

CCA GmbH
Hasengasse 21
D-60311 Frankfurt am Main
t: +49 69 2649 0195
m: hello@conductioncapital.com
w: www.conductioncapital.com

4. Juli 2018

Investor Letter 5

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

Performance

Im zweiten Quartal konnte der Fonds um 3,3% zulegen. Ängste vor einem globalen Handelskrieg hatten breite Volatilität in der zweiten Juni-Hälfte zur Folge. Der Fonds nutzte die Turbulenzen um neue Positionen in Unternehmen aufzubauen, die wir schon eine Weile beobachteten, aber für zu teuer empfunden hatten. Der Fonds erhöhte sein Gross Long Exposure um fast 20% in Q2, von 71% auf 89%. Die Long-Positionen erhöhten sich von 17 auf 23. Abzüglich der beiden neuen Short Positionen liegt das Net Exposure (Aktienquote) damit bei 84%. Die übrige Liquidität liegt in einem kurzlaufenden Geldmarktfonds und Bankguthaben.

Die zugrundeliegende Bewertung der Portfoliounternehmen auf EV / EBITDA Basis bleibt weiterhin unterhalb der Indizes wie MDAX und SDAX¹. Damit bleibt der Fonds seiner Strategie treu, robuste Unternehmen zu vernünftigen Bewertungen zu kaufen.

	<u>EV/EBITDA</u>		<u>Market Cap (€ Mrd.)</u>	
	Average	Median	Average	Median
CCA	10,0x	9,3x	2.6	1.2
MDAX	12,6x	10,3x	7.5	5.3
SDAX	14,9x	9,6x	1.8	1.1
Discount				
vs MDAX	-20,4%	-10,0%		
vs SDAX	-32,6%	-3,6%		

Der schlechteste Performer des Fonds in Q1 wurde zum besten Performer in Q2: **Greencore plc** (EV €2 Mrd.) generierte **38%** über das Quartal hinweg und trug damit **+2.43% zum NAV** des Fonds bei. Aufgrund unserer hohen Überzeugung kaufte der Fonds aggressiv in der Baisse des Aktienpreises in Q1 hinzu. In unserem Investorenbrief zu Q1 schrieben wir: "Wir mochten

¹ Der EV von CCA Portfoliounternehmen wird von uns unter Berücksichtigung von Pensionsrückstellungen berechnet. Dies ist nicht der Fall bei den Index-Bewertungen. Daher ist der Bewertungsabschlag im Portfolio noch höher als hier dargestellt.

das Unternehmen zu unter 10x EBITDA, bei unter 7x EBITDA finden wir es noch viel besser.“ Die Halbjahresergebnisse, welche im Mai 2018 veröffentlicht wurden, öffneten der Aktionärslandschaft offensichtlich wieder die Augen und zeigten auf, dass Greencore weiterhin auf seinem langfristigen Wertschöpfungspfad unterwegs ist.

Der zweitbeste Performer in Q2 war **IWG plc** (EV €3,6 Mrd.), generierte **41%** über das Quartal hinweg und konnte damit **+1,63% zum NAV** des Fonds beitragen. Mit seinen Marken Regus und Spaces, ist IWG der Weltmarktführer bei flexiblen Arbeitsplatzlösungen. Das Unternehmen erhielt Übernahmeangebote von einer Reihe von konkurrierenden Investmentgesellschaften wie Terra Firma, Starwood Capital Group, TDR Capital und Prime Opportunities.

Der schlechteste Performer war **Aryzta AG** (EV €2,8 Mrd.), (-1,17% auf Fondsebene in Q2). Im Mai, stufte CEO Kevin Toland die EBITDA Guidance für das Jahr 2018 um 12% herab. Grund dafür waren operative Probleme inklusive höherer Butterpreise. Der 24% Drawdown bei Aryzta in Q2 löste einen internen Risikomanagementprozess bei uns aus, der uns dazu zwingt bei Überschreitung gewisser Limits in erneute Due Diligence zu gehen. Im Zuge dessen aktivierten wir unsere Industrienetzwerke und sprachen mit diversen externen Experten zu Aryzta. Die Ergebnisse dieser Analyse bestätigten unsere ursprüngliche Investitionshypothese. Die Aryzta Beteiligung des Fonds ist die konträrteste Position im CCA Portfolio; wahrscheinlich ist Aryzta das meist-geshortete Unternehmen in der Schweiz. Der langfristige Investitionshorizont des Fonds ermöglicht es ihm die Marktineffizienzen, die durch die Großzahl der kurzfristig orientierten Marktteilnehmer entstehen, zu nutzen. Der Fonds bleibt bei Aryzta beteiligt – trotz der Marktpreisschwankungen, die den NAV treffen – da wir überzeugendes mittelfristiges Renditepotenzial bei diesem Weltmarktführer sehen. Der Restrukturierungspfad ist über eine Reduzierung der Fixkostenbasis und dem Weitergeben von Butterpreisen klar definiert und damit gangbar.

Wichtige neue Positionen

OSRAM Licht AG (EV €3,3 Mrd) - **long**. Mitte Juni schreckten Donald Trumps harte Aussagen zum Welthandel Aktionäre im Automobilsektor auf und wir erlebten in Antizipation auf US Zölle auf Autoimporte eine Korrektur auf breiter Front. Auch Osram konnte sich diesem Umfeld nicht entziehen und veröffentlichte daher eine Gewinnwarnung am 28. Juni. Die Aktie notiert mittlerweile 58% unter ihrem Höchstkurs vom Januar und verlor €4,5 Mrd. an Börsenwert. Wir verfolgen die langfristig angelegte Repositionierung von Osram schon eine Weile und warteten seitdem geduldig auf eine günstige Gelegenheit einzusteigen. Unser Meeting mit dem Management-Team (CEO, CFO und Head of Opto Semiconductors) im Mai erhöhte unsere Zuversicht, dass der geplante Wertschöpfungspfad realistisch und umsetzbar ist. Während viele Lichtanwendungen – Industrie, Bildschirme, Auto, Architektur, öffentliche Plätze – sich Richtung LED verschieben, haben wenige Upstream-Unternehmen im Lichtsektor in die technische Kapazität für die Produktion von hochwertigen Opto-Halbleitern investiert. Osram hat mehr als €1 Mrd. in eine neue Fabrik in Kulim, Malaysia investiert. Dort konnte bereits die neue Produktion langsam angefahren werden und das Unternehmen liegt daher vor dem eigenen Zeitplan. Kulim ist eine der günstigsten und gleichzeitig qualitativ besten Opto-Halbleiter-Fabriken der Welt. Wir glauben nicht, dass das mittelfristige Umsatz- und Gewinnpotential hieraus adäquat in der aktuellen Bewertung reflektiert ist (<10x 2019e EBIT). Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass sich durch die starke Verschiebung des Osram-Geschäftsmodells, weg von einem langweiligen Glühbirnenhersteller, hin zu einem

Halbleiterkonzern, ein Multiple Re-Rating einstellen könnte. (Bspw. Infineon 19x 2019e EBIT). Der Fonds hat mittlerweile eine long Position von 4,9% aufgebaut.

Gerry Weber AG (EV €450m) - short. Gerry Weber ist ein mittelständischer Modehersteller mit 1.240 eigenen Einzelhandelsstandorten. Die Hauptmarke Gerry Weber ist jedoch mittlerweile derart eingerostet, dass selbst ihre treueste Kundschaft, Frauen ab 45+, sich nun abwendet. Die Like-for-Like Umsätze folgen seit Jahren einem klaren Abwärtstrend. Neben den eigenen Standorten werden noch knapp 2,400 Shop-in-Shops betrieben. Das Unternehmen hat es versäumt sich auf eine von e-commerce getriebene Welt umzustellen und verliert Marktanteile an amazon, Zalando und andere e-commerce Fashion Spieler. Der jüngste Versuch die Fixkostenbasis über Ladenschließungen zu verbessern, scheiterte ebenso wie der kürzliche Launch einer neuen moderneren Marke (wurde nach 8 Wochen wieder vom Markt genommen).

Ein weiteres Manko ist die Corporate Governance im Hause Gerry Weber. CEO, Ralf Weber, ist Sohn des Gründers und bei Investoren bis dato vor allem durch Abwesenheit aufgefallen. Darüber hinaus macht der CFO einen schwachen Eindruck und die Firma sieht sich wachsendem Verschuldungsdruck ausgesetzt. Die Nettofinanzverschuldung beträgt mittlerweile das Vierfache des EBITDA. Zu guter Letzt handelten die Aktien auf jeglichen Bewertungsansätzen signifikant oberhalb des intrinsischen Wertes: 9.5x EV/EBITDA (FY2018), 16x EV/EBIT (FY2019). Kurzfristige Katalysatoren sind weitere Umsatz- und Gewinneinbrüche, eine Kapitalerhöhung oder große Ankeraktionäre die langsam ihre Position abverkaufen müssen. Der Fonds begann seine Short Position in Gerry Weber am 11. April bei **€8 pro Aktie** aufzubauen. Die Position macht nun 4% an Exposure auf Fondsebene aus. Während der Halbjahrestelefonkonferenz am 14. Juni reduzierte der CFO die 2018 EBIT Guidance von 10-20m EBIT auf -10 – 0m EBIT. Seit Eröffnung unserer Position sind die Gerry Weber Aktien um knapp **33% gefallen** und handeln zu **€5,37 pro Aktie**.

FinTech Group AG (EV €500m) - long. Die in Frankfurt ansässige FinTech Group besteht aus dem B2C Geschäft namens „Flatex“ (unabhängiger Online-Broker, 75% des Umsatzes) und einem B2B Bereich, der White Label Kernbanklösungen anbietet (25% des Umsatzes). Flatex leistete Pionierarbeit im deutschen Online Brokerage Bereich mit seinen €5,90 pro Trade. Während unseres Due Diligence Meetings in dem Räumlichkeiten von FinTech Group gaben uns der CEO und CFO zu verstehen, dass die FinTech Plattform mit €1,45/Transaktion der klare Kostenführer im Trading ist. Die Transaktionszahl bei Flatex wächst mit 17% CAGR. Die B2B Einheit bietet anderen Banken die Möglichkeit ihre antiquierten Kernbankprozesse auszulagern. FinTech Group fügt dem CCA Portfolio eine einzigartige Dynamik hinzu. Die Position dient als Hedge auf Aktienmarktvolatilität. Gerade in volatilen Zeiten steigen die Umsätze durch die sehr aktiv investierende Klientel von Flatex stark an. Darüber hinaus bietet Flatex noch eine interessante implizite Call-Option auf steigende Zinsen. (1% Anstieg der Zinskurve führt zu €8m zusätzlichem Gewinn im Treasury-Portfolio). Mit dem starken organischen Wachstum halten wir die Bewertung von 10,8x 2018e EBIT für zu niedrig. Wir bauten sukzessive eine 3,3% long Position auf.

Teilweiser Exit

Im Februar partizipierte der Fonds beim IPO von **Stemmer Imaging** (EV €220m), einem Machine Vision Systemlieferanten. Die Aktien wurden erstmals bei **€34/Aktie** notiert zu einer Bewertung von 16,1x FY'19 EBIT. Nach den starken Q1 Ergebnissen, zog die Bewertung stark an und stieg über 23x EBIT. Wir realisierten einige Gewinne bei **€45/Aktie (+32%)** und reduzierten unser Exposure auf 1,6%. Wir werden die Position in Q3 weiter reduzieren.

FX Risikomanagement

In unserem letzten Investor Letter berichteten wir, dass der Fonds bis dato keinerlei FX Hedges aufgelegt hatte, wir aber die Situation laufend beobachten, sollten sich exzessive Konzentrationen ergeben. Durch die Wertsteigerung bei Grencore und IWG stieg das GBP Exposure von 17% auf über 20%. Im Zuge der sehr prekären Brexit-Verhandlungen legten wir GBP Hedges für das komplette Exposure im Fonds auf. Der Hedge hat bislang 20BP zum NAV beigetragen. Das übrige FX Exposure über CHF (12,7%) und SEK (4,1%) bleibt ungehedged.

Dividendenpolitik

Alle Tranchen von CCA European Opportunities sind ausschüttend. Durch die Investmentsteuergesetz-Reform zum 1.1.2018 mussten alle in Deutschland domizilierten Fonds einmalig eine „non-Cash“ Ausschüttung an die Investoren allokiieren.

Unsere Dividendenpolitik sieht vor, dass wir ausreichend Barmittel ausschütten, dass Investoren die vom Gesetz vorgegebene Vorabpauschalbesteuerung abdecken können. Die Dividende soll ca. 6 Wochen nach dem Fiskaljahresende des Fonds (31. August) im Oktober ausgeschüttet werden.

Wie immer: Kommt bei Fragen auf uns zu.

Grüße aus Frankfurt

Alex & Felix

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: 4. Juli 2018. Herausgeber: CCA GmbH / Hasengasse 21 / 60311 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.