

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 30.06.2014

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen zwei Titel näher bringen, die drei Dinge vereinen:

1. Es sind französische Unternehmen
2. Beide haben im zweiten Quartal eine Tochter bzw. eine Beteiligung verkauft
3. Der jeweilige Verkaufserlös war ähnlich hoch wie die gesamte Marktkapitalisierung

Gevelot S.A.

Gevelot besteht im Wesentlichen aus zwei Geschäftsbereichen. Im Automobilzuliefergeschäft erzielt die Firma EUR 100 Mio. Umsatz mit einer EBIT-Marge im mittleren einstelligen Bereich. Im margenstärkeren Pumpengeschäft für die Öl- und Gasindustrie erzielt die Firma in guten Jahren zweistelligen EBIT-Margen bei knapp EUR 100 Mio. Umsatz. Die Marktkapitalisierung lag bei unserem Einstieg bei rund EUR 60 Mio. und war zu gut 1/3 mit Cash unterlegt. Weiterhin hielt die Firma eine 45% Beteiligung an einer Kanadischen Pumpenfirma namens Kudu Industries Inc., die in der Bilanz mit EUR 10 Mio. bewertet war. Da diese Firma nur schwach profitabel war (deren Ergebnis wurde bei Gevelot im Minderheitsergebnis unterhalb des EBIT gebucht), haben wir diese Beteiligung nicht in unsere Überlegungen einbezogen. Dennoch empfanden wir die Bewertung mit einem EV/EVIT von 3 (exklusive der kanadischen Beteiligung) als viel zu tief.

Wenn eine Firma so günstig zu erwerben ist, dann stellen wir uns immer die Frage: „Warum?“

Wir glauben, es gibt zwei Antworten darauf:

1. Da ca. 70% der Aktien bei der Gründerfamilie liegen und die Aktie nur per Kassa gehandelt wird, haben institutionellen Investoren so eine Firma oftmals nicht im Fokus.
2. Die Firma spricht mit keinem Investor. All unsere Bemühungen, mit dem Management zu sprechen, liefen ins Leere. Die einzige Aussage die wir bekommen haben: Gevelot hat kein Interesse an Investorengesprächen und ist nur aus einem einzigen Grund an der Börse - die Erben der Gründer sollen die Möglichkeit haben, Aktien zu verkaufen.

Wir waren damit sehr zuversichtlich, dass wir nichts „übersehen“ haben, sondern die beiden genannten Gründe für die tiefe Bewertung mit verantwortlich sind. Wir haben uns deshalb über jeden Tag gefreut, an dem wir sehr viel Wert zu einem äußerst günstigen Preis erwerben konnten.

Am 23.04.2014 hat die Firma informiert, dass sie für ihre 45% Beteiligung an der kanadischen Pumpenfirma ein Kaufangebot in Höhe von EUR 76 Mio. EUR erhalten hat. Dies konnten wir im ersten Moment nicht glauben, da dies mehr als die gesamte Börsenkapitalisierung war. In einem nächsten Satz schrieb die Firma, dass sie das Angebot abgelehnt hat. Dies konnten wir noch weniger verstehen, bei diesem attraktiven Angebot. Beim nächsten Satz blieb uns fast das Herz stehen. Gevelot hat eine Option gezogen, wonach sie die ausstehenden 55% des Großaktionärs zur gleichen Bewertung erwirbt, was EUR 94 Mio. kostet. Woher sollten sie dieses Geld nehmen?

Mit dem letzten Satz der Pressemitteilung wurden wir dann wieder freudig „beruhigt“. Die Firma hat erläutert, dass sie das gesamte Aktienpaket an Kudu an eine dritte Partei weiterreichen würde. Als Käufer hat sich schlussendlich Schlumberger herausgestellt. Damit war klar, dass Gevelot den Erwerb nur durchgeführt hat, um die Firma an einen „besseren“ Käufer weiter zu reichen. Dies macht insofern Sinn, da Gevelot rund 20% der eigenen Pumpenumsätze über Kudu erzielt.

Wie stellt sich die Situation nun dar? Nach dem Verkauf sollte der Nettocashbestand auf EUR 80 - 100 Mio. steigen, je nachdem wie viel Steuern gezahlt werden müssen. Bei der aktuellen Marktkapitalisierung von ca. EUR 110 Mio. bekommen wir das angestammte Autozuliefer- und Pumpengeschäft nahezu geschenkt. 2011 wurde hier ein EBIT von EUR 20 Mio. erzielt, welches sich in 2013 auf EUR 13 Mio. eingestellt hat. Auf dieser Basis liegt das aktuelle EV/EBIT irgendwo zwischen 1 und 2. Deshalb sehen wir noch immer ein schönes Kurspotential, obwohl sich der Kurs seit unserem Kauf nahezu verdoppelt hat.

Spir Communication

Spir ist eine Mediengruppe mit vielen verschiedenen Geschäftsbereichen. Einige Bereiche, wie z.B. Printmedien und Zustelldienste, weisen rückläufige Umsätze auf, werden seit Jahren immer wieder restrukturiert und verbrennen Geld. Daneben besitzen sie zwei hochprofitable und zukunftssträchtige „Goldesel“. Zum einen betreiben sie ein Online-Immobilien-Portal (10% EBIT-Marge) sowie den führenden digitalen Marktplatz für den Autohandel (40% EBIT-Marge). Diese beiden Geschäftsmodelle sind vergleichbar zu Immobilienscout 24 bzw. Autoscout24 in Deutschland, die die Deutsche Telekom Ende 2013 mit stolzen Multiples verkauft hat.

Diese beiden Segmente erzielten 2013 ein gemeinschaftliches EBIT von EUR 26,5 Mio., welches in den letzten Jahren stabil wachsend war. Wir haben diese beiden Segmente mit einem Multiple von 10 bewertet, was ca. EUR 40 pro Aktie ausmacht.

Da sich die anderen Geschäftsbereiche noch immer im negativen Bereich befinden, ist ein Abschlag auf diesen Wert sicherlich gerechtfertigt. Wir schätzten deshalb den fairen Wert der gesamten Gruppe auf EUR 30-35 pro Aktie und hatten bezogen auf unseren durchschnittlichen Einstandskurs von EUR 15 genügend Luft nach oben.

Letzten Freitag hat Axel Springer bekanntgegeben, dass sie für 51% der Autohandelssparte EUR 72 Mio. auf den Tisch legen, was 80% der gesamten Marktkapitalisierung von Spir entspricht. Somit wurden unsere angenommen EUR 40 pro Aktie validiert.

Wir glauben, dass nun auch anderen Investoren erkennen, dass Spir zwei hochprofitable Töchter besitzt, verbunden mit der Folge einer entsprechenden Annäherung von fairem Wert und aktuellem Aktienkurs.

Für Fragen stehen wir jederzeit gerne zur Verfügung.

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.