

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 30.06.2015

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen wieder zwei Titel aus unserem Portfolio vorstellen. Es handelt sich um zwei Automobilzulieferer, die einige Gemeinsamkeiten aufweisen. Familiengeführt, die Aktienmehrheit in den Händen der Familie, ähnliche Umsatzgröße, (sehr) gute operative Entwicklung in den letzten Jahren, (sehr) konservative Bilanzierungspraktiken, Profiteure eines starken USD und eine spezielle Unternehmenskultur.

MGI Coutier

Unsere größte Position im Fonds mit rund 9% Gewichtung ist der familiengeführte französische Automobilzulieferer MGI Coutier, der hauptsächlich Produkte für das Flüssigkeitsmanagement im Auto produziert. Die Firma erzielte 2014 einen Umsatz von 700 Mio. EUR bei einem EBIT von 52 Mio. EUR. Bis auf das Krisenjahr 2008, in dem MGI nur knapp ein positives EBIT erreichen konnte, würden stabile EBIT-Margen von 6-8% erzielt. Die Marktkapitalisierung liegt bei 375 Mio. EUR. MGI hat bei einer stabilen Automobilkonjunktur aus zwei Gründen gute Chancen deutlich zu wachsen: Zum einen hat MGI in den letzten Jahren sehr hohe „design wins“ (Neuaufträge) erhalten, welche mit einem Zeitversatz von ca. 2 Jahren an- bzw. hochlaufen und so zukünftig für zusätzlichen Umsatz sorgen werden. 2014 war sogar ein Rekordjahr, was Neuaufträge angeht. Zum anderen hat MGI vor einigen Jahren einen Stickstofffilter entwickelt, den nun ein Automobilkonzern weltweit einsetzt. Der Umsatz aus diesem Produkt lag 2014 bei 15 Mio. EUR und wird in 2016 einen Höchstumsatz von rund 150 Mio. p.a. liefern. Wenn MGI den Hochlauf - der durchaus komplizierter ist als bei ihren herkömmlichen Produkten - ordentlich managt, dann bestehen auch gute Chancen die Margen noch etwas auszubauen.

Neben den guten Zukunftsaussichten haben wir hier auch eine günstige Bewertung vorgefunden. Auf Basis der Planzahlen für 2015 notiert die Aktie bei einem KGV von 8 und einem EV/EBIT von 6,5. Auch im Vergleich zu zwei anderen französischen Automobilzulieferern, Valeo und Faurecia, die mit einem EV/EBIT von 14 bzw. 12 notieren, ist MGI deutlich unterbewertet, obwohl Valeo und Faurecia durch aktivierte Entwicklungsleistungen ihr EBIT (teilweise erheblich) zu positiv darstellen. MGI aktiviert keine Entwicklungsleistungen, was wir sehr begrüßen. Schon alleine hieran merkt man, dass MGI von der Kultur her etwas anders macht. Diese Kultur ist es auch, die aus unserer Sicht ein langfristig erfolgreiches Unternehmen ausmacht. Folgende Beispiele sollen dies verdeutlichen:

- Die Coutier-Familie stammt aus einem kleinen Ort mit 580 Einwohnern unweit der Schweizer Grenze Nähe Genf. Sie lebt dort bereits in der 12. Generation. MGI wurde von den drei Coutier-Brüdern unter Zuhilfenahme von Bankdarlehen gegründet. Damit diese Ihre Schulden abbauen konnten, hat MGI bis 1998 relativ

hohe Dividenden ausgeschüttet. Seitdem liegen die Dividendensummen im eher homöopathischen Bereich. Stattdessen wurden mit dem freien Cash-Flow Wachstumsinvestitionen und Akquisitionen erfolgreich getätigt. Im Jahr 2010 wurde die Firma Avon Automotive in den USA für 100 Mio. EUR gekauft. Diese erzielt mittlerweile ein EBIT von 33 Mio. EUR und ist somit jetzt deutlich mehr wert als damals. Grundsätzlich freuen wir uns, wenn Unternehmen hohe Dividenden ausschütten, aber es ist uns umso lieber, wenn Unternehmen den freien Cash-Flow „behalten“ und sinnvolle Investitionen damit tätigen. Ein weiterer Grund für die geringen Dividenden ist eine Steuerbesonderheit in Frankreich. Von der kompletten Dividendensumme müssen französischen Firmen 3% Steuer an den Staat abführen. Uns gefällt es, wenn Unternehmen solche Überlegungen mit einbeziehen, um unnötige Kosten zu vermeiden. Es zeigt auch, dass die Coutier-Familie, die noch rund 70% der Aktien hält, nicht das Geld aus der Firma zieht, sondern diese weiter entwickeln möchte.

- Auch die Gehälter für die Führungsspitze, die bei einem mittleren sechsstelligen Betrag liegen, sind alles andere als übertrieben für ein Unternehmen der Größe MGI´s. Es gibt eine Regel bei MGI, die besagt, dass der Vorstand maximal 20x so viel verdienen darf, wie der Angestellte mit dem niedrigsten Gehalt.
- Einen guten Eindruck, ob ein Unternehmen verschwenderisch mit Kapital umgeht, zeigt sich in der Auswahl der Firmenwägen. Der CEO fährt einen Peugeot 508, der CFO einen Renault Espace. Es ist auch nicht erlaubt, ein Modell mit Allradantrieb zu fahren, weil diese reparaturanfälliger und folglich kostenintensiver sind. Wir glauben, das spricht für sich selbst. Wenn Firmen bei solch kleinen Details aufpassen, unnötige Kosten zu vermeiden, dann tun sie es ganz sicher auch bei den großen Kostenblöcken.
- MGI hat auch noch nie versucht „design wins“ mit schwachen Margen zu erkaufen, um sich über einen höheren Umsatz zu freuen. Ertrag geht vor Größe.
- Wir wollten die Firma am Stammsitz besuchen, allerdings macht MGI keine Einzeltermine mit Investoren mehr, weil sie alle gleich behandeln wollen und das Management lieber die Zeit, die es dadurch spart, ins „operative“ Geschäft investiert.
- Wir freuen uns, neben der Coutier-Familie investiert zu sein und glauben, dafür keinen allzu hohen „Preis“ bezahlt zu haben.

MIBA AG

In den österreichischen Automobilzulieferer MIBA sind wir bereits seit Gründung des Fonds investiert. Da die Aktie „nur“ per Kassa Kurs in Wien gehandelt wird, hat es einige Zeit gedauert bis wir unsere Zielgewichtung von rund 6% erreicht haben. Wir glauben aber, dass sich die Mühe aus den folgenden Gründen lohnen wird:

- Miba stellt Sinterformteile, Gleitlager, Reibbeläge, Leistungselektronik-Komponenten und Beschichtungen her, die weltweit v.a. in Fahrzeugen, aber auch in Zügen, Schiffen, Flugzeugen und Kraftwerken zum Einsatz kommen.
- Einen ersten Hinweis auf eine starke Marktposition liefert die Vergangenheit. In der letzten Krise 2008/2009 musste die MIBA einen Gewinnrückgang von 40 Mio. EUR auf rund 20 Mio. EUR verkraften. Aber bereits im Jahr 2010 konnte die Firma wieder ein Rekord-EBIT von knapp 60 Mio. EUR erzielen. Wenn man das mit anderen Automobilzulieferern wie Leoni oder Grammer vergleicht, dann fällt folgendes auf: MIBA konnte sowohl den Abschwung deutlich besser bewältigen, als auch den Aufschwung besser managen und viel schneller Rekordergebnisse abliefern als die meisten Vergleichsunternehmen. Auch dies hat etwas mit der Kultur zu tun. Bei unserem Unternehmensbesuch im Januar 2014 sind uns drei Punkte am stärksten im Gedächtnis geblieben. Es ist nicht immer so, aber man kann es oft beobachten: Je schöner die Empfangshalle (Fassade), desto schwächer das Unternehmen und vice versa. MIBA´s „Empfangshalle“ ist in einem Baucontainer.
- Im Gespräch mit dem Management haben wir das Thema „schnelle Reaktion“ im Auf- und Abschwung thematisiert. Die Aussage des CFO war wie folgt: „Wenn wir eine Vorstandssitzung abhalten, und eine Entscheidung treffen, dann handeln wir und zwar sofort.“ Wir glauben der Vorteil von schlank aufgestellten Familienunternehmen ist, dass Entscheidungen in so einer Organisation schnell getroffen und umgesetzt werden. Es ist aus unserer Sicht ein Unterschied, ob ganz oben ein „angestellter“ Manager sitzt oder ein „Eigentümer“.
- Bei der anschließenden Produktionsführung ist uns aufgefallen, dass es nicht nur sehr sauber war, sondern auch extrem platzsparend gearbeitet wurde. Das sind vielleicht nur Kleinigkeiten, aber wenn eine Firma auf solch vermeintlich kleine Dinge achtet, dann tut sie es mit Sicherheit auch bei den großen Dingen.
- Buffett hat einmal gesagt: „Lesen bildet, Bilanzen lesen bildet Vermögen“. Wir würden das gerne etwas auslegen und sagen, dass man schon allein durch die Bilanzierungspraktiken die Kultur einer Firma recht gut erkennt.
- Wie auch MGI, profitiert MIBA von einem starken USD, welcher auch zu den Rekordergebnissen in 2014 beigetragen hat. Man kann das z.B. in den sonstigen betrieblichen Erträgen erkennen. Auf der anderen Seite versucht die Firma in anderen Kostenpositionen so viel Ergebnis wie nur möglich „zu verstecken“. So wurden z.B. Sonderabschreibungen vorgenommen, ganz besonders im Q1 2015 und es wurden Rückstellungen deutlich erhöht, um das Ergebniswachstum nicht

zu hoch werden zu lassen. Uns gefällt solch eine konservative Bilanzierungsmethodik viel besser, als wenn Firmen wie oben angesprochen, durch Aktivierungen etc. das Ergebnis „auf hübschen“.

- Die aktuelle Bewertung mit einem KGV von 8,5 bzw. EV/EBIT von 5,5 spiegelt aus unserer Sicht nicht annähernd den fairen Wert dieses gut geführten Unternehmens wieder.

All dies garantiert noch kein erfolgreiches Investment. Die beiden oben beschriebenen Unternehmenskulturen erhöhen aus unserer Sicht allerdings die Wahrscheinlichkeit, dass sich beide Firmen auch in Zukunft gut entwickeln werden.

Wir hoffen, dass Ihnen das Lesen dieser Lektüre etwas Spaß bereitet hat und Ihnen ein besseres Verständnis für unsere Denkweise offenbart.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich 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.