

CCA GmbH
Eschersheimer Landstrasse 1-3
D-60322 Frankfurt am Main
t: +49 69 46 93 99 46
m: hello@conductioncapital.com
w: www.conductioncapital.com

6. Juli 2021

Investor Letter 17

Liebe Investoren,

Ab dem nächsten Quartal wird sich der Investor Letter in frischem Gewand und mit neuem Briefkopf präsentieren. Mehr zu dieser Metamorphose in Abschnitt 4.

Q2 2021 markiert ein weiteres gutes Quartal für den Fonds. Der NAV stieg um +5,9% und liegt damit YTD bei +12,8%. Der MSCI Europe Small Cap stieg im vergangenen Quartal um +5,3% und liegt YTD bei +10,1%. In Anbetracht unseres systematisch geringen zyklischen Exposures ist dies ein erfreuliches Ergebnis im aktuellen Kapitalmarktumfeld.

Der Kapitalmarkt bleibt geprägt von hoher Synchronisation und kurzer Aufmerksamkeitsspanne. Mit hoher Synchronisation meinen wir, dass Marktteilnehmer auf einige wenige Schlüsseltreiber bzw. Akteure achten. Dazu zählten dieses Jahr bspw. steigende Rohstoffpreise, die Zinspolitik der Zentralbanken oder Tweets von Elon Musk. In Kombination mit der kurzen Aufmerksamkeitsspanne führt dies zu intensiven und schnellen Bepreisungsprozessen, was immer wieder interessante Opportunitäten aufwirft.

Am 16. Juni verkündete FED-Chef Jerome Powell, dass das Wort „Tapering“ fortan nicht mehr zu verwenden sei. Die Verfügbarkeit von Liquidität bleibt weiterhin hoch und der Technologiesektor erfreut sich guter Finanzierungsbedingungen. Bezeichnend für diese Situation ist das Investitionstempo der VC Fonds von Tiger Global Management. Nachdem erst 2020 ein Fonds über \$ 3,75 Mrd. aufgesetzt wurde, ist der nächste Fonds, über \$ 6,7 Mrd., bereits dabei ausinvestiert zu werden. Das Investmentteam geht mit einem atemberaubenden Tempo vor. Dieses Jahr gab es bereits Phasen, in denen Tiger Global alle 48 Stunden einen neuen Deal abschloss. Es scheint, als ob das Softbank-Modell Nachahmer findet. Eine der essenziellsten Managementfähigkeiten bleibt es, Investoren zu signalisieren, dass Liquidität in einem möglichst großen adressierbaren Markt eingesetzt werden kann. Als klassischer Value Investor ist man geneigt, diese Dynamik als Blase einzustufen. Wir lassen uns auf diese Realität ein. Felix hat kürzlich ein paar Artikel zu Taktiken und Strategien in diesem Liquiditätsumfeld veröffentlicht. Dynamiken auf Unternehmensebene am 27. Mai in [„Liquiditätskriege“](#). Dynamiken auf Ebene der Zentralbanken und Schlussfolgerungen für das breitere Kapitalmarktumfeld am 16. Juni in [„Wer bezahlt diesen Wohlstand?“](#).

Abschnitt 1: Performance Q2 2021

Die vierteljährliche Performance betrug **+5,9%** gegenüber **+5,1%** für den MSCI Europe Small Cap.

Portfolio Updates

Im vergangenen Quartal bahnten sich zwei größere Deals im Fonds an.

Craneware plc (Marktkapitalisierung £ 720 Mio.) Vor genau einem Jahr berichteten wir von der Beteiligung an diesem schottischen Anbieter von Krankenhaus-Software. Das Unternehmen beschäftigt sich mit der Kosten- und Umsatzanalytik von Krankenhausprozessen. Craneware ist dabei tief im Herzen von Krankenhäusern angedockt. Es sitzt am sogenannten „Chargemaster File“ - einer Art Hauptbuch für alle verfügbaren Krankenhausleistungen. Aus Schottland heraus bedient das Unternehmen 2,000 der insgesamt 6,000 amerikanischen Krankenhäuser. Zuletzt im März diesen Jahres telefonierten wir mit dem CEO Keith Neilson und diskutierten die aktuelle strategische Situation des Unternehmens. Am 7. Juni gab Craneware seine Absicht bekannt, das in Florida ansässige Unternehmen Sentry Data Systems übernehmen zu wollen. Sentry bietet SaaS für das sogenannte 340B System an und ist damit Marktführer in den USA. 340B ist ein Regierungs-Programm um Arzneimittel für sozial-benachteiligte Bürger*innen erschwinglich zu machen. Der strategische Fit der Akquisition ist hoch. Das Geschäftsmodell von Sentry hat hohe Eintrittsbarrieren. Der Kaufpreis von \$ 400m bringt Craneware zusätzliche \$ 90 Mio. Umsatz und \$ 23 Mio. EBITDA (2020e). Nach Kartellfreigabe und gelungener Integration erwarten wir für die vergrößerte Gruppe in zwei Jahren etwa \$ 200 Mio. Umsatz, \$ 60 Mio. EBITDA und \$ 50 Mio. EBIT.

Polski Bank Komorek Macierzystych SA (PBKM) (Marktkapitalisierung € 180 Mio.) PBKM mit Sitz in Polen ist die führende Nabelschnurblutbank Europas. Die Kerndienstleistung, die über ein Abo-Modell an Verbraucher verkauft wird, lagert die Stammzellen eines Neugeborenen ein, um sie später für eine Vielzahl potenziell lebensrettender Therapien zur Bekämpfung von Krankheiten wie ALS und Leukämie zu verwenden. Der Fonds initiierte seine Position in PBKM im Jahr 2018 nach einem Treffen mit dem Führungsteam. Quasi parallel begann der aktivistische Investor AOC eine Beteiligung an PBKM aufzubauen, welcher mittlerweile knapp 62% hält. AOC hält ebenfalls 37% am deutschen Konkurrenten Vita34 AG. Ende Mai einigten sich PBKM und Vita34 auf eine Fusion. Der Fonds wird in diesem Zuge 1,3 Vita34 Aktien für jede PBKM Aktie erhalten. Die Transaktion wird im Oktober abgewickelt werden. Die vergrößerte Vita34, nun unangefochtener europäischer Marktführer, wird weiterhin in Frankfurt notiert sein. Seit Jahresbeginn hat die PBKM-Aktie um 23% zugelegt, mehr als doppelt so viel wie der MSCI Europe Small Cap Index mit 10%.

JDC Group AG (Marktkapitalisierung € 190 Mio.) Das Unternehmen findet seine Wurzeln im Versicherungs- und Finanzvertrieb und hat eine Vielzahl an angeschlossenen Beratern und Vertretern. Die Komplexität von unzähligen Versicherungsprodukten konnte JDC nur mit eigenen Softwareentwicklungen stemmen. Aus dieser Not entstand über die vergangenen Jahre das Segment „Advisortech“. Die Softwareplattform wird nun von externen Versicherungsmaklern wie dem Sparkassenverband „Provinzial“, aber auch modernen App-Plattformen wie „Finanzguru“ verwendet. Nachdem anfangs noch Probleme mit der Skalierbarkeit der Technologie bestanden, spielen sich die Skaleneffekte langsam aus. Während die Umsätze um 10-15% p.a. steigen, verbessert sich das EBITDA um 20-30% p.a. Für das Jahr 2021 werden knapp € 140 Mio. Umsatz und ein EBITDA von € 7 Mio. erwartet. Das Marktpotenzial, dem sich JDC gegenüber sieht, ist beachtlich. Die große Herausforderung liegt in der weitergehenden „Execution“. Ein erstes kleines Engagement baute der Fonds im August 2018 auf und stockte dann im Corona-Crash letztes Jahr

vorsichtig auf, so dass etwas mehr als 2% des Fonds allokiert waren. Die Position war vor allem aus Liquiditätsgesichtspunkten bewusst klein gewählt. Seitdem hat sich die Position in etwa verdoppelt. Allein im Jahr 2021 liegen die JDC Aktien bei +88%.

Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Geschäftsmodell
SLM Solutions Group AG	10,1%	Hersteller von 3D-Druckern
Modern Times Group Mtg AB	7,7%	Betreiber der E-Sports Liga „ESL“ und Mobile Gaming Entwickler
McBride plc	7,4%	Hersteller von Haushaltsputzmitteln (Eigenmarken)
M1 Kliniken AG	7,0%	Praxiskette für ästhetische Medizin
Naked Wines plc	5,4%	Online Weinclub in UK und USA
PBKM SA	5,2%	Polnische Nabelschnurblutbank
CareTech Holdings PLC	5,0%	Führender britischer Anbieter von Erwachsenenpflege
Amadeus FiRe AG	4,9%	Berufliche Weiterbildung und Personalvermittlung
Zooplus AG	4,5%	Onlinehändler für Tierbedarf
init innovation in traffic systems SE	4,4%	Software für öfftl. Verkehrssektor und Ticketinglösungen

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewicht	Sektor	Land
JDC Group AG	4,3%	Finanzdienstleistungen	Deutschland
Fabasoft AG	4,1%	Software	Österreich

JDC Group AG (Marktkapitalisierung € 190 Mio.) siehe oben.

Fabasoft AG (Marktkapitalisierung € 450 Mio.) Das erste Mal erwähnten wir Fabasoft im sechsten Quartalsbrief am 11. Oktober 2018, als der Fonds eine erste kleine Position aufbaute. Das Unternehmen bietet knapp ein Dutzend Lösungen zur Digitalisierung von Verwaltungsprozessen und Dokumentationsanforderungen. Zum Geschäftsjahresende am 31. März 2022 werden € 60 Mio. Umsatz bei einem EBIT von 25% erwartet. Historisch waren Regierungen und Behörden die Schwerpunktkunden von Fabasoft. Der Ritterschlag für das Unternehmen erfolgte im November 2017 mit dem Zuschlag für das Projekt e-Akte für die Bundesverwaltung in Deutschland. Seit geraumer Zeit findet jedoch eine Ausweitung der Kundenbasis Richtung Privatsektor statt, was den adressierbaren Markt von Fabasoft in neue Dimensionen katapultieren könnte. Fabasoft ist ein Meister der „trojanischen Pferd Taktik“: Dem Einführen von einzelnen Lösungen bei Kunden um anschließend Cross-Selling zu betreiben. Aktuell ist eines dieser trojanischen Pferde die „Fabasoft Approve“, ein Tool um technische Dokumentation und Freigabeprozesse zu begleiten. Erwähnenswert ist darüber hinaus die jüngste Aufstockung der Fabasoft Mutter an ihrer starkwachsenden Tochtergesellschaft Mindbreeze von 76% auf 85,5%. Wir gehen davon aus, dass Mindbreeze, bei Beibehaltung ihres Wachstumspfades, zu einem Umsatzmultiplikator von mindestens 10x verkauft werden könnte. Für das kommende Geschäftsjahr kann mit ca. € 15m

Umsatz bei einer EBIT Marge von über 40% gerechnet werden. Bei einem Spin-Off Listing wären in Anbetracht der aktuellen Bewertungssituation am Kapitalmarkt auch 15-20x Umsatz denkbar.

Ein paar Exits ...

Im Laufe des Quartals haben wir einige Kernpositionen des Fonds geschlossen. ...

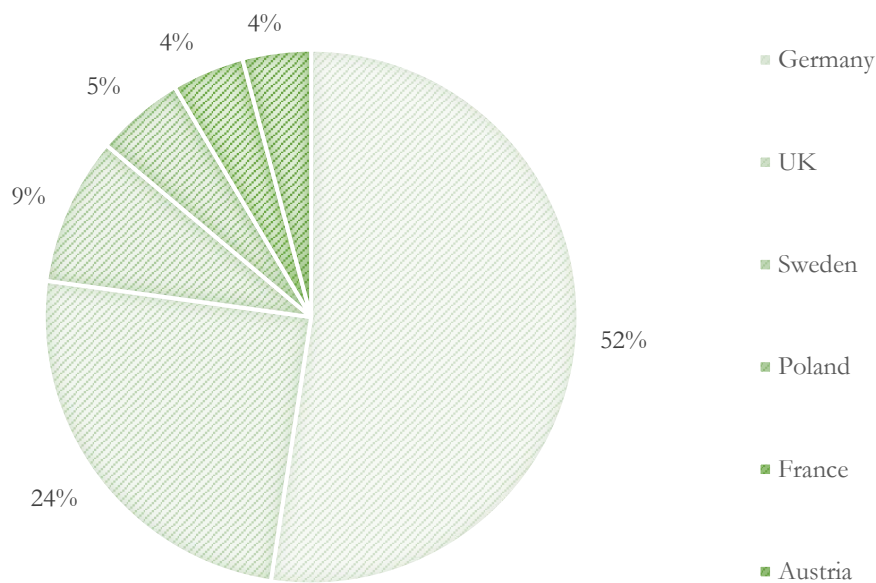
Intertrust N.V. (Marktkapitalisierung € 1,4 Mrd.) Der Fonds hielt diese Beteiligung nahezu seit Auflage des Fonds. Mehr als 3 Jahre kassierte der Fonds eine Dividendenrendite von 4%. Mit der amerikanischen Initiative zur globalen Mindestbesteuerung finden aktuell jedoch tektonische und unberechenbare Verschiebungen im Endmarkt von Intertrust statt. Im Sinne eines ausgewogenen Risikomanagements soll der Fonds gegenüber diesen Entwicklungen nicht mehr exponiert sein.

Frequentis AG (Marktkapitalisierung € 350 Mio.). Der Fonds partizipierte beim IPO des österreichischen Unternehmens, welches Kontroll- und Kommunikationssysteme für die Luftfahrt und andere Behörden wie die Polizei liefert. Das Unternehmen arbeitet aber auch für das Drohnenprogramm der US Navy. Im Sinne eines verantwortungsbewussten Investitionsverhaltens gemäß der UN Principles for Responsible Investing (UNPRI), die wir vor einem Jahr unterzeichneten, soll der Fonds keine Berührungspunkte mehr mit militärischen Drohnen haben.

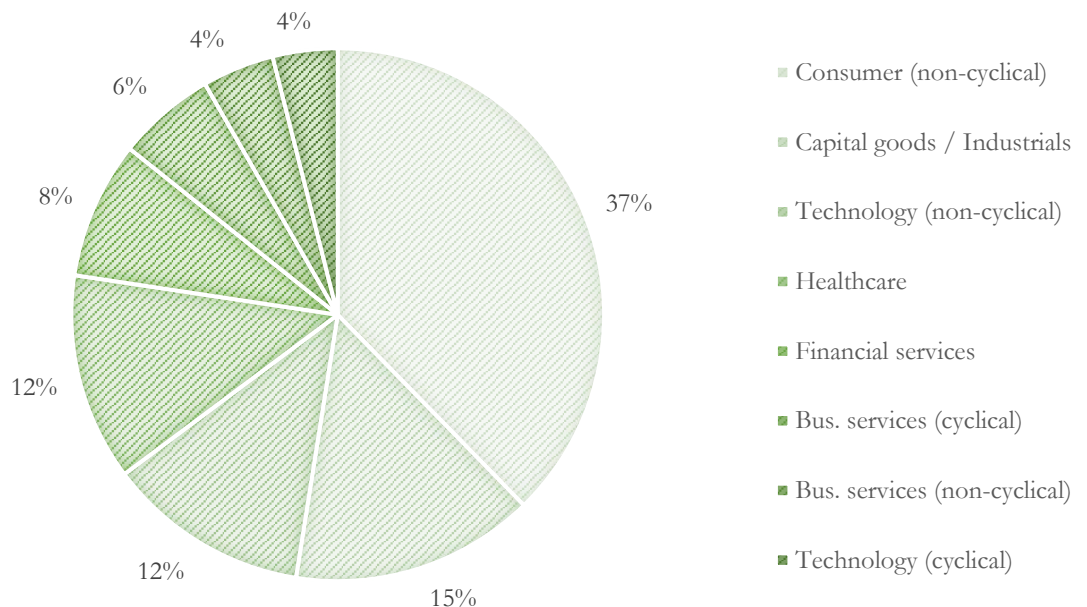
Abschnitt 3: Portfolio Snapshot

Das Portfolio besteht aktuell aus 17 Kernpositionen und 7 weiteren Positionen mit geringerer Gewichtung, da diese sich entweder im Auf- oder Abbau befinden. Aufgrund von Kurssteigerungen befindet sich aktuell nur noch eine der Positionen im Microcap Bereich (<€ 150 Mio.), 15 im kleineren Small Cap Bereich (€ 150 Mio - € 1 Mrd.), sechs im größeren Small Cap Bereich (€ 1 – 5 Mrd.) und zwei im Mid Cap Bereich (> € 5 Mrd.)

Das geografische Exposure konzentriert sich weiterhin auf Deutschland und Großbritannien. Die Mittel aus den Verkäufen von Intertrust und Frequentis wurden in deutsche Kernpositionen umgeschichtet, was die Länderkonzentration erhöhte. Aktuell analysieren wir einige Opportunitäten in „exotischeren“ europäischen Ländern.



Konsumentennahe und unzyklische Unternehmen dominieren weiterhin das Portfolio.



Abschnitt 4: Eine Metamorphose - Conduction wird zu f3x

Die vergangenen eineinhalb Jahre haben die Welt nachhaltig verändert. CCA entwickelt sich ebenfalls weiter.

Conduction Capital Advisers (kurz: CCA) wird zu f3x capital (kurz: f3x)

f3x bringt ein neues Mission Statement mit sich

„Wir investieren in gute Unternehmen – zeitlos, transparent, menschlich.“

Gute Unternehmen: Der Fokus liegt auf Quality Investing. In einer Zeit, in der immer mehr Unternehmen durch geschickte Selbstinszenierung hohe Finanzierungspakete aufnehmen, positioniert sich f3x noch stärker Richtung Geschäftsmodellen von hoher Qualität. Oftmals erkennbar an attraktiven Bruttomargen und Nachfragestabilität. Gute Unternehmen kennzeichnen sich darüber hinaus auch dadurch, dass sie keine übermäßigen negativen Externalitäten an Mensch und Umwelt anrichten.

Zeitlos: Jezz Bezos sagt, es ist sinnvoller sich auf Kundenbedürfnisse zu konzentrieren, die konstant bleiben, als zu versuchen den nächsten Trend zu erraten. Dieser Philosophie folgt auch f3x um (1) Zinseszinsseffekte von Geschäftsmodellen zu nutzen und (2) Transaktionskosten so gering wie möglich zu halten. Das heißt nicht, dass man nur in Zahnpastahersteller investieren sollte. Auch moderne Technologien wie 3D-Druck befriedigen den nachhaltigen Wunsch der Menschheit, zielgerichteter und sparsamer mit Ressourcen umzugehen.

Transparent: f3x ist offen. (1) Alle Quartalsbriefe werden fortan auf unserer Website (www.f3x.capital) veröffentlicht. Darüber hinaus werden weitere Dokumente, die tieferen Einblick in die Investitionsstrategie von f3x bieten, auf der neuen Website zu finden sein. Zahlreiche Blogposts, die ehemals via Honeytrees und LinkedIn erschienen sind, finden sich nun ebenfalls auf der f3x-Website. (2) Der Fonds ist hochkonzentriert (<20 Kernpositionen), um stets nachvollziehbar und erklärbar zu sein. (3) Wir kommunizieren unsere Anliegen gegenüber Portfoliounternehmen häufig und direkt.

Menschlich: Die persönliche Ethik des Portfoliomanagements fließt in den Fonds ein. Wir halten nichts von standardisierten Ratings. Die finalen Investitionsentscheidungen werden stets von Menschen getroffen, auch wenn uns Computer und quantitative Methoden immer mehr Arbeit abnehmen mögen.

Was ist neu:

1. Generationswechsel: Alex Nieberding, Mitgründer von CCA, ist zum 30.6.2021 aus dem operativen Geschäft ausgetreten. Felix wird alleiniger Geschäftsführer. Wir danken Alex für seine Beiträge zum Aufbau der Firma. Sein Erfahrungsschatz war essenziell für die Value-Orientierung des CCA Investitionsansatzes. Seine Investmentphilosophie wird auch von f3x weitergelebt werden.
2. Seit April haben wir unseren ehemaligen Praktikanten David Kefeli als Werkstudenten engagiert. David studiert Wirtschaftswissenschaften an der Goethe-Universität in Frankfurt und hat einen Notenschnitt von 1,0. Er ist außerdem sehr lebendig und sympathisch. Herzlich willkommen, David! Wir sind darüber hinaus aktuell auf der Suche nach einer Werkstudentin. Unsere Frauenquote ist eine Katastrophe. Über Empfehlungen und Bewerbungen freuen wir uns sehr: felix@f3x.capital.

3. Investitionsstil: Wer genau aufgepasst hat, hat in den vergangenen Quartalen bereits gemerkt, dass wir uns gegenüber technologielastigeren Unternehmen öffnen. Dazu zählt auch höhere Bewertungen zu akzeptieren. Qualität hat ihren Preis. Strukturelle Profitabilitätsmöglichkeiten, die sich aus Unit Economics oder vorherrschenden Angebot-Nachfrage-Systemen werden wichtiger.
4. Der Name des Fonds: „CCA European Opportunities UI“ wird angepasst werden und wird zurzeit noch von der BaFin abgesegnet. Wir werden eine separate Benachrichtigung hierzu versenden. Es handelt sich lediglich um eine Namens-Anpassung, die automatisch in den Depots vorgenommen wird. Es gibt keinerlei steuerlichen Implikationen oder Reibungspunkte. Es kann allerdings noch einige Zeit dauern, bis die Namensänderung durch alle bürokratischen Systeme der Fondsindustrie durchgelaufen ist.
5. Die I-Klasse (DE000A2H7NR7) des Fonds ist ab sofort ab €10.000 investierbar (zuvor €200.000).
6. Corporate Design: Unsere kreativen Freunde von der [digifant GmbH](#) haben der f3x ein neues Corporate Design und eine neue Website verpasst. Schaut auf www.f3x.capital vorbei.
7. Auf LinkedIn werden zukünftig über unsere [Company-Page](#) mehr Inhalte veröffentlicht werden. Es lohnt sich der Seite zu folgen.

Was bleibt gleich:

1. Die Private Equity DNA. Wir stellen uns immer noch vor wir würden das ganze Zielunternehmen erwerben, nicht nur ein paar Aktien.
2. Der Fokus auf kleine und mittelgroße europäische Unternehmen
3. Das Fondsvehikel mit den ISINs: DE000A2DMV16 (S-Klasse), DE000A2H7NR7 (I-Klasse), DE000A2DMV08 (R-Klasse)

Die Postadresse und Telefonnummern bleiben erhalten. Emails an die alten Conduction Capital Domains werden ebenfalls weiter empfangen. Die neuen Kontaktdaten sind hier nochmal zusammengefasst:

f3x capital GmbH
Eschersheimer Landstraße 1-3
60322 Frankfurt am Main

e hello@f3x.capital
w www.f3x.capital
l www.linkedin.com/company/f3xcapital
t 0049 69 46 9399 46

Wir freuen uns auf das nächste Level.

#f3x

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, die „KI“ richtet sich an natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und 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. Auch wurde Sie 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. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: <https://fondsfinder.universal-investment.com/de/DE/Funds>

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. 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 „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 6. Juli 2021

Herausgeber: f3x capital GmbH, Eschersheimer Landstrasse 1-3, 60322 Frankfurt am Main handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 3 Abs. 2 WpIG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG und der Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 15 WpIG.