

CCA GmbH  
Hasengasse 21  
D-60311 Frankfurt am Main  
t: +49 69 46 9399 46  
m: hello@conductioncapital.com  
w: www.conductioncapital.com

11. Oktober 2018

## Investor Letter 6

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

zum einjährigen Bestehen unseres Fonds, freuen wir uns über die neuen institutionellen Investoren und Privatanleger, welche in den vergangenen Monaten in unseren Kreis gerückt sind, um Teil unseres Investitionsansatzes zu werden. Wir wenden Private Equity Techniken in den öffentlichen Märkten an, um Investitionsoportunitäten an Land zu ziehen, zu analysieren und zu betreuen. Wir investieren in Managementteams, welche langfristige Wertsteigerungsmaßnahmen aus dem Private Equity Playbook anwenden. Dazu zählen zum Beispiel „Buy & Build“, der konstruktive Einsatz von Fremdkapital oder Corporate Governance Optimierungen. Firmen, welche solche Maßnahmen umsetzen, tragen zum Erfolg des Fonds bei. Die jüngste Volatilität im Querschnitt der Kapitalmärkte öffnet mehr und mehr interessante Einstiegsmöglichkeiten für uns.

Gelegentlich beschäftigen wir uns auch mit Restrukturierungsfällen – aber ausschließlich mit solchen, bei denen die Optimierungspfade eindeutig und gangbar sind. Eines unserer ersten Investments, Aryzta AG, sah nach solch einem Fall aus. Manchmal schaffen es Managementteams aber trotzdem nicht die „low hanging fruits“ zu ernten, egal wie niedrig sie hängen. Mehr zu Aryzta unter dem Abschnitt „Exits“.

Als Reaktion auf unsere Erfahrung mit der Aryzta Transaktion haben wir die Anforderungen für die Eröffnung von Positionen, deren Investitionsthese Restrukturierung beinhaltet, präzisiert. Wir konzentrieren uns zukünftig auf Situationen, in welchen wir unsere Private Equity Werkzeuge effektiver nutzen können. Darüber hinaus wurden strengere Risikomanagementparameter implementiert. Der Maximalverlust bei Einzelpositionen wird auf 250 Basispunkte des Fonds bzw. auf einen Prozentsatz der Einzelposition beschränkt, abhängig von der Größe des Investments.

## Performance

Im dritten Kalenderquartal lieferte der Fonds eine Performance von -2,7%. Zum Ende des Fondsgeschäftsjahres am 31. August 2018 lag die Gesamtperformance bei -3,4%. Der europäische Stoxx600 lag im gleichen Zeitraum bei +0,75%. Ohne das Aryzta Investment hätte der Fonds eine Performance von +0,49% erzielt.

Die Performance war gedämpft durch den schrittweisen Abbau unserer 100% Cash-Position bei Auflage des Fonds. Zum Ende des Jahres 2017 lieferte der Fonds bereits 5,7% Performance gegenüber dem Stoxx600 von lediglich 2,6% ab, obwohl der Fonds zu diesem Zeitpunkt lediglich 68,3% investiert hatte. Der Fonds hatte eine Nettoinvestitionsquote von 69,1% zum 31. März und

84,2% zum 30. Juni. Zum 30. September lag die Nettoinvestitionsquote bei 77,6%. Wir zielen darauf ab eine Investitionsquote von 90% über den Zyklus hinweg zu halten und gegebenenfalls auf einen leicht höheren Cash-Bestand in Phasen mit höheren Bewertungsniveaus auszuweichen.

Die zugrundeliegende Bewertung des Long Portfolios bleibt weiterhin bedeutend unterhalb des MDAX und des SDAX auf EV / EBITDA Ebene. Dies ist kohärent mit der Conduction Capital Strategie sich nur bei hochwertigen Geschäftsmodellen mit vernünftigen Preisen zu engagieren.

	<u>EV/EBITDA NTM</u>		<u>EV/EBITDA LTM</u>		<u>Market Cap</u>	
	Average	Median	Average	Median	Average	Median
<b>CCA</b>	11,3x	8,6x	13,2x	9,8x	2.350	830
<b>MDAX</b>	12,3x	10,2x	12,7x	10,6x	7.598	5.305
<b>SDAX</b>	16,8x	10,8x	15,1x	11,0x	1.886	1.249
<b>Discount</b>						
vs MDAX	-8,8%	-16,2%	4,3%	-7,5%		
vs SDAX	-33,0%	-20,4%	-12,4%	-10,5%		

Mit insgesamt 54% sind dies die 10 größten Positionen des Fonds zum 30. September:

Company	Size	Thesis
Intertrust N.V.	8,0%	Global führender Konsolidierer des Corporate & Trust Services Sektors. Nachhaltige EBITA Marge von 37%. Wiederkehrende, unzyklische Cashflows auf gehebeltes EK.
Encavis AG	7,6%	Solarpark Betreiber mit stabilen Cashflows über garantierte Einspeisevergütungen. M&A Potential als Kicker.
McBride plc	6,2%	Führender europäischer Private Label Hersteller von Haushaltprodukten. Optimierter „Production Footprint“. Fokus auf Free Cash Flow. Signifikantes mittelfristiges Upside durch Lohnfertigung.
OSRAM Licht AG	4,9%	Transformation vom Glühbirnenhersteller zum High-Tech Halbleiter Konzern. Einstieg nach massiver Korrektur.
Dufry AG	4,8%	Größter Duty-Free Einzelhändler. Gehebeltes Buy & Build mit stabilen, langfristigen Verträgen auf strukturellem Marktwachstum.
FinTech Group AG	4,8%	Zweiköpfige Cash Cow: Online Broker und IT Backend Outsourcing für Banken. Implizite Option auf starken Marktanteilsgewinn im österreichischen Bankenmarkt.
KION GROUP AG	4,5%	Anbieter von essentieller, logistischer Infrastruktur für die weltweite Online Shopping und eCommerce Penetration. Gehebeltes Eigenkapital.
Eurofins Scientific SE	4,4%	Weltmarktführer bei bioanalytischen Testlaboren für Nahrungsmittel, Pharmazie, Landwirtschaft etc. Eine Buy & Build „Maschine“ mit exzellentem M&A Track Record.
Greencore Group plc	4,4%	Marktführer im UK Convenience Food. Buy & Build und Optimierung des „Production Footprint“ in einem stark wachsenden Endmarkt.
IWG plc	4,4%	Weltmarktführer im Workspace-as-a-Service-Sektor. Vergleichbar mit WeWork (privates Unternehmen). Starke Cashflows aus früheren Investitionen. Bereits mehrere Versuche von Private Equity Firmen IWG von der Börse zu nehmen.

## Short Positionen

Ein wichtiges Element der Fondsstrategie ist die Möglichkeit zusätzliches Alpha über Short Positionen aus dem Markt zu extrahieren. Insgesamt haben Short-Positionen +2,32% zur Gesamtperformance des Fonds beigetragen. Am 4. Oktober schlossen wir unsere letzte Short-Position auf das Unternehmen Gerry Weber. Wir beobachten eine tiefe Pipeline an neuen Shortpositionen und haben bereits die nächste aufgelegt. Weitere folgen demnächst.

**Gerry Weber AG** (EV €333m). Der mittelständische Modeeinzelhändler für Frauen ab 45 Jahren sieht sich mit den gleichen Problemen konfrontiert wie der gesamte stationäre Modeeinzelhandel. Gerry Weber hat es jedoch verpasst sinnvolle Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Der Fonds begann seine Short Position am 11. April bei €8/Aktie aufzubauen. In der Spitze betrug die Position 4,5% des Fonds. Nach einer Gewinnwarnung am 14. Juni verschlechterte sich die Situation bei Gerry Weber rapide. Im November wird eine Tranche eines ausgegebenen Schuldscheins in Höhe von €31m fällig. Gerry Weber fehlen die notwendigen Barmittel um diese zu bedienen. Am 21. September gab die Firma ein sogenanntes IDW S6 Gutachten in Auftrag. Dies ist ein standardisiertes Restrukturierungsgutachten gemäß den Regeln des Instituts der Wirtschaftsprüfer. Es wird typischerweise von den Sanierungsabteilungen der Banken gefordert, wenn die Kreditwürdigkeit eines Schuldners sich als sehr schlecht herausstellt. Als wir noch in privaten Kapitalmärkten investierten, wurden wir häufig mit S6 Gutachten konfrontiert und es endete in der Regel sehr unschön. Wir entschlossen uns als Reaktion auf diese Meldung die Position aufzulösen, da die Gerry Weber Aktie nun zum Spielball von Glücksrittern und Spekulanten wurde. Wir schlossen den Short bei €3 / Aktie. Dies resultierte in einer Rendite aus der Position in Höhe von 57%. Der IRR auf die Position sieht optisch noch attraktiver aus, da wir unsere ursprüngliche Position erst im Juni verdoppelt hatten.

Im ersten Jahr des Fonds hatten wir noch drei weitere Short Positionen geöffnet. Keine davon war in der Größe vergleichbar mit Gerry Weber. Zwei davon waren leicht verlustbringend, die dritte leicht profitabel. Das Timing bei Shorts ist immer essentiell, weshalb wir diese Situationen weiterhin eng beobachten und zuschlagen, sobald sich eine Chance ergibt.

### Wichtige Exits

Unternehmen	Position Eröffnung	Position Exit	IRR	Rendite	Money Multiple
Nexeo	11 Sep 2017	27 Feb 2018	99,9%	25,3%	1,25x
Aryzta	11 Sep 2017	06 Aug 2018	-70,6%	-51,4%	0,49x
Ibstock	12 Sep 2017	21 Feb 2018	28,9%	11,0%	1,11x
Loomis	12 Sep 2017	10 Aug 2018	-24,1%	-13,6%	0,86x
Stemmer Imaging	27 Feb 2018	25 Jul 2018	97,4%	24,2%	1,24x
Eckert und Ziegler	30 Apr 2018	17 Aug 2018	98,9%	22,1%	1,22x
Vapiano (SHORT)	18 Sep 2018	26 Sep 2018	nm	41,4%	1,41x
Gerry Weber (SHORT)	11 Apr 2018	04 Okt 2018	366,8%	57,2%	1,57x

**Aryzta AG** (EV €2,8b, Market Cap €750m). Der Fonds öffnete die Position im September 2017 und schloss die Position im August 2018. Wir realisierten somit einen Verlust von 51% und 3,9% auf Fondsebene. Aryzta ist der größte industrielle Bäcker der Welt mit einem globalen Marktanteil von 11%. Die Firma ist dabei tief in die Lieferketten ihrer Kunden integriert. Aryzta verkauft unzyklische Produkte in einen stabilen Endmarkt mit einigen Wachstumsopportunitäten wie ganztägige Backautomaten in Supermärkten oder Tankstellen. Die Investitionsthese stützte sich

u.a. auf den neuen Aufsichtsratsvorsitzenden Gary McGann (zuvor CEO von Smurfit Kappa), der ein neues Managementteam einsetzte, um die notwendigen strukturellen Schritte in der Firma umzusetzen. Aryzta hatte einige B2B Kunden verloren, weil der vorherige CEO Owen Killian Aryzta als seine persönliche Plattform nutzte, um sich ein „Königreich“ aufzubauen und in diesem Zuge auch in B2C Geschäfte eingestiegen war. Die Firma stieg außerdem in neue Geschäftsfelder ein, wie zum Beispiel mit dem 49%-igen Anteil an dem auf Gefriergut spezialisierten Einzelhändler Picard. Um die Schuldenlast zu reduzieren und sich mit den B2B Kunden wieder zu versöhnen, hätten die B2C Geschäfte und Picard eindeutig verkauft werden müssen. Der neue CEO Kevin Toland gelobte die entsprechenden Schritte bis zum Geschäftsjahresende am 31. Juli vollendet zu haben. Schlussendlich leistete er dieser Aussage nie Folge. Zu seiner Verteidigung gestehen wir, dass er mit unerwarteten Krisenherden wie einem rasanten Anstieg bei Butter und Mehlpreisen und einem Schwarzarbeiter Vorfall bei einer amerikanischen Tochtergesellschaft zu kämpfen hatte. Den Covenant Test zum Geschäftsjahresende bestand Aryzta nur, weil sie einen zweiten leveraged Recap bei Picard durchführten (Dividenden wurden in das Covenant-relevante EBITDA miteinbezogen). Ein vom neuen CFO auf sieben Jahre verhandelter Deal mit dem Bankenkonsortium musste schon wenige Monate später neuverhandelt werden. Die Banken verloren die Geduld und forderten eine €800m Kapitalerhöhung um sich das Kreditrisiko ein wenig tilgen zu lassen.

Im Zuge dieses Investments haben wir die Fähigkeit des neuen Managementteams überschätzt die offensichtlichen Schritte im Rahmen dieser Restrukturierung einzuleiten. Wir unterschätzten die Masse an Shortsellern, welche sich auf die Firma stürzten, obwohl das neue Governance Team um McGann und Toland sehr vernünftige Schritte dargelegt hatte. Zeitweise war Arzyta das am stärksten leerverkaufte Unternehmen in der Schweiz. In einem Sektor, in welchem es essenziell ist, Rohstoffpreisschwankungen schnell an die Kunden weiterzureichen, wurde die Restrukturierung durch die starken Preisanstiege erschwert. Im Nachhinein betrachtet stellen wir fest, dass der Managementwechsel höchst unglücklich mit den Preisanstiegen zusammenfiel. Darüber hinaus gab es in der Aktionärslandschaft keinen klaren Anführer, der die Restrukturierung mit harter Hand begleitete, was dazu führte, dass Investoren aus der Aktie flohen und eine offene Flanke für Shortseller hinterließen. Für uns bedeutet dies, dass die Messlatte für das Engagement in Restrukturierungsfällen noch höher gelegt wird (mehr gegen Ende des Restrukturierungszyklus) und wir Verluste auf definierte Level beschränken. In Zukunft werden wir sehr genau darauf achten ob es einen klaren „Lead Investor“ in der Aktionärslandschaft gibt, bzw. wenn die Firma klein genug ist, werden wir selbst in diese Rolle schlüpfen.

**Stemmer Imaging AG** (EV €220m). Im dritten Kalenderquartal verkaufte der Fonds aufgrund des starken Bewertungsanstiegs seine letzten Anteile am Machine Vision Anbieter Stemmer Imaging. Wir partizipierten beim IPO im Februar zu €34 / Aktie bei einer Bewertung von 16,1x EBIT. Nach starken Q1 Ergebnissen floss viel Kapital in die Aktie und die Bewertung überstieg 23x EBIT. Der Fonds nahm seine Gewinne bei €43 / Aktie mit (+24%). Stemmer trug +0,4% zur Gesamtperformance des Fonds bei. Wir beobachten Stemmer weiterhin sehr eng und ziehen einen erneuten Einstieg in Erwägung, sollte sich das Risiko-Rendite Profil wieder attraktiver darstellen.

### Wichtige neue Positionen

Mit insgesamt 5,9% geben die folgenden Positionen dem Fonds Exposure gegenüber profitablen, Cash Flow-positiven und wachstumsstarken Technologie Nischen zu attraktiven Bewertungen.

**All for One Steeb AG** (EV €290m). Deutschlands führendes SAP Haus konsolidiert einen fragmentierten Sektor. Der mittelständische Markt für SAP Implementierung wächst stark vor dem

Hintergrund des Phasing Out der R/3 Version von SAP und der anschließenden Migration in Cloud-basierte Angebote. Der Fonds eröffnete eine 2,8% long Position.

**IVU Traffic Technologies AG** (EV €81m). Die Software von IVU bewegt Städte auf der ganzen Welt, indem sie Verkehrsplanung und Steuerung des öffentlichen Nahverkehrs ermöglicht. Die Firma lebt von wiederkehrenden Umsätzen und einer sehr trägen und dadurch loyalen Kundschaft. Der Fonds eröffnete eine 1,6% long Position.

**Vectron Systems AG** (EV €115m). Vectron ist der europäische Marktführer von Point-of-Sale („POS“) Systemen für Gastronomie und Bäckereien. Das kurzfristige Wachstum wird durch neue Regulierungsanforderungen gestützt, die das Gastronomiegewerbe dazu zwingen mehr Transparenz gegenüber dem Finanzamt vorzuhalten. Das mittelfristige Wachstum wird durch die Monetarisierung eines einzigartigen Zugangs zu Point-of-Sale Datensätzen getrieben. Der Fonds eröffnete eine 1,0% long Position.

**Fabasoft AG** (EV €145m). Fabasoft bietet digitale Datenverwaltung für Kunden der öffentlichen Hand an. Die im österreichischen Linz beheimatete Firma verkauft auch die sogenannte Mindbreeze Box, welche über vorinstallierte Software verfügt, um große Datenmengen mit Hilfe von AI zu analysieren. Große Krankenhausketten können damit bspw. durch Erkennung von Genesungsmustern die durchschnittliche Aufenthaltsdauer von Patienten reduzieren. Der Fonds eröffnete eine 0,5% long Position im September.

## Währungsmanagement

Im Zuge der anhaltenden Unsicherheiten im Brexit Prozess hat der Fonds sein komplettes Pfund Exposure über Futures abgesichert. Der Fonds hat darüber hinaus ungesichertes Exposure gegenüber dem Schweizer Franken und der schwedischen Krone in Höhe von 10,3%, respektive 3,9%.

## Dividende

Alle Tranchen des CCA European Opportunities sind ausschüttend. Die erste jährliche Dividende wird am 16. Oktober ausgeschüttet. Die I-Klasse erhält €4,06, die S-Klasse €0,65 und die R-Klasse €0,64. Der Fonds geht Ex-Dividende am 15. Oktober. Der NAV jeder Tranche wird 1:1 um die jeweilige Ausschüttung reduziert.

Wir möchten uns ganz herzlich bei unseren Co-Investoren für ihre Loyalität über das erste Jahr hinweg bedanken. Wir freuen uns über das Portfolio und unsere exzellente Pipeline an neuen Einstiegsmöglichkeiten. Wir freuen uns euch im nächsten Investor Letter weitere Updates zu geben.

Viele Grüße vom Eschenheimer Tor in Frankfurt

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: 11. Oktober 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.