

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

Januar 2019

Investor Letter 7

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

für europäische Aktien endete das Jahr ähnlich wie es begann. Hohe Volatilität, eine „Risk-On, Risk-Off“-Trading-Mentalität und Schlagzeilen zum Handelskrieg bestimmten die Märkte mehr als harte ökonomische Daten. Das Konzept von Bewertungs-„Böden“ und Bewertungs-„Deckeln“ stellte sich im Jahr 2018 als Illusion dar. Wo sich Gewinne verbesserten, weiteten sich auch die Bewertungsmultiplikatoren aus. Bei Verfehlungen von Gewinnzielen gingen viele Aktien auf Allzeitminima hinsichtlich Bewertung und Multiplikator zu. Der Markt legte also signifikant mehr Wert auf das Überraschungsmoment, im Vergleich zum absoluten Bewertungsniveau. Bei Unternehmen, in denen wir langfristigen Wert sehen, kauften wir teilweise gegen das Abwärtsmomentum. Auch wenn es unserer kurzfristigen Performance schadet, nehmen wir dies im Sinne unserer langfristigen Orientierung bewusst in Kauf.

Investoren sind gut darin beraten, eine langfristig konstruktive Haltung gegenüber Aktien zu bewahren, aber Selektivität wird immer wichtiger. Eine Cash-Flow orientierte Strategie wie unsere passt gut in die aktuelle Zeit, in welcher Marktteilnehmer nach Orientierung suchen. Das CCA Portfolio bleibt mit insgesamt 26 Positionen konzentriert. Jede Position soll bedeutsam im Fonds sein. Wir betreiben „bottom-up“ Analysen mit besonderem Augenmerk auf Bewertung, Management und Markt. Da wir mit Vorsicht auf die makroökonomischen Gegebenheiten blicken, vermeiden wir zyklische Sektoren. Wir haben unser „Short-Buch“ auf 13% des Fondsvolumens erhöht, um zusätzliches Alpha generieren zu können.

In der Makroperspektive nahm Verunsicherung im Jahr 2018 auf globaler Ebene zu. Europäische Indizes zeichneten das schlechteste Jahr seit 2018, mit einem DAX, der um 18% zusammenbrach. Die Schlüsselfrage für Europa bleibt, ob die leichte wirtschaftliche Verlangsamung im dritten Quartal 2018 eine temporäre Störung war oder ob sich eine größere Geschichte ausspielt. Die ersten Datenpunkte lassen leider noch beide Möglichkeiten offen. Die Effekte aus WLTP (worldwide harmonized light vehicles test) auf die Autoindustrie waren wesentlich und führten in Deutschland zu einem rückläufigen BIP von -0,2% im dritten Quartal 2018 – wohlgermerkt dem ersten BIP Rückgang seit Q1 2015. Sowohl geringere Exporte als auch das rückläufige Konsumverhalten innerhalb Deutschlands führten zu diesem Rückgang. In gewissen Sektoren wurden asiatische Lieferketten durch den US-chinesischen Zollkrieg gestört. Ein prominentes Beispiel hierfür sind kleinere elektronische Steuerungskomponenten für diverse Industrieanwendungen, die zu einem echten Engpass für viele Unternehmen geworden sind. In Anbetracht dieser Situation reduzierten wir die Position bei KION signifikant und verkauften unsere U-Blox Beteiligung vollständig.

Für 2019 rechnen wir mit Unterstützung für europäische Aktien durch eine schwache Währung und solides Gewinnwachstum. Politische Unsicherheiten und Risiken durch unberechenbare Handelsbeziehungen könnten das Aufwärtspotential einschränken.

Performance

2018 lieferte der Fonds eine Performance von -21,96%. Der Small & Midcap Sektor in Europa wurde hart getroffen. Der sehr breite MSCI Europe Small Cap Index korrigierte um 21,54% und der deutsche SDAX ebenfalls um 21,55%.

Zum 31. Dezember 2018 wies der Fonds ein Nettoexposure von 66% auf. Das „Long-Buch“ hatte ein Exposure von 79% und das „Short-Buch“ reduzierte das Exposure des Fonds um 13%.

Die zugrundeliegende Bewertung des Long Portfolios bleibt weiterhin 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>	
	Mittelwert	Median	Mittelwert	Median	Mittelwert	Median
CCA	8,5x	7,1x	9,4x	7,7x	3.215	1.395
MDAX	8,7x	7,6x	11,1x	9,7x	6.569	4.254
SDAX	9,1x	7,2x	12,3x	9,4x	1.588	1.015
Discount						
vs MDAX	-2,5%	-6,3%	-15,0%	-20,1%		
vs SDAX	-7,4%	-2,3%	-23,8%	-17,7%		

Mit insgesamt 56,4% sind dies die 10 größten Positionen des Fonds zum 31. Dezember 2018:

Firma	Position	These
Intertrust N.V.	9,1%	Global führender Konsolidierer des Corporate & Trust Services Sektors. Nachhaltige EBITA Marge von 37%. Wiederkehrende, unzyklische Cashflows auf gehebeltes EK.
Encavis AG	8,1%	Solarpark Betreiber mit stabilen Cashflows über garantierte Einspeisevergütungen. M&A Potential als Kicker.
McBride plc	7,0%	Führender europäischer Private Label Hersteller von Haushaltprodukten. Optimierter Produktions-Footprint. Fokus auf Free Cash Flow. Signifikantes mittelfristiges Upside durch Lohnfertigung.
FinTech Group AG	6,0%	Zweiköpfige Cash Cow: Online Broker und IT Backend Outsourcing für Banken. Korrektur durch Ausstieg aus einem größeren JV Projekt.
OSRAM Licht AG	4,6%	Transformation vom Glühbirnenhersteller zum High-Tech Halbleiterkonzern. Einstieg nach massiver Korrektur. Mögliche Übernahme durch Private Equity.
All for One Steeb	4,5%	#1 SAP Dienstleister in der DACH-Region mit Fokus auf den gehobenen Mittelstand. Erfolgreiches Buy-and-Build Konzept während SAP sich in die Cloud bewegt.
Symrise	4,5%	Eine der vier führenden Aroma- und Duftproduzenten weltweit mit organischem Wachstum von >8%. Höchste rückwärtige Integration, um Rohstoffengpässe zu mitigieren. Starker M&A track record in Nachbarsegmente.
Greencore Group plc	4,5%	Marktführer im UK Convenience Food. Buy & Build und Optimierung des "Production Footprint" in einem stark wachsenden Endmarkt.
Brenntag	4,3%	Weltmarktführer in der Chemiedistribution mit Potential aus M&A und Outsourcing. Position opportunistisch erhöht während Preiskorrektur in Q4 2018.
Eurofins Scientific SE	3,8%	Weltmarktführer bei bioanalytischen Testlaboren für Nahrungsmittel, Pharmazie, Landwirtschaft etc. Eine Buy & Build "Maschine" mit exzellentem M&A Track Record.

Short Positionen

Ein wichtiges Element der Fondsstrategie ist die Möglichkeit zusätzliches Alpha über Short Positionen aus dem Markt zu extrahieren. 2018 eröffneten wir insgesamt 9 Short-Positionen. Zur Gesamtperformance des Fonds trugen diese +380BP bei. Zum 31.12. machten die 4 offenen Short Positionen 13% des Fonds aus:

Company	Size	Thesis
Österreichische Post	4,4%	Höchste relative Bewertung der kleineren europäischen Postdienstleister mit einer zunehmend angreifbaren Position. (1) Amazon greift mit seinem eigenen Paketlieferdienst in Österreich direkt an und (2) die Belegschaft ist durch Beamtenstatus und Gewerkschaftsangehörigkeit äußerst unflexibel.
ElringKlinger	4,2%	Tier 1 Automobilzulieferer für Verbrennungsmotoren mit hohen Investitionen um das Geschäft auf e-mobility auszurichten (<1% des Umsatzes im e-mobility Segment). Fallende Margen, steigendes Capex, steigende Verschuldung (>4x leverage).
Voltabox	3,7%	Entwicklungs- und Montage-Unternehmen für Batteriesysteme für Gabelstapler, AGVs und Busse. IPO mit viel Hype und einem nicht ganz wasserdichten, großspurig proklamierten Auftragsbuch von angeblich €1Mrd. Möglicherweise große Abschreibung auf eine Forderung. CFO hat kürzlich das Unternehmen verlassen.
Zooplus	1,0%	E-commerce Haustierbedarf. Oberflächlich ein Geschäft mit attraktiven Grunddynamiken, aber tatsächlich sehr schwer profitabel zu betreiben. LEH (Rewe), physische Einzelhändler (Fressnapf) und Amazon machen sich zum Angriff bereit.

Wichtige Exits 2018

Company	Position Open	Position Close	IRR	Return	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
U-Blox	12 Sep 2017	22 Nov 2018	-48,4%	-41,5%	0,58x

Wichtige neue long Positionen

Project “Pegasus” (Marktkapitalisierung ca. €220m; 6,1% des Fonds, sobald abgeschlossen). In den nächsten Wochen werden wir den Kaufvertrag unterzeichnen. Pegasus ist das erste Minderheitsinvestment in eine nicht-börsennotierte Gesellschaft (UCITS Fonds wie CCA European Opportunities dürfen bis zu 10% des Fonds in solche Firmen investieren). Dieses 70 Jahre alte Unternehmen aus Österreich ist globaler Marktführer in einem hochsicherheitsrelevanten Segment für öffentliche Auftraggeber und das Militär. Die Firma ist technisch führend in einem Sektor, der sich nahezu unabhängig vom ökonomischen Zyklus entwickelt. Der Eigentümer möchte ein kaltes Listing an der Frankfurter Börse im ersten Halbjahr 2019 durchführen. Vorab wird er 20% an einen ausgewählten Kreis an institutionellen Investoren veräußern. Der verhandelte Einstiegspreis hat einen Abschlag gegenüber dem IPO Preis, welcher selbst wiederum einen impliziten Abschlag auf den fairen Marktpreis trägt. Sollte der IPO aus irgendeinem Grund nicht stattfinden, so wird der Fonds 100% des Einstiegspreises erstattet bekommen. Nach ausführlicher DD freuen wir uns sehr auf diese einzigartige Opportunität und werden unsere Investoren hierzu auf dem Laufenden halten.

Polski Bank Komórek Macierzystych S.A. (EV €80m, 2,2% des Fonds). PBKM ist die führende Nabelschnurblutbank in Europa. PBKM wurde 2002 gegründet und 2009 von einem Private Equity Investor gekauft, um das europäische Buy-&-Build Konzept zu finanzieren. Die Firma ging 2016 in Warschau an die Börse. Im Dezember 2018 führte PBKM eine Kapitalerhöhung über 53m PLN (€12m) durch, um weitere Add-On Akquisitionen zu verfolgen. Nabelschnurblut kann bei der Geburt entnommen und gelagert werden, um später besonders reine Stammzellen für eine etwaige Transplantation zur Verfügung zu haben. Für einige Nischenkrankheiten ist dies bereits Teil der „Mainstream“ Therapie. Die Firma führt dieses profitable und wachsende Segment in Europa an. Die LTM Bruttomarge liegt bei 64%, während ein EBIT von 32% generiert wird. Unser Einstiegspreis lag bei <6.5x EBIT und <9x PE.

Wichtige neue short Positionen

Österreichische Post (EV €1,8bn, -4,4% des Fonds). Von den kleineren europäischen Postunternehmen ist die ÖPost am höchsten bewertet, aber gleichzeitig vielleicht am verletzlichsten. Die anhaltende strukturelle Verschiebung vom profitablen Briefgeschäft mit >18% EBIT Marge zum weniger profitablen Paketgeschäft (<9% EBIT Marge) wird die Gesamtprofitabilität signifikant verschlechtern. Das um Wien zentralisierte Land Österreich bietet sich als idealer Testmarkt für die eigenen Logistkdienste von Amazon an. Amazon eröffnete kürzlich einen Logistikhub bei Wien. Der Wettbewerb im Paketbereich ist bereits brutal und es wird um Bruchteile von Cents gekämpft. Wir glauben, dass das Schlimmste noch bevorsteht. Die ÖPost hat ein Problem, wenn eines Tages hart restrukturiert werden muss. Ein großer Teil der Belegschaft sind Beamte und der Rest ist gewerkschaftlich organisiert. Zusätzlich hat die ÖPost vor kurzem seinen Partner BAWAG (mit Großinvestor Cerberus im Rücken) für das Finanzdienstleistungsangebot innerhalb der Filialen verloren. Auch dies sollte die GuV der ÖPost treffen. Es gibt wenig, worauf man sich bei der ÖPost freuen kann, aber vieles vor dem man Angst haben sollte.

ElringKlinger (EV €1,2bn, -4.2% des Fonds). Wir haben vor kurzem einen „Equity Ride“ zu Elring geschrieben (ihr findet ihn hier: conductioncapital.com/blog/). Elring ist ein Automobilzulieferer, der auf Verbrennungsmotoren ausgerichtet ist. Nahezu eine Dekade an Investitionen hat keine nennenswerten Ergebnisse gebracht, während die Firma stetig Schulden aufbaut, um die Dividende zu finanzieren. Ein Schuldenberg mit erhöhter Lawinengefahr.

Währungsmanagement

Im Zuge der anhaltenden Unsicherheiten im Brexit Prozess hat der Fonds sein komplettes Pfund Exposure über Futures abgesichert. Das moderate Exposure gegenüber CHF und PLN ist ungesichert.

Steuern – Zusammenfassung zum Jahresende

Jeder CCA Investor erhält unabhängig von seiner lokalen Jurisdiktion eine Dividende. Die erste jährliche Dividende wurde am 16. Oktober ausgeschüttet. Die I-Klasse erhielt €4,06, die S-Klasse €0,65 und die R-Klasse €0,64. Investoren mit Sitz in Deutschland profitieren davon, dass der Fonds als Aktienfonds registriert ist. Nur 70% der Dividende und Veräußerungserlöse werden vom Finanzamt besteuert. Dieser Steuervorteil gilt nur für Fonds, die explizit in dieser Kategorie registriert sind. Man beachte, dass es steuerlich wesentlich effizienter ist, das gleiche Aktienportfolio über einen UCITS Fonds wie CCA zu halten als dieses direkt zu besitzen. Die Depotbank berücksichtigt diesen 30% Freibetrag automatisch im Steuerreporting zum Jahresende.

Wir möchten uns ganz herzlich bei unseren Co-Investoren für ihre Unterstützung bedanken. Auch wenn die Märkte herausfordernd sind, glauben wir, dass unser einzigartiger Ansatz sowohl heute als auch zukünftig zum Erfolg führen wird.

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: 15. Januar 2019. 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.