund von Spekulationen über eine mögliche kurzfristige Verbindung mit ihrem deutschen Pendant Vita34 signifikant verteuert. Der deutsche Aktivistenfonds Active Ownership Capital, Eigentümer von 60% der PBKM, veröffentlichte am 29. Juni ein obligatorisches Übernahmeangebot für Vita34. AOC hatte vor kurzem bei Vita34 die Schwelle von 30% Aktienbesitz überschritten. PBKM ist mehr als doppelt so groß wie Vita34 und wird mit einem erheblichen Abschlag gehandelt. Der Ball ist nun im Spiel.

**Naked Wines plc** – Das Unternehmen hatte beeindruckendes Current Trading bekannt gegeben. Die Umsätze im April und Mai stiegen um +81%. Das Management beschrieb die durch die Covid-

Krise angestoßenen Entwicklungen als einen Digitalisierungsschub, der statt über 20 Jahre verteilt, innerhalb eines Monats ablief: Die Verbraucherpenetration von Online-Weinhandel stieg von 5% vor Corona, auf 20% aktuell. Ermutigend ist, dass sich diese neuen Kunden "normal" verhalten, d.h. nicht nur Lockvogelangebote wahrnehmen, sondern sich weiterhin aktiv mit der Plattform auseinandersetzen. Potenziell noch vielversprechender für Naked als der massive Kanalwechsel im Einzelhandel ist die Art und Weise, wie Naked die vorgelagerte Lieferkette aufricht. Durch die Gründung kleiner dynamischer Weingüter und die anschließende Direktvermarktung dieser exklusiven Produkte erobert Naked sowohl den Großhandels- als auch den Einzelhandels-Gewinnpool und unterstützt und fördert gleichzeitig kleine unabhängige Winzer. Letzteres lässt sich auch als Markt-Kannibalisierung der großen „Mainstream“ Weinproduzenten verstehen.

**Flatex** – Die Marktvolatilität im 2. Quartal führte weiterhin zu ausgezeichnetem Handel im Online-Brokerage-Geschäft. Flatex leistet einen einzigartigen Beitrag zum Risikoprofil des CCA-Portfolios, da es in Zeiten hoher Volatilität mit höheren Handelsvolumina zusätzliche Einnahmen und Erträge generiert. Die Integration des niederländischen Marktführers DeGiro verläuft weiterhin planmäßig, während Flatex seine Bemühungen zum Aufbau des größten unabhängigen Online-Brokerage-Unternehmens Europas fortsetzt.

**SLM Solutions** – dieser führende Hersteller von metallbasierten 3D-Druckern war unser einziges Portfoliounternehmen, das sich während der Krise um eine Refinanzierung bemühte, da viele Projekte und Verkäufe von potenziellen Käufern verzögert wurden. SLM ist jedoch auf dem besten Weg, noch in diesem Jahr seinen Drucker der nächsten Generation auf den Markt zu bringen. Der 30-prozentige Ankeraktionär, Elliot Associates arrangierte eine "fully-backstopped" Wandelanleihe von bis zu 60 Millionen Euro, um die Finanzierungslücke zu schließen. Wir unterstützen weiterhin die mittel- und langfristigen Aussichten und halten an unserer SLM-Position fest.

## Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
init innovation in traffic systems SE	5,6%	Software für öfftl. Verkehrssektor und Ticketinglösungen
Naked Wines plc	5,0%	Online Weinclub in UK und USA
Polski Bank Komórek Macierzystych	5,0%	Führende europäische Nabelschnurblutbank
Encavis AG	4,8%	Solar und Windparkbetreiber mit Einspeisevergütungen
Cegedim SA	4,7%	Software für Gesundheitssektor & Outsourcing für Versicherungen
Frequentis AG	4,7%	Command & Control Systeme für Luftverkehr und öfftl. Sicherheit
Eurofins Scientific SE	4,6%	Global Labordienstleister (mit mehreren Covid-19 Tests)
Intertrust N.V.	4,6%	Business Services für Unternehmen und Fonds
Modern Times Group Mtg AB	4,6%	Schwedische Mediengruppe mit E-Sports und Gaming Assets
CareTech Holdings PLC	4,4%	Führender britischer Anbieter von Erwachsenenpflege

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Sektor	Land
Craneware plc	2,4%	Technology / healthcare	UK
Talgo, S.A.	4,0%	Capital goods	Spanien

**Craneware plc** (Marktkapitalisierung GBP 500m) Die Mission dieses in Edinburgh ansässigen Softwareunternehmens besteht darin, seinen Krankenhauskunden eine wertbasierte Gesundheitsversorgung zu ermöglichen. Das Geschäftsmodell ist SaaS-basiert, wobei 85% wiederkehrende Einnahmen vertraglich festgelegt sind (Lizenzen auf Abonnementbasis mit einer typischen Vertragsdauer von 5 Jahren). In einem typischen Jahr sind für Craneware bis zum Ende des ersten Quartals ca. 95% der Einnahmen des Geschäftsjahres visibel. Obwohl der Markt für Software für das Gesundheitswesen mit Anbietern von Punktlösungen überfüllt ist, ist Craneware einzigartig in seiner Fähigkeit, die Daten aus bestehenden Plattformen zu aggregieren und zu analysieren, um Kostenanalysen zu präsentieren, die eine genauere Preisgestaltung und ein effizienteres Ressourcenmanagement ermöglichen. Laut dem CEO hat die Corona-Krise in vielen Krankenhäusern operative und finanzielle Ineffizienzen offengelegt, so dass das Interesse an den Lösungen von Craneware stark und steigend ist. Obwohl die Bewertung in diesem Sektor ständig hoch ist (ca. 25x EBIT), ist das Unternehmen sehr profitabel (28% Nettogewinnmarge) und in einem schnell wachsenden Sektor tätig (27% CAGR für Healthcare Analytics).

**Talgo, S.A.** (Marktkapitalisierung €530m) Das in Madrid ansässige Unternehmen Talgo ist ein Hersteller von Hochgeschwindigkeitszügen. Wir haben das Unternehmen eine Zeit lang beobachtet und eine Position eröffnet, als die Aktien auf ein Bewertungsniveau fielen, das mittel- bis langfristig ein attraktives Aufwärtspotenzial bei begrenztem Abwärtsrisiko bietet. Das Unternehmen produziert nur die wichtigsten selbst entworfenen Komponenten im eigenen Haus und lagert die anderen hergestellten Teile aus und montiert sie. Der Produktverkauf (60% des Gesamtumsatzes) führt zu wiederkehrenden Wartungseinnahmen (40%), was die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens erhöht. Talgo wartet seine Züge 30 Jahre lang. Das führt zu wertvollem Feedback, welches in einer kontinuierlichen Lernschleife für zukünftige Zugdesigns verwendet wird. Der Auftragsbestand von 6 Jahren in Höhe von 3 Mrd. € in Verbindung mit der ausgelagerten Fertigung, bietet in einem zyklischen Abschwung Widerstandsfähigkeit. Die PE-Firma Trilantic kontrolliert ca. 42% von Talgo, nachdem sie im Jahr 2015 bei einer Marktkapitalisierung von 750 Millionen Euro einen Teilausstieg via Börsengang erreichte. Wir nehmen die anhaltende Konsolidierung in dieser Branche, die Attraktivität von Talgo als strategisches Ziel und die zunehmende Notwendigkeit des Ausstiegs von Trilantic zur Kenntnis.

### Abschnitt 3: Portfolio Positionierung

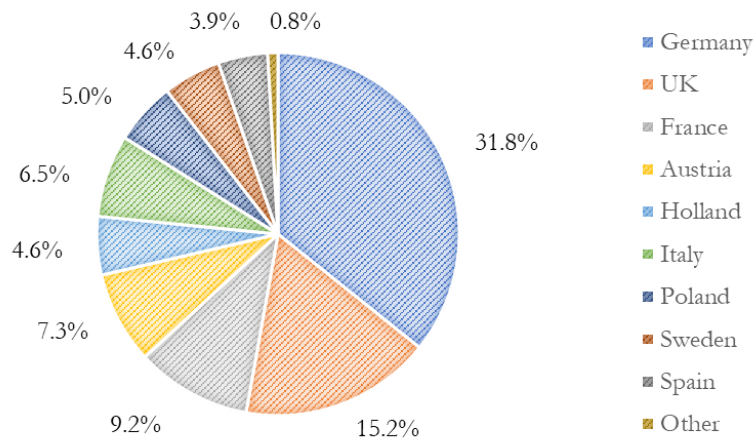
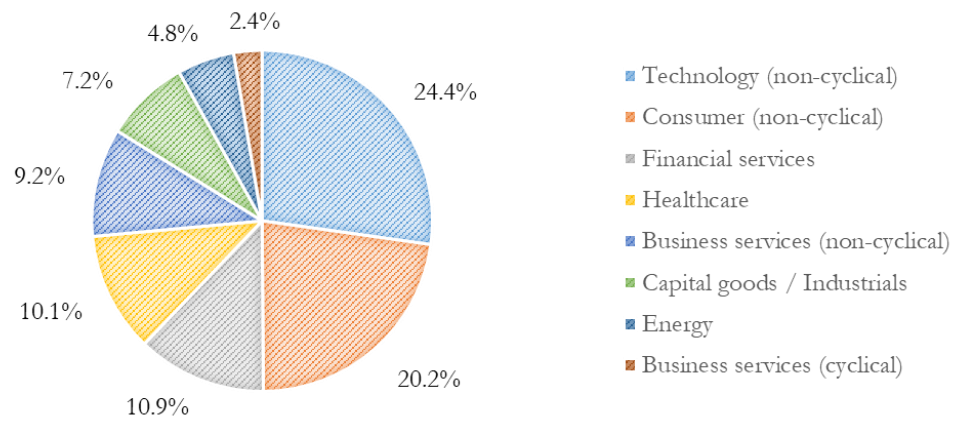
Da die fundamentalen Daten für 2020e und 2021e nach wie vor weitgehend unklar sind, geben wir statt der für die "nächsten zwölf Monate" typischen Bewertungsvergleiche unserer Portfoliounternehmen mit MDAX- und SDAX-Werten stattdessen Einblicke in die Gesamtpositionierung des Portfolios.

Die nichtzyklische Positionierung des Fonds ergibt sich aus seinen Investitionen in Unternehmen aus den Bereichen Technologie, Consumer und Gesundheitswesen. Das Engagement von 11% in Finanzdienstleistungsunternehmen mag angesichts unseres Investitionsstils und unserer typischen Sektoren überraschen. In den letzten Monaten haben wir verschiedene Opportunitäten in „non-

# CONDUCTION

## CAPITAL ADVISERS

Bank“-Finanzdienstleistungsunternehmen wie der italienischen Cerved Group S.p.A. und der deutschen Flatex AG identifiziert.



*\*Prozentsätze in den Kreis-Diagrammen beziehen sich auf das gesamte Fondsvolumen inklusive Fondsliquidität*

Es ist interessant festzustellen, dass der Fonds ein diversifiziertes "Faktor"-Exposure aufweist. Der CCA European Opportunities umfasst derzeit Elemente von Value, Deep Value und Growth Equity. Obwohl dies nicht etwas ist, das wir aktiv steuern, sind wir mit dem aggregierten Ergebnis unseres Bottom-up-Auswahlprozesses zufrieden. Phasen hoher Volatilität, wie wir sie gerade erlebt haben, läuten oft Regimewechsel, in Bezug auf welche Faktoren in der nächsten Marktphase dominieren werden, ein. Traditionelle Value-Investoren warten mittlerweile mehr als ein Jahrzehnt darauf, dass ihre Philosophie wieder mehr zur Geltung kommt. Da wir Faktorrotationen nicht vorhersagen, sollte die ausgewogene Positionierung des Fonds sowohl aus Perspektive des Risikomanagements als auch unter Performance-Aspekten, angemessen vorsichtig sein.

### Abschnitt 4: Conduction Capital wird grün(er)!

Fairerweise muss man sagen, dass wir das schon immer waren. Eure Co-Portfoliomanager sind umweltbewusste Individuen, die Menschen, Tiere und unseren Planeten sehr schätzen. Aufgrund unserer langfristigen Investitionsperspektive war die Prüfung auf ökologische und damit verbundene regulatorische Risiken ein Schlüsselfaktor beim Aufbau des Portfolios seit

Fondsauflage. Dies hat sich in den letzten 18 Monaten intensiviert. Das bedeutet, dass die formelle Einbettung von ESG-Best-Practices in unser Tagesgeschäft und das Portfolio reibungslos verlaufen ist und sich kaum auf die Positionierung und das investierbare Universum des Fonds ausgewirkt hat.

Dies sind einige der formalen Umsetzungsschritte, die wir im Laufe des Jahres 2020 unternommen haben.

- Bei der Ideengenerierung filtern wir sowohl negative Kandidaten heraus, suchen aber auch aktiv nach Unternehmen, die nachhaltigkeitsbezogene Wertschöpfungsthemen umsetzen.
- Bei der Investitionsentscheidung ist eine ESG-Überprüfung nun eine der drei Säulen unseres Entscheidungs-Frameworks. Die beiden anderen sind die Fundamentalanalyse (Markt, Management & Bewertung) und die Analyse der Umsetzbarkeit (Portfolio-Fit, Momentum, Liquidität und Katalysatoren).
- Im Rahmen der laufenden Überwachung des Portfolios überprüfen wir, inwieweit jedes Unternehmen zu den Zielen der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (SDGs) beiträgt. Diese werden im Folgenden vorgestellt:

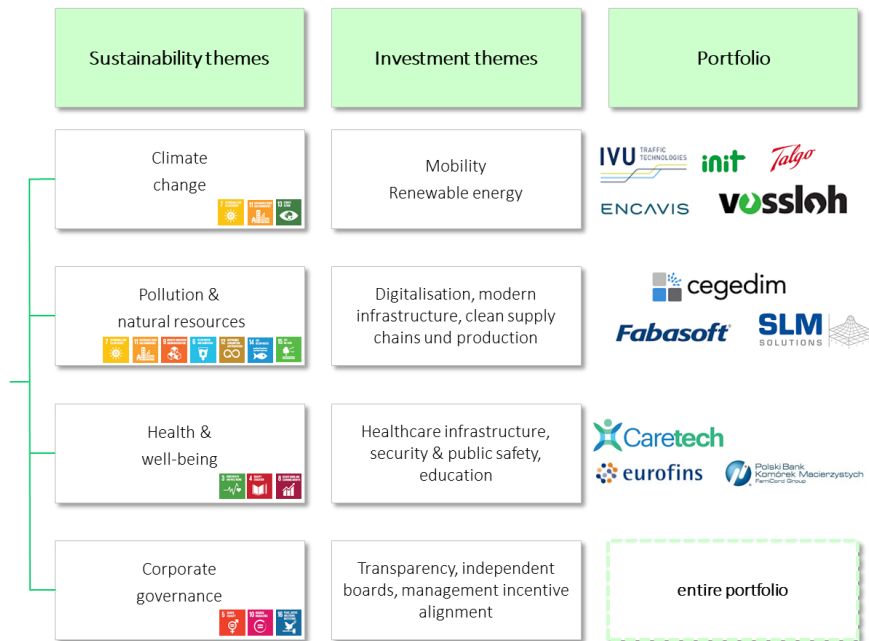


Wir freuen uns bekannt zu geben, dass unsere Nachhaltigkeitsbemühungen über die UNPRI-Plattform sichtbar sein werden. Conduction Capital ist seit dem 31. März 2020 Unterzeichner und wird fortan im öffentlichen UNPRI-Register der ESG-orientierten Vermögensverwalter aufgeführt sein.

Die ESG-Perspektive auf das Portfolio des Fonds erfasst eine Abstimmung zwischen Nachhaltigkeitsherausforderungen und Investitionsthemen. Das aktuelle Portfolio ist so positioniert, dass es von der zunehmenden Bedeutung der Bewältigung einiger der dringenden ökologischen und gesellschaftlichen Herausforderungen profitieren kann. Beispielsweise werden viele unserer Portfoliounternehmen direkt von den kürzlich zugesagten Konjunkturpaketen profitieren, die sowohl auf EU- als auch auf Länderebene verabschiedet wurden:

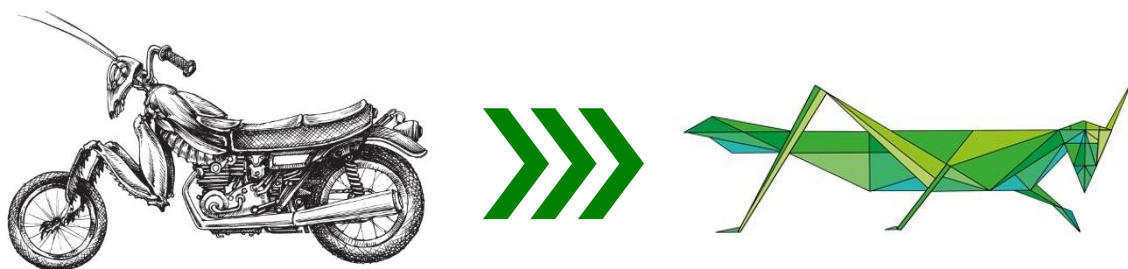
# CONDUCTION

## CAPITAL ADVISERS



Unser Engagement für Nachhaltigkeit wird zu gleichen Teilen sowohl durch persönliche Ethik als auch durch unser Streben nach erstklassiger Investmentperformance unterstützt. ESG kann einen Vorteil verschaffen. Unternehmen, die den sich wandelnden Erwartungen der Gesellschaft an das gesamte ESG-Spektrum nicht entsprechen, werden zunehmend von institutionellen Anlegern herausgefiltert werden. Unternehmen, die sich der nachhaltigen Wertschöpfung verschrieben haben, werden dagegen zunehmend gefragt sein. Nicht zuletzt ist die Übernahme von ESG-Standards der Versuch von CCA, den sich schnell ändernden regulatorischen Anforderungen, wie sie beispielsweise für öffentliche Investmentfonds gelten, einen Schritt voraus zu sein.

Als wir CCA 2017 gegründet haben, basierte unser Investitionsschwerpunkt auf der fundamentalen Analyse von Unternehmen, die Private-Equity-Methoden anwenden. Seitdem haben wir der Investitionsstrategie zwei Säulen hinzugefügt: Nachhaltigkeit und Umsetzbarkeit. Um diesen Verbesserungen Rechnung zu tragen, ersetzen wir unser auf Verbrennung basierendes Heuschreckenmaskottchen durch seinen grünen, fortschrittlichen Cousin:



Wir nennen es Evolution.

Danke für eure Unterstützung.

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: 6. Juli 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