

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

4. Juli 2019

## Investor Letter 9

Liebe Co-Investoren, liebe Interessenten,

durch die Volatilität an den Märkten war das vergangene Quartal wieder sehr rechercheintensiv. Viele Unternehmen, die wir bislang nur peripher beobachteten, sind in interessante Preiszonen gerutscht, so dass wir einige weitere Analyseprozesse angestoßen haben. Nachdem wir im letzten Quartal von unseren Recherchen in Großbritannien berichteten, lag der Fokus der vergangenen Monate mehr auf Frankreich und Italien. Insbesondere kleinere Unternehmen (Market Caps unterhalb €1Mrd) haben korrigiert.

### Abschnitt 1: Performance

Es wackelt wieder ziemlich in Europa. Nach dem guten ersten Quartal 2019 bewegten sich die Indizes im April erst heftig nach oben, um im Mai wieder zu korrigieren und dann im Juni von Hoffnungen auf taubenhafte Zentralbanken wiederbelebt zu werden. Der Fonds wies wesentlich weniger Volatilität<sup>1</sup> als die Märkte auf und legte im zweiten Quartal insgesamt +5,15% hinzu. Damit liegt der Fonds im ersten Halbjahr 2019 bei +12,31%.

- **ElringKlinger AG** (*Short Position*) Die Automärkte sind weiter unter Druck und ElringKlinger hält weiterhin an seinen optimistischen Zielen für 2019 fest und ist davon überzeugt, dass noch nicht die Zeit für eine harte Restrukturierung gekommen ist. Mittlerweile sollte klar sein, dass die von vielen erhoffte Erholung des chinesischen Automarktes im zweiten Halbjahr 2019 eher nicht kommen wird. Wir erhöhten den Short auf ElringKlinger. Das hat sich gelohnt, weil die ElringKlinger Aktie im zweiten Quartal wieder um 10,2% gefallen ist.
- **IWG plc.** Wir hatten in unserem letzten Brief bereits von der eindrucksvollen Transaktion in Japan berichtet. IWG verkaufte seine Assets dort zu einer „verkäuferfreundlichen“ Bewertung von 15,5x EBITDA und kassiert nun Franchise Gebühren. Im zweiten Quartal legte die Aktie um 36,7% zu und liegt damit year-to-date bei +63,1%.
- **IVU Traffic Technologies AG.** Nach den interessanten Meilensteinen mit Deutsche Bahn Auftrag und der strategischen Beteiligung von Daimler Buses im letzten Quartal tätigten die Vorstände von IVU im April und Mai mehrere Insiderkäufe. IVU Aktien legten in diesem Quartal nochmals um 22,3% zu und liegen damit year-to-date bei +79,8%. Durch diese Outperformance ist IVU aktuell unsere größte Long Position.
- **McBride plc.** Am 2. Mai veröffentlichte die Firma die zweite Gewinnwarnung in diesem Jahr und informierte gleichzeitig über den plötzlichen Rücktritt des CEO Rik de Vos – die Aktie liegt 2019 34,4% im Minus. Wir stimmen uns bei dieser Position zum einen mit Teleios Capital, dem Aktivistenfonds, der knapp 28% hält, und zum anderen mit einem befreundeten New Yorker

---

<sup>1</sup> Im Mai fielen MSCI Europe Small Cap und SDAX um 7% bzw. 8.9% während der Fonds nur 1.7% an Wert verlor.

Hedge Fonds ab, um die Situation genau im Auge zu behalten. Einer der Teleios Partner, Igor Kuzniar, wurde am 3. Juni in den Aufsichtsrat berufen, um die Zügel enger anzuziehen. Die Bewertung auf jeglichen Metriken ist sehr interessant. McBride war vor vielen Jahren schon einmal in Private Equity Hand...

- **OSRAM Licht AG.** Am 3. Juli legten Bain und Carlyle ein Übernahmeangebot für €35 je Aktie vor. Der Preis liegt damit knapp 30% über den jüngsten Tiefstständen. Wir hatten Osram als ein unterbewertetes Unternehmen identifiziert und eine erste Position vor etwa einem Jahr aufgebaut. Wir veröffentlichten einen „Equity Ride“ im Oktober letzten Jahres und sprachen über eine Private Equity Übernahme als potenziellen Katalysator.

## Abschnitt 2: Portfolio Positionen

Die aktuellen Top 10 Positionen im Fonds sind...

Firma	Gewichtung	Sektor	Land
ElringKlinger AG (SHORT)	6,2%	Industrials / Automotive	Deutschland
IVU Traffic Technologies AG	5,8%	Technology (unzyklisch)	Deutschland
Frequentis AG	5,2%	Technology (unzyklisch)	Österreich
Encavis AG	5,2%	Energy	Deutschland
IWG PLC	5,1%	Business Services (zyklisch)	England
Intertrust N.V.	5,0%	Business Services (unzyklisch)	Holland
Brenntag AG	4,8%	Business Services (zyklisch)	Deutschland
Polski Bank Komórek Macierzystych S.A.	4,8%	Healthcare	Polen
Eurofins Scientific SE	4,5%	Business Services (unzyklisch)	Frankreich
Greencore Group plc	4,4%	Consumer (unzyklisch)	Irland

Wichtige neue Kernpositionen im Fonds sind...

Firma	Gewichtung	Sektor	Land
Majestic Wine plc	4,3%	Consumer (unzyklisch)	England
CareTech Holdings PLC	4,0%	Healthcare	England
Guala Closures S.p.A.	2,8%	Consumer (unzyklisch)	Italien

Unsere These zu **Majestic Wine plc** hatten wir kürzlich in einem Equity Ride publiziert. Wer diesen noch nicht gelesen hat, findet den Link in der Fußnote<sup>2</sup>.

**CareTech Holdings** ist eine spannende Buy & Build Story im britischen Pflegesektor. Nach einer etwas größeren Übernahme ist das Unternehmen jetzt dabei Synergien zu heben. Wir kennen das Feld aus dem Private Equity Markt, hatten aber selten Plattform-Unternehmen zu einer vergleichbar attraktiven Bewertung gefunden.

**Guala Closures S.p.A.** ist der jüngste Neuzugang im Fonds. Die Firma aus Italien ist Weltmarktführer für Verschlüsse von Schnapsflaschen. Das Unternehmen war 10 Jahre in Private Equity Hand und ist dann ein wenig unglücklich an der Börse gelandet und verlor innerhalb weniger Monate 40% an Wert. Wir werden zu dieser äußerst spannenden Situation noch berichten.

<sup>2</sup> <http://conductioncapital.com/public/uploads/2019/06/009-Majestic-Wine-2019-06-03-german-FINAL.pdf>

### Abschnitt 3: Portfolio Bewertung

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

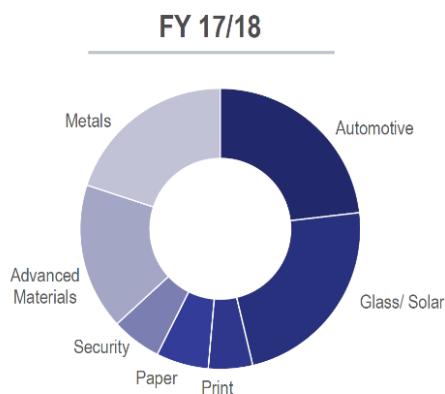
	<u>EV/EBITDA NTM</u>		<u>EV/EBITDA LTM</u>		<u>Market Cap in €m</u>	
	Average	Median	Average	Median	Average	Median
<b>CCA</b>	9,8x	9,1x	12,5x	11,8x	2.684	504
<b>MDAX</b>	14,6x	9,8x	17,8x	10,8x	8.182	5.286
<b>SDAX</b>	13,1x	8,5x	15,6x	12,0x	1.811	1.059
<b>Discount</b>						
vs MDAX	-32,6%	-6,6%	-29,9%	8,5%		
vs SDAX	-24,8%	7,5%	-20,3%	-2,3%		

### Abschnitt 4: Etwas Interessantes

Wir haben eine Neuerung in unserem Investor Letter Format. An dieser Stelle werden wir zukünftig Erkenntnisse unserer Arbeit teilen; einerseits da diese für den ein oder anderen unserer Investoren nützlich für die tägliche Arbeit sein könnten, andererseits um einen noch besseren Einblick in unsere Denkweise zu ermöglichen.

Bei deutschen Unternehmen im Allgemeinen sind wir ein wenig zurückhaltend. Wir finden die aktuelle wirtschaftliche Situation unberechenbar. Der wichtigste Wirtschaftszweig, die Automobilbranche, hadert mit sich selbst.

Zunächst ein paar Fakten: €422 Mrd. Umsatz generierte der Sektor inklusive Hersteller und Zulieferer im Jahr 2017<sup>3</sup> (der Jahresbericht des Verbands der Automobilindustrie (VDA) für 2018 ist noch nicht veröffentlicht und kommt wohl erst im November – wir unterlassen es an dieser



Stelle einen Scherz über die Geschwindigkeit der deutschen Automobilindustrie bei der Elektrifizierung zu machen. Das sind knapp 13% des deutschen BIP. Wir glauben aber, dass diese Zahl aufgrund der Art der Datenerfassung die Abhängigkeit signifikant unterschätzt. Das impliziert wiederum, dass man bei Investments in Deutschland etwas paranoid sein sollte. Ein praktisches Beispiel: Das Darmstädter „Machine Vision“-Unternehmen ISRA VISION AG zeigt in seiner Unternehmenspräsentation linksstehende Aufteilung seiner Endmärkte. Auf den ersten Blick sieht man dort ca. 20% Automotive-Exposure, welche dann (wenn überhaupt) so an den VDA übermittelt werden. In einem Gespräch mit dem Unternehmen

letztes Jahr kam heraus, dass die beiden Bereiche „Metals“ und „Glass“ auch zu großen Teilen indirekt Automotive-Exposure darstellen. Denn, wer verbraucht Stahl und Glas, das auf qualitative Hochwertigkeit von Surface Inspection Systemen überprüft werden sollte? Richtig, Autobauer.

<sup>3</sup> <https://www.vda.de/de/services/Publicationen/jahresbericht-2018.html> n.b.: Der Bericht für das Jahr 2017 wird vom VDA als Jahresbericht 2018 betitelt.

Dieses anekdotische Indiz wird von Arbeitsmarktforschern unterstützt. Insgesamt hat Deutschland direkt knapp 800.000 Beschäftigte in der Automobilindustrie (von insgesamt 45 Mio. Beschäftigten). Forscher schätzen, dass inklusive der indirekten Beschäftigten knapp 1,8 Mio. Menschen von der Branche abhängig sind.<sup>4</sup>

Nachdem der ganze Sektor im Jahr 2018 hauptsächlich mit Gewinnwarnungen gegläntzt hat, könnte man dazu neigen anzunehmen, dass ein Wendepunkt (Mean Reversion) eintreten könnte. Viele Unternehmen im Sektor sprachen von der großen chinesischen Automobil-Erholung im zweiten Halbjahr. Aktuell können wir sie noch nicht sehen. Zusätzlich gibt es erste Symptome der Überhitzung. Vor wenigen Tagen, am 25. Juni, berichtete Reuters<sup>5</sup> über Ermittlungen der britischen Finanzaufsicht FCA bei Autohäusern. Angeblich soll das nach der Finanzkrise für Autokäufe in Mode gekommene Finanzierungsinstrument namens „PCP“ (Personal Contract Purchase) für unlautere Vertriebspraktiken missbraucht worden sein. Es erinnert ein wenig an die Situation mit Adjustable Rate Mortgages während der US Hypothekenblase. Der ein oder andere kennt vielleicht noch sogenannte NINJA Kredite (no income, no job and no assets). Es wird sich zeigen, wie das alles ausgeht, aber wenn eine Branche mit Gewalt Produkte in den Markt pumpt, werden wir sehr vorsichtig.

Noch hellhöriger werden wir, wenn wir uns vergegenwärtigen, dass die OEMs in den vergangenen 10 Jahren, und auch zukünftig, große Anteile der Kapitalinvestitionen, die die Branche zunächst für das Wachstum und jetzt für die elektrische Revolution benötigte, systematisch auf die Zulieferbetriebe ausgelagert hat. Viele Zulieferer mussten regelmäßig ein jährliches Capex von fast 10% ihres Umsatzes schultern. Es gibt Ausnahmen, aber OEMs gestatten vielen ihrer Lieferanten gleichzeitig eine EBIT Marge von lediglich 5%. Diese Kombination führt langfristig zu höherer Verschuldung bei den Lieferanten. Mit einem kreditnehmerfreundlichen „Covenant-Lite“ Schuldscheinmarkt lässt sich dieses Spiel zwar relativ lange spielen, es ist aber äußerst fragil und hat aus unserer Sicht viele Short-Kandidaten an die Oberfläche gespült.

\*\*\*

Wir danken unseren Co-Investoren für ihre Unterstützung. Wir immer seid ihr jederzeit herzlich zu uns ins Büro eingeladen um „Hallo“ zu sagen oder Investments zu besprechen.

Viele Grüße vom Eschenheimer Tor in Frankfurt

Das CCA Team

---

<sup>4</sup> <https://orange.handelsblatt.com/artikel/31174>

<sup>5</sup> <https://uk.reuters.com/article/uk-lookers-probe-fca/lookers-shares-hit-seven-year-low-as-watchdog-probes-sales-practices-idUKKCN1TQ1W8>

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: 5. Juli 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.