

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

5. Januar 2021

Investor Letter 15

Liebe Investoren,

Mit Blick auf das Jahr 2020 schrieben wir in unserem Q4 2019 Investorenbrief am 7. Januar 2020:

„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.“

Nur wenige ahnten, wie schnell und wie weit der Markt im Jahr 2020 tatsächlich laufen würde, mit starkem Momentum auch im letzten Quartal. Die erhöhte Investitionsbereitschaft wurde von Impfstoffzulassungen und der Hoffnung angetrieben, dass eine neue US-Regierung eine Periode von mehr politischer und wirtschaftlicher Stabilität einleiten könnte. Eine interessante Tatsache: Die europäischen Aktienmärkte verzeichneten im November ihren größten monatlichen Zuwachs aller Zeiten und lagen damit vor allen anderen wichtigen globalen Märkten. Der paneuropäische Stoxx 600 Index verzeichnete mit einem Plus von 13,7 % sein bestes Monatsergebnis aller Zeiten. Zum Vergleich: Der S&P 500 stieg im November um 10,8%, der Dow Jones Industrial Average und der Nasdaq Composite legten jeweils um 11,8% zu.

Der Fonds war gut positioniert, um von dieser Dynamik zu profitieren. Einerseits haben wir uns von einigen Unternehmen getrennt, bei denen der Weg zur Erholung unklar erschien, und andererseits haben wir einige spannende neue Opportunitäten identifiziert, die durch attraktive Bewertungen und veränderte Marktumfelder getrieben wurden. Wir begannen das Jahr 2020 mit 19 Kernpositionen. Im Laufe des Jahres haben wir 7 davon abgestoßen und 5 neue Kernpositionen hinzugefügt, so dass wir mit 17 Kernpositionen in das Jahr 2021 gehen.

In Anbetracht der Tatsache, dass wir bewusst die Hype- und Momentum-Trades vermieden haben, die die Aktienindizes in diesem Jahr weitgehend angetrieben haben, steht die Rendite des Fonds von **+15,3 %** im Jahr 2020 bei deutlich geringerer Volatilität und geringerem absoluten Drawdown im März als der Markt für eine gute risiko-adjustierte Performance. Am wichtigsten ist, dass unser bestehendes Portfolio weiteres signifikantes Aufwärtspotenzial aufweist.

Abschnitt 1: Performance Q3 2020

Die vierteljährliche Performance betrug **+15,6%** gegenüber **+21,4%** für den MSCI Europe Small Cap. 2020 stieg der Fonds um **+15,3%** gegenüber **+12,3%** für den MSCI Europe Small Cap.

Portfolio Updates:

SLM Solutions AG (Marktkapitalisierung € 320 Mio.): In unserem Q2-Brief erwähnten wir, dass SLM seinen 3D-Drucker der nächsten Generation später im Jahr 2020 auf den Markt bringen möchte. Dies war einer der Hauptkatalysatoren unserer Investitionsthese. SLM hielt an seinem Zeitplan fest und brachte den NXG XII 600 am 10. November auf den Markt. Er markiert einen Quantensprung in der Produktivität der additiven Fertigung, da das 12-Laser-System und die 600x600x600mm große Baukammer der Maschine erstmals die Massenproduktion größerer Teile ermöglicht. Ein Beispiel ist ein E-Drive-Motorgehäuse für Porsche. Obwohl wichtige Endmärkte wie die Luft- und Raumfahrt und die Automobilindustrie immer noch zu kämpfen haben, hat SLM einen großen Schritt nach vorne gemacht, was sich noch nicht in der Marktkapitalisierung widerspiegelt. Der Auftragseingang für NXG XII in den nächsten Quartalen könnte ein weiterer Katalysator sein, um die Bewertungslücke zu anderen Additive-Manufacturing-Peers wie Desktop Metal (\$ 4 Mrd. Marktkapitalisierung bei \$ 20 Mio. Umsatz 2020e) zu verringern. SLM hat bisher 300BP zur Gesamtperformance des Fonds beigetragen.

Modern Times Group AB (Marktkapitalisierung € 980 Mio.): Das E-Sport- und Mobile-Gaming-Konglomerat hatte ein herausforderndes Jahr, aber die Aktie hat sich gut geschlagen und ist 2020 um 32% gestiegen. Während die E-Sport-Sparte unter abgesagten Live-Events litt, die online verlegt werden mussten, florierte die Mobile-Gaming-Sparte. Die täglich aktiven Nutzerzahlen für Spiele wie "Forge of Empires" erlebten starke Zuwächse, da die Menschen mehr Zeit auf ihren Smartphones verbrachten. Es fand darüber hinaus auch eine Verschiebung in der strategischen Kapitalallokation statt. Zu Beginn des Jahres hatte das Management geplant, die Mobile-Gaming-Sparte zu verkaufen, da sich die Branche derzeit in einer Konsolidierungsphase befindet. Mit einem CEO- und CFO-Wechsel im dritten Quartal und aufgrund der starken Entwicklung in diesem Bereich hat MTG die strategische Entscheidung getroffen, selbst Konsolidierer zu werden. Erste Ergebnisse dieses strategischen Wechsels wurden am 7. Dezember sichtbar, als MTG seinen Anteil an InnoGames von 51% auf 67% erhöhte. MTG gründete außerdem eine neue TopCo namens GamingCo, die die Anteile an InnoGames und Kongregate (ein weiteres Spielestudio) konsolidierte. Einen Tag später, am 8. Dezember, gab das Unternehmen die Übernahme von Hutch Games Ltd. bekannt, einem Studio, das sich auf Free-to-Play-Rennspiele konzentriert. Während die "Buy & Build"-Strategie in der Gaming-Sparte und die Cash-generative Natur des Geschäfts ein stabiles Standbein für MTG ist, stellt die E-Sport-Sparte eine implizite Option auf jegliche Art von Normalisierung im Live-Event-Bereich im kommenden Jahr dar.

Guala Closures S.p.A. (Marktkapitalisierung € 550 Mio.). Guala wurde 1954 in Norditalien gegründet und ist der weltweit führende Anbieter von Sicherheits- und Luxusverschlüssen für alkoholische Getränke wie Whiskey, Gin, Rum und Wodka. Da Gualas Produkte eine kosteneffiziente und wertsteigernde Lösung für das Problem mit gefälschten Spirituosen bieten, profitieren sie von einem über dem Markt liegenden Wachstum. Im Weinmarkt werden Gualas Umsätze durch den anhaltenden Wechsel von Korken zu hochwertigen Schraubverschlüssen angetrieben, bei denen Guala weltweit die Nummer 1 ist. Nach einem "Backdoor"-Listing an der Mailänder Börse über ein SPAC war Guala von internationalen Investoren übersehen worden. Als wir Mitte 2019 unsere Position eröffneten, wurde das Unternehmen mit nur 7,5x EBITDA, 11x EBIT und 8% Free Cashflow-Rendite zum Eigenkapital gehandelt. Angesichts seiner weltweit führenden Marktpositionen fanden wir die Bewertung sehr überzeugend. (Lest unsere vollständige Investitionsthese im **Guala Equity Ride**). Unsere These über das Unternehmen wurde schließlich

im Dezember 2020 bestätigt, als die italienische Private-Equity-Firma Investindustrial anbot, Guala zu einem Preis von 8,20 €/Akte oder dem 10,4-fachen des für 2020 prognostizierten EBITDA zu übernehmen, was fast das Doppelte der Tiefstbewertung des Unternehmens für 2020 ist.

va-Q-tec AG (Marktkapitalisierung € 400 Mio.) Das Unternehmen wurde 2001 als Spin-off der Universität Würzburg gegründet und ist seit 2016 an der Börse. Mit einem Umsatz von € 76 Mio. entwickelt und produziert das Unternehmen Vakuumisolationspaneele (VIPs), die 10x effizienter sind als herkömmliche Dämmstoffe wie Styropor. Die Nachfrage nach ihren VIPs - die zudem energieeffizienter, platzsparender und umweltfreundlicher sind als Konkurrenzprodukte - steigt stark an. Seit Jahren werden VIPs zunehmend als Behälter und Transportboxen für Gesundheits- und Logistikunternehmen, als Isolierung von Kühlgeräten, zur Isolierung von Wasserkesseln und Rohrleitungen, als Gebäudedämmung und als Isolierung in Kühllastwagen, Autos, Zügen und Flugzeugen eingesetzt. Im Jahr 2020 jedoch fand die fortschrittliche Isolierung von va-Q-tec einen entscheidenden neuen Endmarkt: Covid-19-bezogene-Logistik. Zunächst wurden die Boxen des Unternehmens bei der Verteilung von gekühlten Corona-Testkits eingesetzt. Später gab va-Q-tec eine umfassende Vereinbarung über die Lieferung von Verpackungen für den Vertrieb von stark gekühlten Impfstoffen bekannt. CCA hatte im Laufe der zweiten Jahreshälfte 2019 eine Diligence bei va-Q-tec durchgeführt. Wir begannen Anfang 2020 mit dem Aufbau einer "optionsgroßen" Position, da wir den Schwenk des Unternehmens in die nachhaltige Profitabilität erwarteten. Die unerwarteten coronabedingten Auftragseingänge kamen zu der bereits starken Nachfrage von Kernkunden hinzu. Die Bewertung des Unternehmens stieg im Jahr 2020 um +112%. Dies trug 167BP zur Gesamtpformance des Fonds bei. Wir liquidierten Teile der Position und nahmen damit unser eingesetztes Kapital vom Tisch.

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firm	Weighting	Business
Naked Wines plc	8,8%	Online Weinclub in UK und USA
Modern Times Group Mtg AB	7,6%	Betreiber der E-Sports Liga „ESL“ und Mobile Gaming Entwickler
SLM Solutions Group AG	7,4%	Hersteller von 3D-Druckern
McBride plc	6,1%	Hersteller von Haushaltsputzmitteln (Eigenmarken)
init innovation in traffic systems SE	4,8%	Software für öfftl. Verkehrssektor und Ticketinglösungen
Encavis AG	4,7%	Solar- und Windparkbetreiber
Vossloh AG	4,6%	Eisenbahnkomponenten & Dienstleistungen
CareTech Holdings PLC	4,5%	Führender britischer Anbieter von Erwachsenenpflege
Intertrust N.V.	4,5%	Business Services für Unternehmen und Fonds
Amadeus FiRe AG	4,4%	Zeitarbeit & Berufsschulungen/Weiterbildung

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Sektor	Land
Amadeus FiRe AG	4,5%	Business services (cyclical)	Deutschland
M1 Kliniken AG	4,3%	Healthcare / Consumer	Deutschland

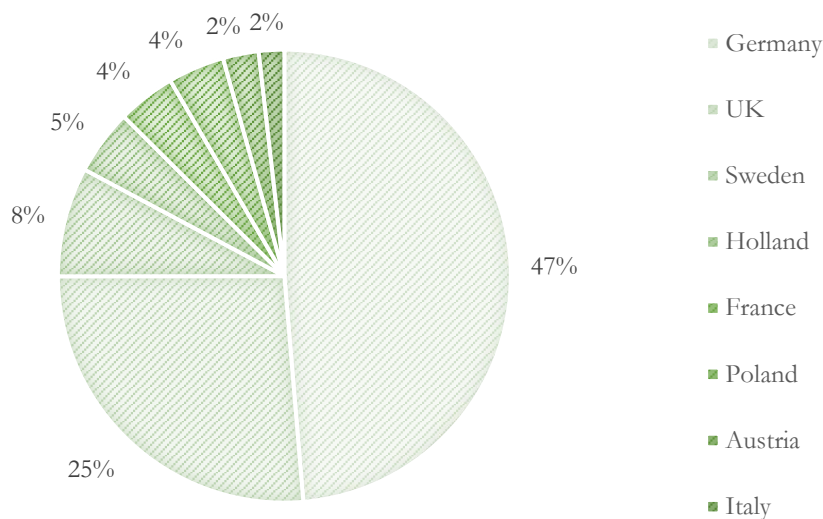
Amadeus FiRe AG (Marktkapitalisierung € 700 Mio.): Amadeus FiRe ist ein vollständig auf Deutschland fokussierter Zeitarbeitsdienstleister. Das Unternehmen widmet sich ausschließlich dem „White-Collar“-Bereich, d.h. "Büro"-Arbeitern wie Buchhaltern oder Projektmanagern. Der Vorteil dieser Konzentration ist eine deutlich geringere Zyklizität als bei diversifizierten Personaldienstleistern, die typischerweise auch einen großen Anteil an gewerblichen („Blue Collar“) Mitarbeitern haben. Im Jahr 2019 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von € 233 Mio. und ein EBIT von € 39 Mio. Wir glauben, dass das Unternehmen gut geführt wird und eine übersehene Small-Cap-Perle ist, da nur ein Broker das Unternehmen begleitet. Der Konkurrenzkampf in der Zeitarbeitsbranche wird auf der „Beschaffungsseite“ ausgetragen, d. h. bei der Rekrutierung von Mitarbeitern. Ende 2019 schloss Amadeus einen strategisch brillanten Deal ab, indem es das Jobtraining-Unternehmen Comcave übernahm. Das Unternehmen ist auf Umschulungen spezialisiert und arbeitet eng mit der Bundesagentur für Arbeit zusammen, die häufig Bildungsgutscheine an Arbeitslose vergibt. Comcave ist ein attraktives Cash-generatives-Asset und dient als Plattform für die Konsolidierung anderer Bildungsanbieter (so bereits im September 2020 geschehen). Außerdem sitzt Amadeus mit Comcave nun auf einer Sourcing-Goldmine, die einen Wettbewerbsvorteil vermittelt. Es wird interessant sein zu sehen, wie sich das Geschäft im Jahr 2021 entwickelt, wenn sich der Arbeitsmarkt nach den massiven Entlassungswellen bei großen Unternehmen in ganz Deutschland neu konfiguriert.

M1 Kliniken AG (Marktkapitalisierung € 170 Mio.): M1 Kliniken ist eine Kette von Arztpraxen, die ästhetische Eingriffe durchführen. Die Gruppe umfasst 27 Standorte in Deutschland, 8 in anderen europäischen Ländern und eine vollwertige Schönheitsklinik in Berlin für kompliziertere Eingriffe. Das Wertversprechen ist ebenso einfach wie faszinierend. Der Markt für ästhetische Medizin ist stark fragmentiert und besteht meist aus einzelnen lokalen Praxen. Das Geschäft ist margenstark und die meisten Ärzte sind zufrieden, als Einzelpraxis zu operieren. M1 hat diese Chance erkannt und unterbietet die Marktpreise um 50 %, indem es relevante "Inputs" wie Botox und Hyaluronsäure in großen Mengen beschafft. Darüber hinaus hat M1 den Behandlungsprozess auf eine höhere Frequenz bei höherer Qualität getrimmt (ein Arzt, der 30 Injektionen pro Tag gibt, ist besser, als ein Arzt, der nur zweimal am Tag injiziert). Der Markt erfährt ein starkes Wachstum, da die gesellschaftliche Akzeptanz für ästhetische Eingriffe steigt. Die Praxen sind in der Regel ausgebucht. Während M1 während des Frühjahrslockdown 2020 für 3 Wochen schloss, bleiben sie in diesem Winter aufgrund ihrer Klassifizierung als Arztpraxis geöffnet. Angesichts der Wachstumsmöglichkeiten für die Eröffnung weiterer Standorte in ganz Europa halten wir die <10x 2021e EV/EBIT-Bewertung, zu der der Fonds seine aktuelle Position aufgebaut hat, für sehr attraktiv. Das Unternehmen strebt 100 Kliniken bis 2023 an.

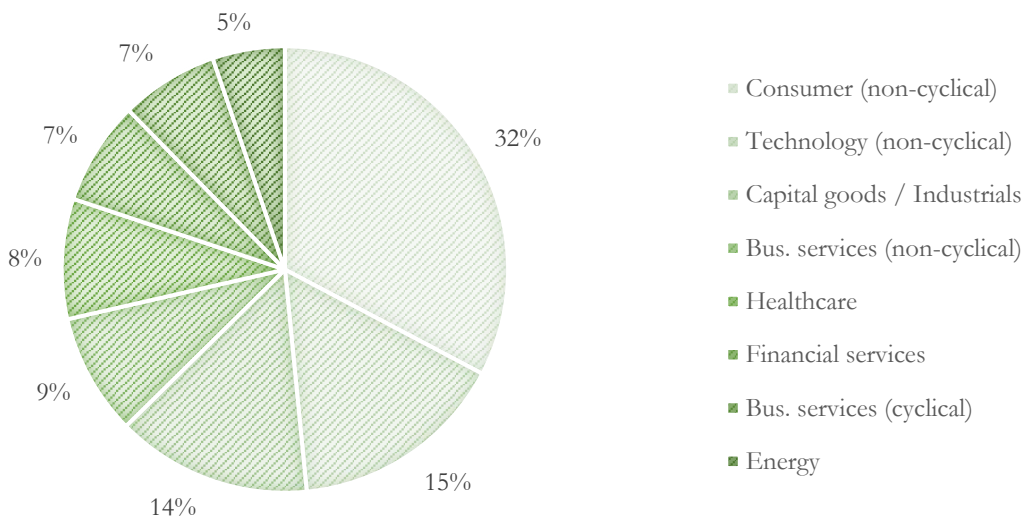
Abschnitt 3: Portfolio Snapshot

Das Portfolio besteht aktuell aus 17 Kernpositionen und 12 weiteren Positionen mit geringerer Gewichtung, da diese sich entweder im Auf- oder Abbau befinden. Eine Position befindet sich im Microcap Bereich (<€150 Mio.), 19 im kleineren Small Cap Bereich (€150 Mio - € 1 Mrd.), vier im größeren Small Cap Bereich (€ 1 – 5 Mrd.) und fünf im Mid Cap Bereich (> € 5 Mrd.)

Da wir die Konzentration des Fonds auf unsere Kernpositionen im Quartal erhöht haben, hat sich auch die Länderallokation weiter konzentriert. Deutschland liegt nun bei 47% gegenüber 40% im letzten Quartal und Großbritannien stieg von 17% auf 25%.



CCA hält an seiner Präferenz für nicht-zyklische Unternehmen fest. Unsere Allokation im industriellen Bereich (Capital goods / Industrials) stieg leicht von 10 auf 14%. Wir haben einige Technologiepositionen reduziert (15%, von 24%) und verzeichnen eine Erhöhung im Konsumbereich auf 32% (von 24%).



CONDUCTION

CAPITAL ADVISERS

In diesen interessanten Zeiten möchten wir uns für Gruppen- und Einzelgespräche zur Verfügung stellen. Bitte folgt [diesem Link](#), um im Januar und Februar 45-minütige Zeitfenster mit uns zu buchen, um Portfoliounternehmen, Marktaussichten und Allokationsstrategien zu besprechen.

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: 5. Januar 2021. 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.