

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.12.2016

Nachfolgend möchten wir Ihnen wieder zwei Unternehmen aus unserem Fonds vorstellen. **Ringmetall** stellt Fassringe her. **Sapex** verkauft Saatgut. Vom Geschäftsmodell haben diese beiden also sehr wenig gemein. Was sie aber gemein hatten, war eine deutliche Abweichung zwischen Preis und Wert zum Kaufzeitpunkt!

Ringmetall

Wenn wir nach neuen Ideen Ausschau halten, suchen wir immer nach Unternehmen mit einem guten Geschäftsmodell, welches von einem seriösen Management geführt wird und das wir deutlich unter Wert kaufen können. Oftmals muss man an einem der drei Bereiche Abstriche in Kauf nehmen. Großartige Marktführer werden selten günstig angeboten, viele sehr günstige Titel haben ein schwieriges und wenig zukunftssträchtiges Geschäftsmodell oder werden von nicht vertrauenswürdigen Führungspersönlichkeiten geführt. Mit Ringmetall glauben wir hingegen in eine Firma investiert zu haben, die alle drei Voraussetzungen fast perfekt erfüllt.

Das Geschäftsmodell

Ringmetall stellt Fassringe her. Diese Fassringe werden an Fassproduzenten auf der ganzen Welt verkauft, die vorwiegend Fässer für die chemische Industrie herstellen. Auch wenn ein Fassring im Schnitt nur 1 EUR kostet, so ist dieser für den Auslaufschutz von entscheidender Bedeutung. Ringmetall ist in diesem Bereich mit rund 80 Mio. EUR Umsatz Weltmarktführer und besitzt mit einem Marktanteil von etwa 75% in Europa und den USA eine monopolartige Stellung. Diese wurde in den letzten Jahren durch sinnvolle und nicht überbezahlte Akquisitionen in Italien, der Türkei und Ende 2015 mit einer größeren Übernahme in den USA erreicht.

Wichtig bei diesem Geschäftsmodell ist die Nähe zum Kunden. Mit Fassringen wird sehr viel „Luft“ transportiert. Dies macht Billigimporte z.B. aus China unwirtschaftlich und schützt Ringmetalls überzeugende Marktposition. Auch wenn die Endmärkte nicht schneller wachsen werden als das BIP, hat Ringmetall trotz zweistelliger EBIT-Margen durch Effizienzmaßnahmen und Optimierungen im Produktionsnetzwerk die Möglichkeiten der Margenexpansion noch nicht vollständig ausgeschöpft.

Wo Chancen sind, lauern immer auch Risiken. Eintritte von neuen Wettbewerbern waren und sind nicht zu beobachten. Das größte Risiko sehen wir eher in der ebenfalls konzentrierten Kundenstruktur. Mit den drei größten Fassproduzenten erzielt Ringmetall etwas mehr als 50% vom Umsatz. Es bestünde die Gefahr, dass diese die Fassringe selber produzieren. In diesem Zusammenhang macht sich der gute Kontakt zu einem weiteren Portfoliounternehmen bezahlt. Der CEO von Muehlhan war früher Geschäftsführer bei einem von Ringmetalls Kunden. Seiner Meinung nach ist das Risiko,

dass die Fassproduzenten die Ringproduktion insourcen werden aus folgendem Grund äußerst gering: Es gibt 85 verschiedene Verschlüsse, was eine hohe Flexibilität erfordert, die Produktion kompliziert macht, entsprechende Investitionen nach sich zieht und wenig Skaleneffekte entstehen lässt. Am Ende lägen Mühen und Kosten sogar höher. Wir haben uns dieser Argumentation angeschlossen.

Das Management

Wir sehen es gerne, wenn die Manager nicht nur Angestellte sind, sondern unternehmerisch denkende Aktionäre. Ringmetalls Doppelvorstand besitzt mit etwas über 50% die Mehrheit am Unternehmen. Einer der Vorstände und Hauptaktionäre, Christoph Petri, entstammt einer Unternehmerfamilie. Er wirkt allerdings mit seinen 36 Jahren sehr jugendlich. Bei jedem Treffen mit ihm sind aber seine Antworten auf unsere Fragen immer sehr klar und deutlich. Seine Ansichten und seine langfristige Unternehmensstrategie machen für uns Sinn und wir freuen uns, mit ihm zusammen als Minderheitsaktionär bei Ringmetall investiert zu sein. Wir sind sehr überzeugt von ihm! Über eine mögliche mangelnde Erfahrung kommt mir immer folgender Satz in den Sinn: „Erfahrung zu haben heißt noch gar nichts - man kann eine Sache auch 35 Jahre lang schlecht machen.“

Bei den handelnden Personen hat uns eine weitere Personalie sehr erfreut. Der CFO von Dürr, dem Weltmarktführer von Lackieranlagen für die Autoindustrie, wurde in den Aufsichtsrat gewählt. Dürr hat sich in den letzten Jahren prächtig entwickelt. Ralph Heuwing wird mit seiner Erfahrung sicherlich ein guter Sparringspartner für den Vorstand sein.

Die Bewertung

Wir konnten uns im Laufe des Jahres 2016 etwas über 1% an der Firma zu einem Durchschnittskurs von 1,62 EUR „sichern“. Unsere Einstiegsbewertung lag bei einem EV/EBIT von 6,2 auf Basis 2016. Dies erschien uns für solch eine gut aufgestellte Firma viel zu niedrig. Trotz des starken Kursanstieges ist aus unserer Sicht die Bewertung mit einem EV/EBIT von 8,5 bzw. einem KGV von 11 immer noch moderat.

Saptec

Die Investmentidee Saptec kam über einen Screening-Prozess zu Stande. Wir haben über den Bloomberg eines befreundeten Bankhauses (wir haben keinen eigenen) nach europäischen Nebenwerten gefiltert, die von der Marktkapitalisierung zwischen 50 – 500 Mio. EUR liegen und deren EV/EBIT kleiner als 7 ist. Dabei sind wir auf das belgische Konglomerat Saptec gestoßen.

Auffallend war auf den ersten Blick die Kursentwicklung. Die Aktie hat sich innerhalb eines halben Jahres sage und schreibe versechsfacht! Wir dachten, hier gibt es wohl kein Potential mehr. Aber neugierig geworden, was so einen starken Kursanstieg verursacht hat, haben wir uns die letzten Pressemitteilungen genauer angesehen. Saptec hat darin bekanntgegeben, dass sie für ihr mit Abstand wichtigstes Geschäftssegment, nämlich dem Verkauf von Saatgut, einen Verkaufsprozess angestoßen haben. Dieses Segment

erzielte ein EBITDA von rund 40 Mio. EUR. Die zahlreichen Übernahmen und Fusionen in dem Sektor (Bayer & Monsanto / ChemChina & Syngenta / Dow Chemical & Dupont) gingen einher mit hohen Kaufmultiples. Sapec hat die Gunst der Stunde genutzt und das Saatgutsegment zu einem EBITDA-Multiple von knapp 12 für insgesamt 456 Mio. EUR an das Private Equity-Unternehmen Bridgepoint verkauft.

Sapec's Nettoverschuldung vor dem Verkauf lag bei rund 160 Mio. EUR. Damit sollten nach der Transaktion ca. 300 Mio. EUR Nettocash verbleiben. Als wir dann sahen, dass die Marktkapitalisierung bei „nur“ 175 Mio. EUR lag, sind wir tiefer in die Analyse eingestiegen. Die Frage, die wir uns stellten: „Warum lag der Aktienkurs so deutlich unter dem veröffentlichten Verkaufspreis“?

Haben wir eine Pensionsrückstellung vergessen, die die Nettoverschuldung erhöht? Nein

Haben wir Minderheitsanteile übersehen? Nein

Fallen in Belgien eventuell Steuern auf den Veräußerungserlös an? Auch das Thema konnten wir abklären und verneinen.

Liegt es an der Angst, dass das Management mit dem vielen Cash nicht gewissenhaft umgeht? Auch das ist zu verneinen, denn sie haben bereits veröffentlicht, dass sie einen substantiellen Teil des Verkaufserlöses an die Aktionäre verteilen wollen.

Gibt es eine Gefahr, dass der Deal auf Grund von möglichen Kartellproblemen wie bei Bayer / Monsanto vielleicht noch platzen könnte? Auch das ist unwahrscheinlich, denn Bridgepoint ist ein Finanzinvestor, ganz im Gegensatz zu den drei oben genannten Käufern.

Am Ende konnten wir keinen Grund erkennen, weshalb der Aktienpreis so deutlich vom Nettocash bzw. Unternehmenswert abweicht. Deshalb haben wir begonnen, trotz einer Versechsfachung im Kurs, eine Position aufzubauen.

Bei solch einer Unternehmenssituation stellt man sich immer die Frage: „Haben wir etwas übersehen?“

Die Zukunft wird es zeigen.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen zwei Beispielen wieder ein besseres Verständnis von unserer Aktienselektion geliefert zu haben und freuen uns, wenn Sie uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken.

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.