

## **Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds**

### **Quartalsbericht zum 30.06.2018**

---

Im ersten Quartal haben wir uns verstärkt mit Unternehmen aus dem skandinavischen Raum beschäftigt. Über einen Screening-Prozess haben wir nach günstigen Titeln auf der Basis EV/EBITDA und EV/EBIT gesucht. Nach einer Grobsortierung sind am Ende 10 Titel übriggeblieben, die wir näher analysiert haben. Zwei davon haben es in den Fonds geschafft, welche wir Ihnen nachfolgend etwas genauer vorstellen möchten.

#### **Saferoad („Glück im Unglück & Unglück im Glück“)**

Wir alle sind nicht unbedingt erfreut, wenn wir auf der Autobahn durch eine Baustelle fahren müssen. Seit unserem Investment in Saferoad können wir zukünftig diese Staus mit einem kleinen Lächeln besser ertragen. In so einer Baustelle kann man fast alle Produkte sehen, die Saferoad produziert, so z.B. Leitblanken, Straßenschilder, Fahrbahnmarkierungen, Beleuchtungsanlagen und Lärmschutzwände. Einfach formuliert - „Alles über dem Asphalt“.

Saferoad gehört mit einem Umsatz in Höhe von rund EUR 600 Mio. zu den Größten in diesem sehr fragmentierten Segment. Die Eintrittsbarrieren in diesen Markt sind auf Grund von länderspezifischen Reglementierungen sehr hoch. Der Markt läuft ausschließlich über Tendergeschäfte, im Schnitt liegt ein Auftrag bei rund EUR 4.000.

Die Firma ging erst 2016 an die Börse. Saferoad enttäuschte im Laufe des Jahres 2017 vor allem auf Grund der stark gestiegenen Stahlpreise, die nicht sofort weitergegeben werden konnten.

So endete das Jahr 2017 mit einer rückläufigen EBIT-Marge in Höhe von 5%. Für das Jahr 2018 hat die Firma bereits Kostensenkungsmaßnahmen vorangetrieben, so dass wir mit einer Marge von 5,5% rechnen. Dies ist noch immer weit entfernt vom mittelfristigen Ziel von rund 8%. Auf dieser Basis lag das KGV bei 6,5 sowie das EV/EBIT bei 7. Die Dividendenrendite betrug knapp 5%. Das Geschäftsmodell erschien uns nachhaltig erfolgversprechend, die Bewertung als viel zu günstig. Deshalb haben wir Anfang April den CFO kontaktiert. Zum einen wollten wir mehr über das Geschäftsmodell erfahren, zum anderen ein Gefühl von der Qualität des Managements bekommen.

Unsere Mail von Anfang April blieb einige Zeit unbeantwortet, da sie im Spamfilter vom CFO gelandet ist. Glücklicherweise hat er nach drei Wochen unsere Mail doch noch entdeckt und uns Ende April geantwortet. Im kurz darauffolgenden Telefonat konnten wir uns einen guten Eindruck vom CFO verschaffen und hatten das Gefühl das Geschäftsmodell verstanden zu haben. Wir konnten uns die niedrige Bewertung nur mit der kurzen Börsenhistorie erklären. Die in Aussicht gestellten Kosteneinsparungen sollten zu einem Ergebnisanstieg führen. Auch gibt es weiteres Ergebnispotential, sobald der

Stahlpreisanstieg, der alle Konkurrenten gleichermaßen trifft, an die Kunden weitergegeben wird. Wir rechnen mit einem Anstieg der EBIT-Marge auf rund 6% im Jahr 2019. Auf dieser Basis kamen wir zu einem fairen Wert, der in etwa dem Doppelten unseres Einstiegskurses entsprach. Wir begannen also Anfang Mai mit den ersten Käufen.

Bevor wir jedoch unsere geplante Position erwerben konnten, wurde Mitte Mai ein Übernahmeangebot eines Private Equity Fonds veröffentlicht. Der Übernahmepreis liegt bei 30,10 NOK und damit rund 50% über unserem Einstandskurs.

Wenn wir ein Investment prüfen, lassen wir uns leiten von – good business, good people, good price. Das Geschäftsmodell war gut, ebenso die mehr als deutliche Unterbewertung. Ein Investment einzugehen, ohne vorher das Management zumindest über ein Telefonat kennen gelernt zu haben, kommt für uns nicht in Frage.

Wir hätten deshalb keine Saferoad Aktien gekauft, wenn es nicht vorher mit einem Telefonat mit dem Management geklappt hätte. Somit hatten wir Glück im Unglück, dass unsere E-Mail doch noch zum CFO durchgedrungen ist. Gleichzeitig hatten wir Unglück im Glück, da wir nicht die volle Position erwerben konnten.

Auch wenn der gebotene Preis aus unserer Sicht nicht den fairen Wert der Gesellschaft widerspiegelt, haben wir inzwischen die Position verkauft. Zum einen glauben wir nicht an ein Gegenangebot, zum anderen sind wir in den nordischen Ländern keine ausgewiesenen Squeeze-out-Spezialisten.

Ob bei diesem Investment eher das Glück oder Unglück überwiegt, ist schwer zu sagen. Jedenfalls sehen wir der nächsten Autobahnbaustelle mit mehr Gelassenheit entgegen.

### **Fjord 1 („von A nach B“)**

Das Geschäftsmodell der norwegischen Firma Fjord 1 ist kurz und schnell erzählt. Die Firma bringt mit Fähren Menschen und Autos von A nach B.

Fjord 1 ist also dafür verantwortlich, in den zerklüfteten Küstengebieten Norwegens für einen sicheren und zuverlässigen Föhrentransport zu sorgen. Ähnlich wie bei unserer Fondsposition Mears – auch wenn es ein völlig anderes Geschäftsfeld ist – werden Aufträge meist über 10 Jahre vom Staat ausgeschrieben. Somit ist das Geschäft auf der einen Seite sehr gut planbar, auf der anderen Seite muss man sehr aufpassen, dass man sich keine Aufträge „erkauft“, die man anschließend für 10 Jahre unprofitabel „an der Backe“ hat.

Fjord 1 hat einen sehr guten Track Record vorzuweisen. Mit einem Marktanteil von knapp 50% erzielte die Gesellschaft im letzten Jahr einen Umsatz von 2,8 Mrd. NOK sowie ein EBITDA von knapp 1 Mrd. NOK.

Wie sieht die Konkurrenzsituation aus?

Es gibt in Summe vier Player in diesem Markt. Boreal mit einem einstelligen Marktanteil gehört einer holländischen Private Equity Firma und steht wohl zum Verkauf. Norled als Nr. 3 ist hochverschuldet und ist bei den letzten größeren Tendern nicht zum Zug gekommen. Bei den meisten Ausschreibungen werden neuerdings elektrisch betriebene

Fähren vorgeschrieben, die deutlich höhere Investitionen erfordern als herkömmliche Schiffe. Beide Gesellschaften scheinen nicht die nötige Kapitalausstattung zu haben, um erfolgreich an diesen neuen Ausschreibungen teilzunehmen.

Der Konkurrent auf Augenhöhe – Torghatten – als Nr. 2 im Markt ist stark und hat von Fjord 1 zwei Aufträge gewinnen können, die 2019 auslaufen.

Es ist also absehbar, dass Fjord 1 durch bereits gewonnene Tender auch in 2018 sowie 2020 wachsen wird. Durch die beiden verloren gegangenen Aufträge wird allerdings 2019 ein rückläufiges Ergebnis erwartet. 2018 und 2019 werden noch vier wichtige Aufträge von Fjord 1 neu ausgeschrieben, womit sich die Gesellschaft derzeit eher in einem „Defensivmodus“ befindet. Wir erwarten nicht, dass Fjord 1 alle verlängern kann. Auf der anderen Seite sind die Volumina höher als in den letzten 10 Jahren. Somit sollte sich ein negativer Effekt bei teilweiser Nichtverlängerung in Grenzen halten. In den Jahren 2020 sowie 2021 stehen dagegen sehr viele Tender an, die aktuell von Torghattan betrieben werden, bei denen Fjord 1 nur gewinnen kann.

Wie bewerten wir dieses Geschäft?

Es gibt wenig vergleichbare Unternehmen auf dem Börsenzettel. Dieses Jahr wurde allerdings ein gut vergleichbares Peer-Unternehmen, die Firma Scandlines, welches Fährrouen zwischen Deutschland und Dänemark betreibt an Private Equity veräußert. Die Bewertung lag bei rund dem 13-fachen EBITDA. Das erachten wir als zu sportlich und sehen für Fjord 1 eher ein Multiple von 9-10 als fair an. Dies lässt Raum von rund 50% zu unserem Einstiegskurs.

Als kleines „hidden asset“ besitzt Fjord 1 ein Drittel an einer regionalen Fluggesellschaft, die sehr profitabel ist. Ein möglicher Verkauf würde einen schönen Zusatzertrag beschieren sowie mehr Mittel für das Fährgeschäft zur Verfügung stellen.

Dieses eher defensive Investment hat zwar etwas weniger Kurspotential zum fairen Wert, als wir das üblicherweise bei einem Neuinvestment verlangen. Dafür werden sehr hohe Free Cash Flows generiert, die profitabel reinvestiert werden können. Zusätzlich erhalten wir während der „Wartezeit“ eine ansehnliche Dividendenrendite von etwas über 5%.

Wir hoffen, dass wir Ihnen mit diesen kurzen Ausführungen wieder ein besseres Bild von unserer Denkweise vermitteln konnten. Sollten Sie Fragen haben, so können Sie uns gerne jederzeit kontaktieren.

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.