

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. April 2021

Investor Letter 16

Liebe Investoren,

Nach einem starken Abschluss im Jahr 2020 hatte der Fonds einen ordentlichen Start ins Jahr 2021 mit einem Plus von 6,5%. In Q1 tauschten einige „Outperformer“ des Jahres 2020 ihren Platz mit „Underperformern“, da starke Rotationen die Kapitalmärkte beeinflussten. Viele Investoren legten einen kurzfristigen Fokus auf sogenannte "Lockdown-Titel", "Wiedereröffnungs-Trades", "die Rückkehr von Value" oder "Rotation in Zykliker". Auffällig war die Geschwindigkeit und die Intensität, mit der diese Rotationen in Q1 auftraten.

Wir waren in Bezug auf diese Makroentwicklungen vorsichtig. Wir haben beobachtet, dass einige Marktteilnehmer die jüngsten Ereignisse möglicherweise überextrapoliert haben und die jüngsten Daten nicht unbedingt breiter kontextualisiert haben. Nehmen wir zum Beispiel die 10-jährige US-Treasury-Rendite, die sich von ihrem Tiefstand im August 2020 bei 50 BP auf 170 BP "verdreifacht" hat. Wenn man sich nur diese beiden Datenpunkte ansieht, klingt das extrem. Betrachtet man jedoch den 5-Jahres-Chart, so erscheint der jüngste Anstieg weit weniger dramatisch und eher als Teil einer langfristigen Entwicklung.

Ein weiteres Kapitalmarkt-„Highlight“ im ersten Quartal war die öffentliche Debatte über dysfunktionale Aktienmärkte, die aus der GameStop-Short-Squeeze-Saga resultierte. In diesem Fall mobilisierte eine anonyme Online-Community genug Kapital, um den Multi-Milliarden-Dollar-Hedgefonds Melvin Capital aus seiner Short-Position in GameStop herauszudrängen. Infolgedessen musste Melvin eine Kapitalspritze von 2,8 Mrd. \$ von externen Parteien akzeptieren, um zahlungsfähig zu bleiben. Obwohl Hedge-Fonds in Zukunft sicherlich vorsichtiger sein werden, wenn sie sehr hohe Short-Positionen eingehen, glauben wir nicht, dass der Markt dysfunktional war. Ganz im Gegenteil.¹

Wir sehen über dramatische Schlagzeilen und aufgeregte Kommentare über Value & Growth oder zyklische & Tech-Rotationen hinweg. Wir suchen weiterhin nach Unternehmen, die innerhalb robuster Angebots- und Nachfragesysteme operieren und von agilen Managementteams geführt werden, die sich an veränderte Marktbedingungen anpassen können. Der CCA Fonds ist eine Mischung aus verschiedenen Anlagestilen (wenn man diese rein nach quantitativen Kennzahlen wie bspw. Kurs-Buchwert-Verhältnis definiert). Dies ist ein wichtiges risikominderndes Element.

¹ CCAs Einschätzung zur GameStop Saga erschien bei [ZDF](#), [Deutsche Welle](#) und [FINANCE](#)

Abschnitt 1: Performance Q1 2021

Die vierteljährliche Performance betrug **+6,5%** gegenüber **+5,1%** für den MSCI Europe Small Cap.

Portfolio Updates

SLM Solutions AG (Marktkapitalisierung € 354 Mio.): SLM hatte ein ereignisreiches 1. Quartal, die Aktie schloss mit einem Plus von 14,2 %. Mitte Januar wurde CEO Meddah Hadjar von SLMs COO Sam O'Leary abgelöst, einem Branchenveteranen, der mit Meddah von GE zu SLM kam. Meddah wird dem Aufsichtsrat von SLM beitreten. Ende Januar schloss das Unternehmen eine Absichtserklärung mit einem großen europäischen Automobilhersteller über den Kauf von fünf von SLMs neu herausgebrachten, marktführenden 3D-Metalldruckmaschinen (die NXG XII 600) ab. Wir sehen dies als eine wichtige Entwicklung, da es darauf hindeutet, dass die geringeren Stückkosten der neuen Maschinen von SLM den 3D-Druck bestimmter komplexer Teile in der Massenproduktion erstmals erschwinglicher machen als das herkömmliche Gussverfahren. Im Februar gab SLM die Ergebnisse für 2020 bekannt, mit einem Umsatzanstieg von +24% auf 67 Mio. € und einem EBITDA-Verlust von 14 Mio. €, was im Rahmen der prognostizierten Spanne liegt. Der Ausblick von SLM für 2021 sieht ein Umsatzwachstum von mindestens 15 % vor; das Unternehmen könnte in diesem Jahr ein ausgeglichenes EBITDA erzielen, bevor es 2022 ein positives Ergebnis erzielt, wenn weitere Bestellungen aus dem Automobilssektor folgen und die wichtigsten OEMs der Luft- und Raumfahrtindustrie ihre Investitionen wieder aufnehmen. Zu guter Letzt berichtete Bloomberg am 9. März, dass Desktop Metal ("DM") in Gesprächen sei, SLM für ca. 600 Mio. € zu übernehmen. DM, ein in den USA ansässiges 3D-Druckunternehmen, das mit SLM konkurriert, hat eine Marktkapitalisierung von 3,7 Mrd. \$ bei einem Umsatz von nur 16 Mio. \$ und einem EBITDA von -84 Mio. \$. Nachdem die Geschichte bekannt wurde, stellten die Unternehmen die Gespräche ein. SLM wird von Elliott und ENA kontrolliert, die zusammen 48,1% der Anteile halten. Der CCA Fonds liegt derzeit mit seiner SLM-Position bei +68%.

McBride plc (Marktkapitalisierung £ 150 Mio.): McBride ist Europas führender Hersteller von Eigenmarken- und Auftragsfertigungsprodukten für den Haushalts- und professionellen Hygienemarkt. Drei aktivistische Fonds kontrollieren 50,3% der Aktien; der größte, Teleios Capital, ist im Aufsichtsrat vertreten und arbeitet konstruktiv an wertsteigernden Veränderungen. Der dritte CEO des Unternehmens in ebenso vielen Jahren gab auf dem Kapitalmarkttag im Februar ein starkes Debüt. Chris Smith, zuvor seit 2014 Finanzchef von McBride, stellte das „Kompassprogramm“ vor, den neuen strategischen Plan des Managements für das Unternehmen. Unter der vorherigen Führung hatte McBride innerhalb einer geografischen Struktur berichtet, wobei Europa in mehrere Regionen aufgeteilt war. Seit Januar ist McBride in fünf Produktparten organisiert: Flüssigkeiten (Waschmittel und Spülmittel), Unit Dosing (Wäschepads, Geschirrspültabs), Pulver (Waschmittel), Aerosole und Asien-Pazifik. Die neue Struktur delegiert die Entscheidungsfindung an das Management der Divisionen; dies erhöht die kommerzielle Verantwortlichkeit für Kosten- und Investitionsentscheidungen, rationalisiert die Entscheidungsfindung und ermöglicht Kosteneinsparungen durch Redundanzvermeidung. Jeder Geschäftsbereich wird in der Lage sein, maßgeschneiderte Strategien zu verfolgen, wie z.B. Wachstum für Unit Dosing und Asien und Kostenführerschaft für Liquids und Powders. Für die Zukunft erwartet McBride ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Bereich in Kombination mit Margenverbesserungen. Bei einem Kurs von 5,3x EBITDA und 8,4x EBIT sehen wir McBride als attraktiven Wert mit möglichem M&A-Aufwärtspotenzial.

Eurofins Scientific SE (Marktkapitalisierung € 16 Mrd.). Das global führende Testunternehmen gab hervorragende Ergebnisse für 2020 bekannt. Der Umsatz von 5,5 Mrd. € (+19 %) zeigt, dass

der Kernumsatz im Bereich Testing weiterhin im mittleren einstelligen Bereich wächst und der Umsatz im Zusammenhang mit Covid-19 einen zusätzlichen Beitrag von 800 Mio. € leistet. Die EBITDA-Marge stieg auf 26%. Der Ausblick des Managements für 2021 mit einem stagnierenden Umsatz ist äußerst konservativ, da er die Covid-19-Tests ausschließt; es ist jedoch bereits jetzt klar, dass die Covid-Umsätze und -Ergebnisse wesentlich sein werden, da die Tests weltweit aktiv fortgesetzt werden. Im März gab Eurofins bekannt, dass das Unternehmen von der US-amerikanischen FDA eine Notfallzulassung für ein Direct-to-Consumer Home Collection Kit erhalten hat. Eurofins nasales PCR-Kit gehört zu den ersten OTC-At-Home-Testkits für Covid-19. Es wird über Apotheken in den USA und online erhältlich sein. Die Kunden erhalten die Ergebnisse innerhalb von 48 Stunden. Die Eurofins-Aktie legte im ersten Quartal um 15,4% zu..

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
Modern Times Group Mtg AB	9,2%	Betreiber der E-Sports Liga „ESL“ und Mobile Gaming Entwickler
McBride plc	8,0%	Hersteller von Haushaltsputzmitteln (Eigenmarken)
SLM Solutions Group AG	7,7%	Hersteller von 3D-Druckern
M1 Kliniken AG	6,4%	Praxiskette für ästhetische Medizin
Naked Wines plc	6,0%	Online Weinclub in UK und USA
CareTech Holdings PLC	4,8%	Führender britischer Anbieter von Erwachsenenpflege
Zooplus AG	4,7%	Onlinehändler für Tierbedarf
Intertrust N.V.	4,6%	Business Services für Unternehmen und Fonds
Vossloh AG	4,6%	Eisenbahnkomponenten & Dienstleistungen
init innovation in traffic systems SE	4,6%	Software für öfftl. Verkehrssektor und Ticketinglösungen

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Sektor	Land
ASOS plc	4,1%	Einzelhandel	UK
Zooplus AG	4,7%	Einzelhandel	Deutschland

ASOS plc (Marktkapitalisierung £ 5,8 Mrd.): Seit Oktober letzten Jahres hat der Fonds opportunistisch eine Position in diesem reinen Online-Modeeinzelhändler aufgebaut und damit ein zusätzliches Sektorengagement für den Fonds geschaffen. ASOS ist ein Spezialist für Eigenmarkenmode. Das Unternehmen mit Sitz in London, das für das Geschäftsjahr August 2021 einen Umsatz von 4 Mrd. GBP erwartet, bedient den nordamerikanischen, britischen und europäischen Markt über drei Fulfillment-Zentren in Atlanta, Barnsley und Berlin. Das Unternehmen verfolgt eine sehr ausgeprägte Branding-Strategie, die es in seiner Wettbewerbskohorte einzigartig macht. Fast 40 % des Umsatzes werden mittlerweile mit ASOS-Eigenmarken erwirtschaftet, wobei ein besonderer Fokus auf Inklusion und Nachhaltigkeit liegt. Ein Besuch der Website und ein aufmerksamer Blick auf das Produktportfolio und die Models wird das viel besser erklären, als wir es in diesem Brief schreiben könnten - ASOS versteht modischen Zeitgeist. In einem wettbewerbsintensiven Sektor wie der Modebranche schätzen wir

die Fähigkeit von ASOS, eine bestimmte Kundenkohorte zu besetzen, nämlich die "20-somethings", was das Unternehmen auch zu einem interessanten Übernahmeziel machen könnte. Der britische Modemarkt mit einer Online-Durchdringung von fast 50% zeigt das Potenzial, zu dem die Märkte in den USA und der EU mit einer Durchdringung von etwa 30% aufschließen können. Während das Unternehmen in der Vergangenheit eine EBIT-Marge von 4-5% erwirtschaftet hat, sollte der Fokus auf Eigenmarken eine strukturelle Marge im Bereich von 8-10% ermöglichen, vor allem wenn ASOS in der Lage ist, seinen Kundenstamm zu halten und die Preispunkte zu erhöhen, während die Kohorten älter werden. Wir erwarten eine gewisse Volatilität der Aktien, da sie durch Sektorrotationen und „Wiedereröffnungen“ beeinflusst werden könnten. Wir stellen fest, dass die Umsätze von ASOS nicht von einem COVID-Anstieg profitiert haben, da das Produktportfolio mehr auf das „Ausgehen“ ausgerichtet ist. Mit der Wiedereröffnung des Nachtlebens und der Wiederbelebung von Festivals könnte ASOS einen soliden "Post-COVID"-Umsatzanstieg verzeichnen.

Zooplus AG (Marktkapitalisierung € 1,7 Mrd.): Wie ihr wisst, haben wir eine gewisse Vorgeschichte mit der Zooplus AG. Nachdem wir die Aktien während des gesamten Jahres 2019 gewinnbringend geshortet hatten und 2020 in eine Long-Call-Option wechselten (was der Fondsperformance kumulativ 429BP beitrug), begann der Fonds Ende 2020 opportunistisch mit dem Aufbau einer Position in den Aktien. Wir glauben, dass Zooplus eine relative Dominanz erreicht hat, die es dem Unternehmen ermöglichen könnte, die europäische Online-Kategorie für Tiernahrung und -bedarf zu "gewinnen". Mit einer Wiederkaufsrate von 99% im Jahr 2020 und einem Kundenstamm von 8,3 Mio., während die Online-Durchdringung von Heimtierbedarf in Europa immer noch bei nur 15-20% liegt, hat das Unternehmen noch viel Luft nach oben. Ähnlich wie ASOS hat Zooplus eine strukturelle Margenopportunität durch die Forcierung seiner Eigenmarkenprodukte, die derzeit 16% des Umsatzes von 1,8 Mrd. EUR (2020) ausmachen. Während sich Zooplus seinen Weg durch die Online-Marktdurchdringung bahnt, für die das Unternehmen kürzlich eine langfristige Prognose bis zum Jahr 2025 gab (Verdopplung von Umsatz und EBITDA), denken wir, dass der Kundenstamm, zu dem Zooplus Zugang hat, nun interessante Optionen für angrenzende Geschäftsmodelle ermöglicht, wie z. B. Haustierversicherungen oder Tierarztdienstleistungen. Da Großkonzerne wie Nestle verstärkt in den Bereich Tiernahrung investieren wollen, könnte Zooplus irgendwann auch ein Übernahmeziel werden.

Ein paar Exits ...

Im Laufe des Quartals haben wir einige der frühesten Kernpositionen des Fonds geschlossen. In der "Niemals verkaufen"-Stimmung, die der Markt nun schon eine Weile aufrechterhält, war dies sicherlich nicht einfach. Aber wir glauben, dass es für die Portfoliohygiene und -disziplin wichtig ist. Wir finden Trost in der Tatsache, dass der legendäre Investor Charlie Munger vor kurzem während des 2021 Daily Journal Meetings erzählte, dass er bis heute noch kein System für den Verkauf entwickelt hat. Er ist 97.

Firma	Beitrag	Position initiiert	Position geschlossen
Encavis AG	623BP	Sept 2017	März 2021
IVU Traffic Technologies AG	690BP	Juni 2018	Februar 2021

Encavis AG (Marktkapitalisierung € 2,2 Mrd.) Encavis ist einer der größten unabhängigen Stromerzeuger aus erneuerbaren Energien in Europa. Wir haben eine recht große Position (ca. 8%) in Encavis direkt nach der Auflegung des Fonds im Jahr 2017 als stabilisierendes und zuverlässiges Portfolioelement aufgebaut. 2017 erzielte das Unternehmen 222 Mio. € Umsatz und 167 Mio. €

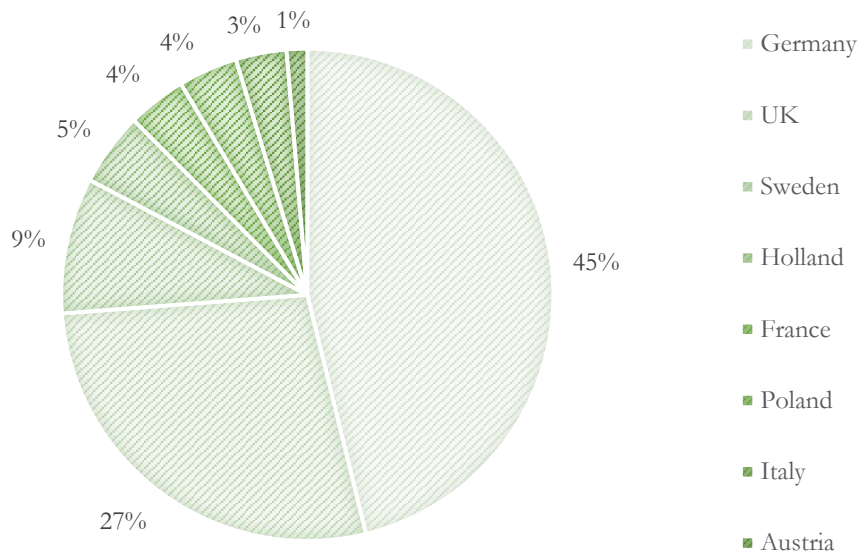
operatives EBITDA bei einer eigenen Produktionskapazität von 1.147 MW (1.577 MW inklusive Asset Management). Bis 2020 stiegen Umsatz und operatives EBITDA auf 292 Mio. € und 225 Mio. € bei einer eigenen Produktionskapazität von 1.637 MW (2.771 MW einschließlich Asset Management). Encavis hat eindeutig aus operativer Sicht „geliefert“. Dies wurde ergänzt durch ein starkes Sektor-Rerating, da das Jahr 2020 von einer Kapitalflut in IPPs und Entwickler von erneuerbaren Energien geprägt war. Encavis wurde von einer Handelsspanne von 15-17x NTM KGV auf 35-40x neu bewertet. Der Ausstieg aus Encavis erfolgt aus Gründen des Risikomanagements, da wir derzeit bessere Risiko-Ertrags-Konstellationen am Markt und in den bestehenden Beteiligungen des Fonds sehen.

IVU Traffic Technologies AG (Marktkapitalisierung € 325 Mio.). IVU ist ein echter Hidden Champion und Teil eines Oligopols von Software- und Technologieanbietern für öffentliche Verkehrsbetriebe. Unsere These war der Übergang von holprigen, projektbezogenen Umsätzen zu einem eher wiederkehrenden SaaS-ähnlichen Ertragsprofil, da das Unternehmen seine Cloud-Angebote ausrollt und die installierte Basis sehr beständiger Kundenbeziehungen erhöht, die Up-Selling-Möglichkeiten und Wartungsverträge ermöglichen. Das Unternehmen wurde vom Kapitalmarkt etwas „übersehen“, als wir unsere Position aufbauten, da es mit dem 10-11-fachen des EBIT gehandelt wurde; es hätte ein schöner „Buyout“ sein können. Das Unternehmen setzte die von uns entwickelte These um und gewann zudem einen prestigeträchtigen Vertrag mit der Deutschen Bahn. IVU wurde schließlich auf die Landkarte gesetzt, als Daimler Buses im Februar 2019 eine 5%ige strategische Beteiligung an IVU veröffentlichte. Wir hatten unsere Kernposition bei 5,90€/Aktie aufgebaut und verkauften unsere letzten Teile der Position bei knapp über 18€/Aktie. Mit unserer Beteiligung am IVU-Wettbewerber, der init SE, bleiben wir weiterhin im ÖPNV-Sektor investiert.

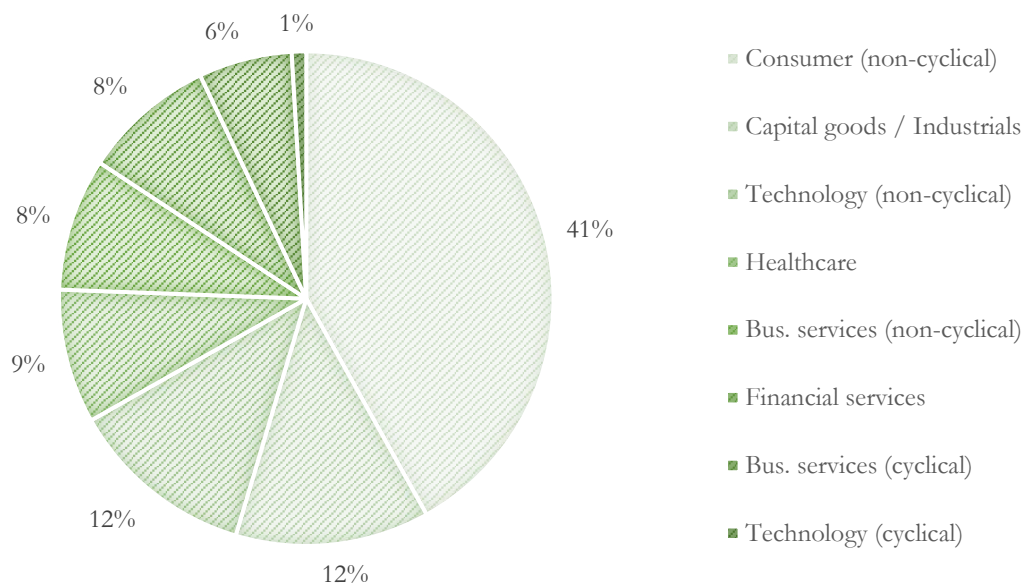
Abschnitt 3: Portfolio Snapshot

Das Portfolio besteht aktuell aus 17 Kernpositionen und 7 weiteren Positionen mit geringerer Gewichtung, da diese sich entweder im Auf- oder Abbau befinden. Drei Positionen befinden sich im Microcap Bereich (<€150 Mio.), 14 im kleineren Small Cap Bereich (€150 Mio - € 1 Mrd.), vier im größeren Small Cap Bereich (€ 1 – 5 Mrd.) und drei im Mid Cap Bereich (> € 5 Mrd.)

Unser geografisches Exposure konzentriert sich weiterhin auf Deutschland und Großbritannien. Unsere Investitionspipeline weist derzeit Cluster in deutschen, französischen und nordischen Opportunitäten auf.



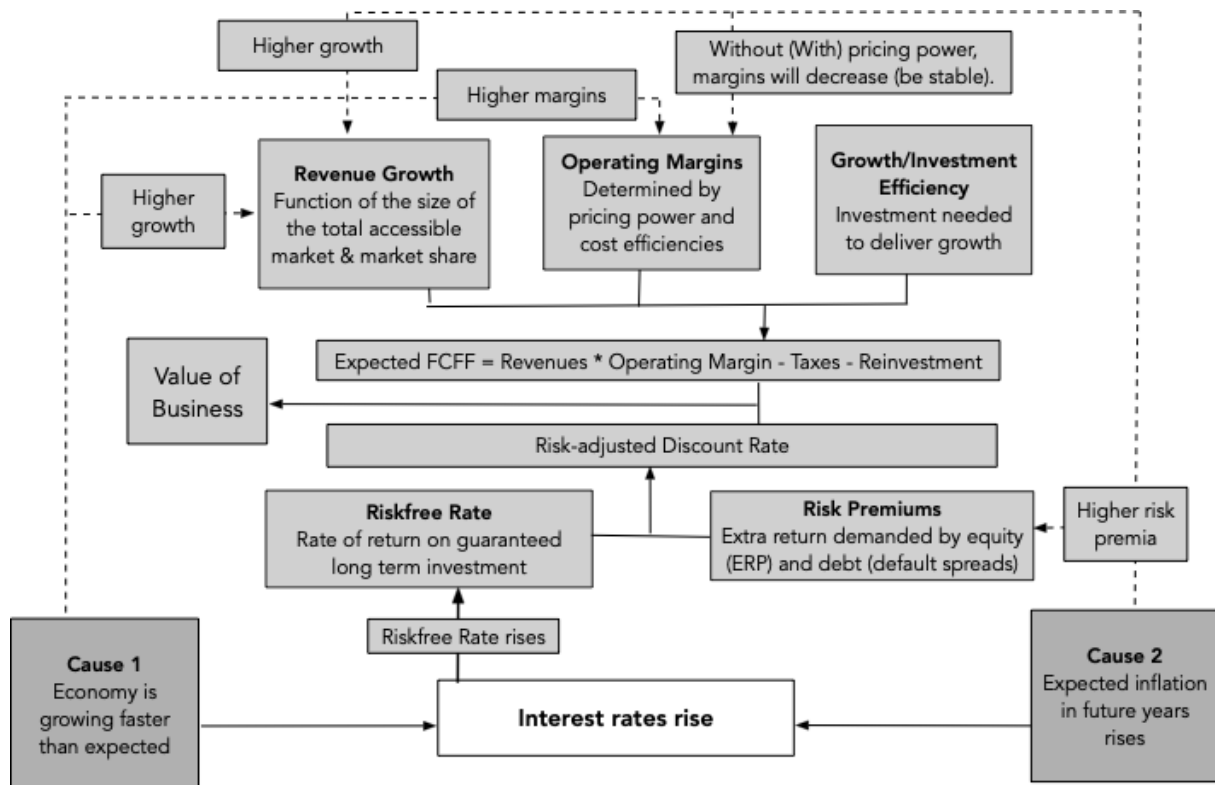
Unsere erhöhte Allokation in Konsumenten-nahen Geschäftsmodellen von 41 % (gegenüber 32 % im Vorquartal) ist das Ergebnis unserer Bottom-up-Selektion. Aus der Makroperspektive wird diese Gewichtung dem Fonds zugutekommen, falls signifikanter Inflationsdruck eintreten sollte.



Abschnitt 4: Wird Inflation Aktien schaden?

Die jüngsten Ereignisse, einschließlich steigender Anleiherenditen, haben die Angst vor Inflation neu entfacht. Das traditionelle NPV Modell legt nahe, dass Inflation und höhere Zinsen Aktien schaden werden. Aber sollten höhere Zinsen zwangsläufig zu niedrigeren Unternehmensbewertungen führen? Aswath Damodaran, Professor an der NYU Business School, präsentiert ein überzeugendes Argument für eine nuanciertere Betrachtung des Zusammenhangs zwischen Zinsen und Unternehmensbewertungen. In seinem [Blogbeitrag](#) weist er darauf hin, dass einige Unternehmen von einem steigenden Preisumfeld profitieren. Inflationäre Faktoren, einschließlich steigender Verkaufspreise (und potenziell höherer Margen), können in Kombination mit höherem Realwachstum zu höheren freien Cashflows führen, die den erhöhten Diskontsatz potenziell mehr als kompensieren, was zu höheren Unternehmensbewertungen selbst in einem inflationären Umfeld führt.

In seinem Beitrag kritisiert Damodaran auch den "mystischen Glauben", den Marktteilnehmer an die Fähigkeit einer Zentralbank haben, die Zinsen dort zu halten, wo sie sie haben möchte. Er argumentiert, dass die Zinssätze eher eine Funktion der Inflation und des realen BIP-Wachstums sind; die Zentralbanken üben nur am Rande Einfluss aus.



Damodarans Framework erinnert uns auch an die Notwendigkeit einer Diversifizierung der Anlagestile. Wir glauben, dass die erfolgreichsten langfristigen Investoren nicht regelmäßig zwischen "Value" und "Growth" rotieren. Sie blicken durch vereinfachende Kategorisierungen hindurch und verstehen den holistischen Wert von Unternehmen, einschließlich Cashflow-Potenzial und strategischem Wert.

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: 6. April 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.