

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 30.09.2013

Wir freuen uns, Ihnen hiermit unseren ersten Quartalsbericht für das „Aktienwerk“ zu präsentieren. Zu aller erst möchten wir uns bei allen Investoren bedanken, die uns zu Beginn Ihr Vertrauen geschenkt und zusammen mit uns in den Fonds investiert haben. Wir wissen, dass es keine Selbstverständlichkeit ist, in einen neuen Fonds ohne Track Record von Beginn an zu investieren. Auch freuen wir uns über all diejenigen, die uns bisher „nur“ auf der Watchliste haben, da sie sich die Zeit nehmen, sich mit unserem Ansatz zu beschäftigen.

Wir wurden in letzter Zeit öfters gefragt: „Was macht der Markt?“ Unsere Antwort ist immer die gleiche: „Wir haben keine Ahnung!“ Wir werden niemals in der Lage sein, die Entwicklung der Aktienmärkte vorherzusagen. Wir streben einzig und allein danach, Unternehmen mit einem guten Geschäftsmodell zu finden, die von einem vernünftigen Management geführt werden und welche wir zu einem günstigen Preis erwerben können.

Wir möchten Ihnen deshalb bei jedem Quartalsbericht zwei Unternehmen aus unserem Portfolio etwas ausführlicher vorstellen. Wir glauben, dass sie anhand dessen unsere Investmentphilosophie am besten nachvollziehen können.

Aus aktuellem Anlass macht es Sinn, zwei französische Titel aus unserem Fonds etwas näher zu beleuchten, da wir letzte Woche bei unserer „Tour de France“ einige Unternehmen besucht haben, darunter auch die folgenden Beiden:

Linedata AG

Mit rund 7% Gewichtung ist die französische Softwarefirma **Linedata** eine unserer wichtigsten Positionen. Die Firma vertreibt eigenentwickelte Software an Asset Manager, Fondsgesellschaften, Broker, Hedge Fonds und Kreditinstitutionen, wobei rund 50% der Umsätze mit Asset Managern erwirtschaftet werden. Das Geschäft zeichnet sich durch ein hohes Maß an Stabilität aus, da 75% der Umsätze wiederkehrenden Charakter haben. Linedata ist in der Vergangenheit vor allem über Akquisitionen gewachsen. Das organische Wachstum fiel eher schwach aus, was auch die moderate Bewertung erklärt. Im ersten Halbjahr 2013 konnten erste Lichtblicke verzeichnet werden. Es wurde eine Zunahme des Auftragseinganges um rund 20% (bereinigt um Akquisitions- und Einmaleffekte) erzielt. Charmant finden wir die starke Entwicklungsabteilung von 150 Mitarbeitern in Tunesien, wo jeder nur rund ¼ eines französischen Entwicklers kostet. Wir glauben, dass wir es hier mit einer sehr stabil und gut aufgestellten Firma zu tun haben, die aktuell nur mit einem EV/EBITA (Enterprise Value / EBITA) von 6 bzw. KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 8 bewertet wird. Softwarefirmen haben die positive Eigenschaft, neben stabilen Wartungsverträgen auch hohe freie Cash-Flows zu erwirtschaften. Bei einem erwarteten FCF von rund 20 Mio. EUR und einer Marktkapitalisierung von 165 Mio. Euro ergibt sich eine FCF-Rendite von 12%. Auch dies

macht für uns eine Unterbewertung offensichtlich. Selbst wenn es der Firma nicht gelingen sollte, das organische Wachstum anzukurbeln, sehen wir die Firma als unterbewertet an. Bei einem moderaten Wachstum sehen wir den fairen Wert rund 70% über dem aktuellen Niveau.

Le Belier AG

Eine weitere wichtige Aktienposition ist die Firma **Le Belier**, die seit unserem Einstieg um rund 50% zulegen konnte. Im Gegensatz zu Linedata zeichnet sich Le Belier durch ein ausgesprochen „langweiliges“ Geschäftsmodell aus. Das Unternehmen produziert Aluminiumbauteile für die Automobilindustrie. Für uns gibt es nichts Schöneres als ein einfaches, nachvollziehbares Geschäftsmodell zusammen mit einer ausgesprochen günstigen Bewertung. Folgende Punkte gefallen uns an dem Unternehmen: Mehr als 50% der Umsätze erzielt die Firma mit deutschen (VW, BMW, Daimler) und weniger als 15% mit den schwächeren französischen Automobilherstellern (PSA / Peugeot), wobei 60% auf Premium PKW entfallen. 85% der Mitarbeiter befinden sich an Niedriglohn-Standorten (Serbien, Ungarn, China, Mexiko) und nur 15% in Frankreich. Als Automobilzulieferer gewinnt man in der Regel Aufträge (disign wins) mit einem Vorlauf von 2 Jahren. Le Belier hat in den letzten vier Jahren jeweils mehr neue Aufträge erhalten, als für eine stabile Umsatzentwicklung nötig wären. Bereits im ersten Halbjahr 2013 wurde das gesamte Jahresziel übertroffen, was auf eine gute Wettbewerbsfähigkeit schließen lässt. Auch die strikte Herangehensweise bei Neuaufträgen nach ROCE (Kapitalrendite) hat uns überzeugt, dass sie sich diese Aufträge nicht mit schwachen Margen „erkaufte“ haben. Die wichtigste Hausaufgabe liegt momentan darin, die in den letzten Jahren starke Zunahme an neuen Projekten profitabel hochzufahren und abzuarbeiten. Beim Rundgang durch die Produktion hat uns eines sehr positiv überrascht, was wir vorher so in Deutschland nicht wahrgenommen hatten. Der Produktionsleiter hat jeden neu ankommenden Mitarbeiter per Handschlag begrüßt und kurz einige Worte mit ihm gewechselt. Man hatte das Gefühl, in einer großen Familie zu sein. Nichtsdestotrotz ist die entscheidende Frage, wo unserer faire Wert ist und wo die Aktie notiert? Durch den starken Kursanstieg ist die Bewertung per 30.09. mittlerweile auf ein EV/EBIT von 5 bzw. KGV von 6 angestiegen. Dies stellt noch immer eine deutliche Unterbewertung im Vergleich zu anderen Automobilzulieferern dar. Wir sind überzeugt, dass wir es hier mit einer gut geführten und wettbewerbsstarken Firma zu tun haben, die durch die gewonnenen Aufträge gute Wachstumsmöglichkeiten hat. Wenn die Firma das Wachstum in steigende Ertragskennzahlen ummünzen kann, dann ist es realistisch, dass sich Kurs und fairer Wert weiter annähern.

Wir hoffen, dass Ihnen unsere Quartalsberichte einige nützliche Informationen liefern, um unseren Investmentansatz besser nachvollziehen zu können.

Sie können uns jederzeit kontaktieren, um mit uns über „langweilige“ europäische Unternehmen zu diskutieren. Wenn sie allerdings wissen wollen, wo der Markt morgen, in einem Monat oder in einem Jahr notiert, dann können sie uns zwar auch anrufen, aber die Antwort wird immer die gleiche sein: „Wir haben keine Ahnung“!

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.