

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

16. April 2019

Investor Letter 8

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

Wir können uns heute als “vollinvestiert” bezeichnen, da aktuell lediglich 2,8% des Fonds im Kassenbestand sind. Inklusiv unserer Pre-IPO Position “Frequentis”, bei der sich unser Kapital aktuell bis zum IPO noch auf einem Notarander-Konto befindet, liegt unser Long-Exposure bei 88,2%, unser Short-Exposure bei 9,7% und unser Nettoexposure daher bei 78,4%. Wir finden zunehmend mehr attraktiv bewertete Investitionsmöglichkeiten sowohl auf der Long-, als auch auf der Short-Seite unseres Universums.

Performance

Nach einem herausfordernden Jahresende 2018, sprangen die europäischen Kapitalmärkte im ersten Quartal 2019 dynamisch nach oben und unser Fonds gewann 7,1% an Wert. Der heutige NAV liegt >12% über dem Tiefpunkt im letzten Quartal 2018. Es gab einige spannende Entwicklungen bei unseren Top-5 Positionen:

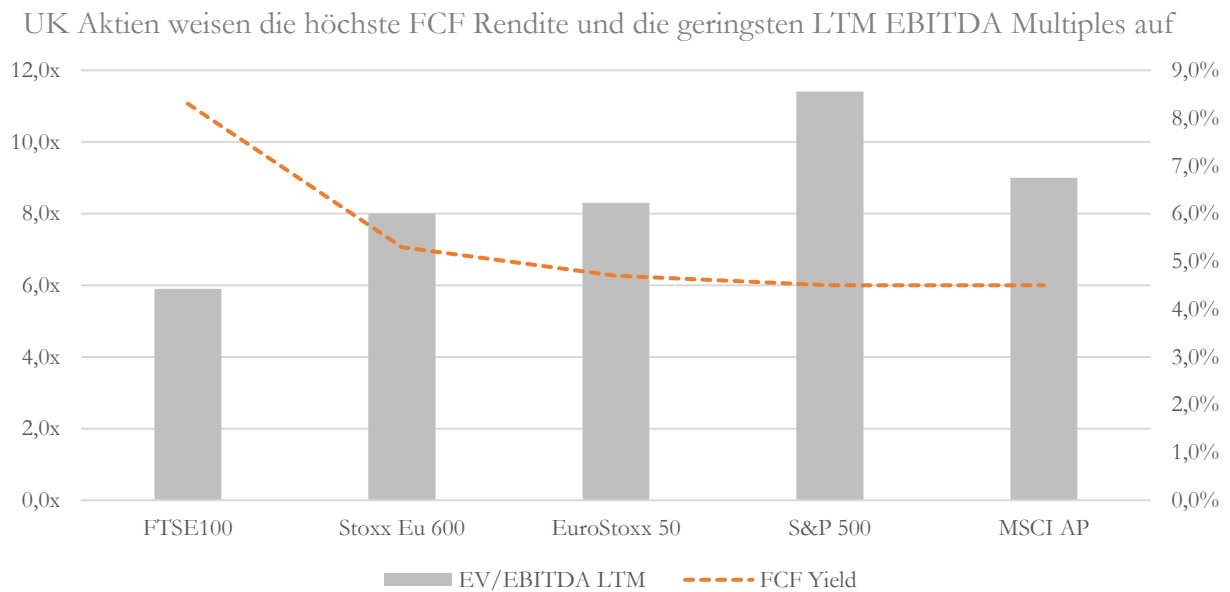
- **IVU Traffic Technologies.** Im ersten Quartal berichtete IVU gute Gesamtjahreszahlen und einen Großauftrag mit der Deutschen Bahn. Kurz darauf meldete “Daimler Buses” eine strategische 5% Beteiligung an IVU. Die Aktie reagierte positiv und lieferte 45% Rendite in Q1, was dem Fonds 156 Basispunkte an Performance brachte.
- **Fintech Group.** Das Management stößt die Expansion des Flatex Brokerage-Geschäfts nach Holland an. Flatex bietet Aktien- und ETP-Handel zum Nulltarif an und lässt sich von seinen Produktpartnern Goldman Sachs und Tradegate den so generierten Trading Flow bezahlen. Flatex hat in der Industrie einzigartig geringe Kosten pro Trade von €1,44. Die Aktie stieg 29,3% im ersten Quartal und trug 154 Basispunkte zum Fonds bei.
- **ElringKlinger (Short Position)** Wir prognostizierten, dass EK sich die Dividende, in Anbetracht seiner Profitabilität und der steigenden Schuldenlast, nicht mehr lange leisten könne. Das Management strich die Dividende für das abgelaufene Jahr. Die Aktie fiel um 9,5% im ersten Quartal.

Ausblick

Das Gesamtmarktbild bleibt verhalten. Der deutsche PMI schloss den März mit 44,1 Punkten. Das ist der schwächste Stand der letzten sechs Jahre und damit eindeutig unter der 50er-Marke, welche schrumpfende Tendenzen indiziert. Weltweite Autoverkäufe schrumpften um ca. 5% im ersten Quartal, was unter anderem durch China (-11%) und Europa (-3%) getrieben war. Dies war der stärkste Rückgang der letzten Dekade. Der Fonds war mit der 4,5% Short Position auf ElringKlinger sinnvoll positioniert.

Brexit Angst und die UK Chance

Von Beginn an sicherten wir unser Exposure gegenüber dem britischen Pfund mit Futures ab. Wir eröffneten darüber hinaus einen „Volatilitäts-Hedge“, um den Fonds vor einer Reihe von möglichen negativen Makro-Szenarien zu schützen (die Position hat sich weitestgehend neutral verhalten bisher). Wir finden die undifferenzierte Abneigung gegenüber britischen Aktien aber äußerst interessant. Die folgende Grafik stellt die Bewertung britischer Aktien gegenüber anderen Geographien dar:



Quelle: Goldman Sachs Research; Preise zum 28. Februar 2019

Da wir britische Aktien als überverkauft empfinden, haben wir das Small- und Midcap Segment aktiver als sonst nach Value bei „Brexit-sicheren“ Unternehmen durchforstet. Sukzessive haben wir daher Positionen in britischen Aktien aufgebaut, welche nun knapp ein Fünftel des Fonds ausmachen:

Firma	% AuM	These
IWG plc	6,0%	Der globale Marktführer im “workspace-as-a-service” Sektor. Vergleichbar mit WeWork (nicht notiert). Hohe Cash Flows aus früheren Investitionszyklen und Verwandlung in ein Franchise-Modell
McBride plc	4,6%	Führender europäischer Private Label Hersteller von Haushaltprodukten mit der geringsten Kostenbasis. Signifikantes mittelfristiges Upside durch Lohnfertigung. Das Management zeigt sich nach der jüngsten Korrektur im Aktienpreis offen bezüglich eines MBOs.
Greencore Group	4,6%	60% Marktanteil bei UK Convenience Food mit starkem organischen Wachstum und “sticky” Kundenbeziehungen. Keine Exporte aus UK heraus und minimale Importe.
Majestic Wine plc	1,9%	Interessante “Break-Up”-Story: Innovative globale Weinhandelsplattform (“Naked Wines”) als Kerngeschäft; besitzt darüber hinaus die UK Weineinzelhandelskette „Majestic Wine“ (ähnlich wie Jacques’ Weindepot), welche gerade für eine Auktion / Verkauf an PE vorbereitet wird.
CareTech Holdings	1,0%	Zweitgrößter Anbieter von Behindertenpflegeheimen und Jugendheimen in UK; starke Cash Flows und überzeugende Bewertung.
CVS Group plc	0,9%	Buy-and-Build im Tierarztsektor mit ca. 500 Standorten. Kaufte allein letztes Jahr 52 Einrichtungen. Unzyklisches Geschäft, das aufgrund steigender Ausgaben für Haustiere attraktiv wächst.
Restore plc	0,8%	Outsourcing-Dienstleister für die Verwaltung von physischen Akten. Buy-and-Build Strategie.

Darüber hinaus berichte IWG gestern von einem phänomenalen ersten Schritt bei seinem Umbau zu einem Franchise-Modell. Die Firma hat sein Japan-Geschäft für 15,5x EBITDA verkauft und erhält aber weiterhin lukrative laufende Franchise-Gebühren für die Nutzung seiner Marken. Die Transaktion dient gleichzeitig als schmeichelhafter Bewertungsanker für die gesamte IWG Gruppe. Die Aktien gewannen >20% im Laufe des Tages.

Bewertung

Die zugrundeliegende Bewertung des Long Portfolios bleibt weiterhin unterhalb des MDAX und des SDAX auf EV / EBITDA Ebene.

	<u>EV/EBITDA NTM</u>		<u>EV/EBITDA LTM</u>		<u>Market Cap</u>	
	Durchschnitt	Median	Durchschnitt	Median	Durchschnitt	Median
CCA	9,2x	9,2x	10,7x	10,6x	2.940	976
MDAX	12,8x	9,6x	15,3x	10,9x	7.884	5.176
SDAX	10,0x	9,1x	16,6x	11,4x	1.805	1.158

Discount

vs MDAX	-27,8%	-3,7%	-30,4%	-3,1%
vs SDAX	-7,7%	1,5%	-35,6%	-7,2%

Neues Pre-IPO Investment: Frequentis AG

- Marktkapitalisierung bei einem Pre-IPO Einstiegspreis je Aktie von €18,00: **€216m**
- Enterprise Value: ca. **€161m** (inklusive Netto-Barmittel von €55m zum Fiskaljahresende 2018)
- Frequentis Position: **5-6%** des Fonds (Top-5 Position des Fonds)

Wir erwähnten dieses Investment in unserem letzten Quartalsbrief als „Projekt Pegasus“. Die in Wien beheimatete Firma Frequentis ist ein Technologieanbieter für Kommandozentralen für zivile und militärische Luftfahrt, Züge, Schifffahrt, Polizei, Feuerwehr und Rettungsdienste. Die Firma wurde 1947 gegründet und ist seitdem führend bei allen technologischen Entwicklungen und hat sich zu einem globalen Marktführer für Hardware und Software in seinem Segment entwickelt. Der oligopolistisch anmutende Markt profitiert von sehr hohen Eintrittsbarrieren, da Marktteilnehmer makellose langfristige Track-Records und exzellente Kundenreferenzen aufweisen müssen, um überhaupt Angebote für Projekte abgeben zu dürfen. Umsatz, EBITDA und EBT im Jahr 2018 lagen bei €286m, €22m und €16m.

Der Eigentümer Hannes Bardach strebt ein Dual-Listing in Frankfurt und Wien an. Um ein „Cold Listing“ unabhängig von der aktuellen Marktlage für die Firma zu erreichen, allokierte er 20% des Eigenkapitals über einen Verkauf in eine Treuhandstruktur. Conduction Capital wurde neben anderen Investoren in einen vertraulichen Prozess eingeladen, welcher Managementpräsentationen und einen Site Visit umfasste.

Sobald der IPO exekutiert wird, werden die Frequentis-Aktien in unseren Fonds gebucht, und die Bardach Familie erhält den Kaufpreis. Die „Intention to Float“, also die IPO-Absichtserklärung, wurde bereits am 9. April zirkuliert und wir hören, dass die Nachfrage für Roadshow-Termine ziemlich stark sei. Sollte der IPO aus irgendeinem Grund bis zum Mai 2020 nicht stattgefunden haben, erhalten wir das eingelegte Bargeld zu 100% zurück und die Aktien gehen an die Bardachs

zurück. Der verhandelte Preis der Pre-IPO Runde kommt zu einem signifikanten Discount gegenüber dem avisierten IPO-Preis, welcher an sich schon einen Discount zum fairen Wert tragen sollte. Analysten schätzen den fairen Wert aktuell auf €300m. Es gibt darüber hinaus einen vertraglich gesicherten Preis-Schutz für Pre-IPO Investoren. Der Free-Float wird nach dem IPO knapp 30% betragen.

Short Positionen

Ein wichtiges Element der Fondsstrategie ist die Möglichkeit zusätzliches Alpha über Short Positionen aus dem Markt zu extrahieren. In Q1 schlossen wir temporär zwei unserer Positionen mit geringen Verlusten (Österreichische Post und Voltabox) und erhöhten unser Exposure gegenüber ElringKlinger und zooplus. Die Short Positionen heute sind daher:

Firma	% AuM	These
ElringKlinger	5,9%	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).
zooplus	3,7%	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. Die Position liegt aktuell bei +18% Rendite.

Oh, Gerry. Die erste große Short Position, die wir im Fonds eröffneten, war gegenüber der Gerry Weber AG. Wir begannen im Frühjahr 2018 die Position bei ca. €8/Aktie aufzubauen. Bei ca. €3/Aktie nahmen wir in Q4 2018 die Gewinne von 57% vom Tisch. Ein Quartal später meldete Gerry Weber Insolvenz. Die Aktien handeln aktuell um die €0,50. Lektion gelernt: Wir verabschiedeten uns etwas zu früh. Beim nächsten Mal dann...

Wir suchen kontinuierlich nach ähnlichen Konstellationen und haben aktuell die vorsichtige Vermutung, dass sich ein weiterer „Gerry“ in der Pipeline befindet.

Die Tatsache, dass wir aktuell “vollinvestiert” sind, ist ein Ausdruck dessen, dass wir momentan sehr viele interessante Möglichkeiten sehen. Wir glauben, dass unser Long-Short Ansatz uns die besten Chancen gibt, das aktuelle Marktumfeld zu nutzen.

Wir danken unseren Co-Investoren für ihre Unterstützung.

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: 16. April 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.