

## Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

### Quartalsbericht zum 30.09.2016

---

Wie gewohnt möchten wir Ihnen nachfolgend zwei Unternehmen aus unserem Fonds vorstellen, die wir nach wie vor als deutlich unterbewertet ansehen.

#### **Bellevue Group AG**

Wenn ich mich mit Schweizer Vermögensverwaltern und Bankern unterhalte, dann höre ich in Bezug auf die Bellevue Group oft die folgende Aussage: „Die Bank am Bellevue hat überhaupt kein richtiges Geschäftsmodell, sie verdienen kein Geld, etc.“.

Die Bellevue Group besteht aus zwei Geschäftsbereichen. Sie ist Eigentümerin der Bank am Bellevue und hat eine Asset-Management-Tochter. Lassen Sie uns zunächst bei der Bank am Bellevue bleiben. Diese Bank ist keine Bank im klassischen Sinne. Sie vermarktet hauptsächlich Aktienresearch und ist bestrebt, daran am Brokerage für Dritte Geld zu verdienen. Daneben zählen M&A-Dienstleistungen wie IPO´s und Platzierungen, sowie Anleihetransaktion v.a. im Biotech- bzw. Medizintechnologiebereich zu ihren Tätigkeiten.

Kreditgeschäft oder andere klassische Bankdienstleistungen findet man bei ihr nicht. Die Aussage von oben, dass „die Bank am Bellevue“ kein Geld verdient, stimmt allerdings!

Seit Jahren liegen die um Einmaleffekte bereinigten Ergebnisse um die schwarze bzw. rote Null. Aus diesem Grund setzen wir diesen Geschäftszweig mit „Null“ in unserer Bewertung an. Allerdings besitzt die Bank am Bellevue eine werthaltige Beteiligung. Sie hält 1,1% an der nicht kodierten Schweizer Börse SIX. Letztes Jahr lag die Dividende auf Grund einer Sonderausschüttung bei 6 Mio. CHF. Dies ist allerdings als nicht nachhaltig anzusehen. Die normale Dividende liegt seit Jahren stabil bei ca. 2 Mio. CHF im Jahr.

Was ist der Anteil von 1,1% nun wert? Auf Grund der fehlenden Börsennotiz muss man die Bewertung auf die Dividendenhöhe abstellen. Ein Faktor von 10 wäre wohl eher konservativ zu sehen, auf Grund der Illiquidität aus unserer Sicht aber durchaus fair (auch wenn die Deutsche Börse deutlich höhere Multiples aufweist). Daraus ergibt sich also ein Wert von 20 Mio. CHF.

Kommen wir zum werthaltigen Teil, dem Asset Management. Was die wenigsten wissen, die Bellevue Group ist seit Gründung der Anlageberater für die börsennotierte BB Biotech. Daraus erhält sie eine Managementgebühr von 1,1% im Jahr. Bei der aktuellen Marktkapitalisierung von etwas über 3 Mrd. CHF sind dies rund 33 Mio. CHF. Daneben fungiert die Gesellschaft als Fondsmanager für eine Vielzahl von Aktienfonds, v.a. aus dem Biotech- / Medtech-Sektor.

Um hier eine bessere Risikostreuung zu erreichen, akquirierte Bellevue die Star Capital von Peter Huber zum Frühjahr des Jahres 2016. Die Star Capital managt verschiedene Renten-, Misch- und Aktienfonds. Damit kletterten die AuM von 5 auf 7 Mrd. CHF.

Wie sieht das Segment Asset Management in Zahlen aus? 2015 konnten hier Umsätze in Höhe von 57 Mio. CHF sowie ein EBIT von 25 Mio. CHF (bereinigt um einen positiven Einmalsertrag) erreicht werden. Bei einer Steuerquote von 10% ergibt sich ein ausschüttungsfähiger Jahresüberschuss in Höhe von 22,5 Mio. CHF.

Wir schätzen, dass inkl. der profitablen Star Capital im Jahr 2017 ein EBIT von 27,5 Mio. CHF sowie ein Jahresüberschuss von knapp über 23 Mio. CHF oder 1,75 CHF pro Aktie möglich erscheinen.

Auf Basis des aktuellen Kursniveaus bedeutet dies ein KGV von 8.

Zusätzlich zur günstigen Bewertung zahlt die Gesellschaft seit drei Jahren eine Dividende von 1,00 CHF, was momentan einer Dividendenrendite von 7% entspricht. Und dies in Schweizer Franken, wo fast die komplette Zinsstrukturkurve im negativen Terrain liegt.

Da die Bellevue Group nur in ganz geringem Umfang von Performance Fee's abhängt, scheinen die Erträge stabil und nachhaltig zu sein, sofern ihr wichtigstes Zugpferd, die BB Biotech, nicht erlahmt.

Was ist nun dieses Geschäftsfeld wert? Gute Assetmanager werden auf Grund ihrer Stabilität und der Tatsache, dass der Jahresüberschuss 1 zu 1 Free Cash Flow ist, durchaus mit einem PE von 15 oder mehr bewertet. Übertragen auf die Bellevue Group kommen wir daher auf einen fairen Wert irgendwo in den hohen 20igern, was uns ein Kurspotential von rund 80% beschert. Selbst bei solch einem Kursniveau läge die Dividendenrendite noch bei beachtlichen 3,8%. Wenn man die Beteiligung an der SIX hinzuaddiert, liegt der faire Wert aus unserer Sicht bei ca. 30 CHF pro Aktie.

Selbst wenn sich unsere Annahmen als zu optimistisch erweisen sollten, werden wir mit einer hohen Dividendenrendite von 7% entschädigt.

Es sind für uns oft dann gute Investmentideen entstanden, wenn eine Gesellschaft zwei Geschäftsfelder besitzt und die Aufmerksamkeit der Investoren auf das unprofitable Geschäftsfeld stärker ausgeprägt ist und das interessantere, stabile sowie profitable Geschäft mehr oder weniger unbeachtet bleibt.

## **GK Software AG**

Die GK Software ist, wie der Name vermuten lässt, ein Softwareanbieter. Der Gründer, Rainer Gläß, hat die Gesellschaft vor 25 Jahren gegründet und leitet aktuell ein Unternehmen mit über 800 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern. Die Kunden von GK sind hauptsächlich große bzw. mittelgroße Einzelhandelsunternehmen, wie Edeka, Lidl, Douglas, Fressnapf oder Christ. Die Software hilft den Kunden, Prozesse, hauptsächlich im „Kassenumfeld“ in den Filialen, effizienter zu gestalten. So steuert GK z.B. über 40.000 Kassen bei Lidl und muss demnach hochperformant sein. Bei jedem einzelnen Scanvorgang müssen Realtime die Preise abgeglichen werden. Es muss dabei gleichzeitig

geprüft werden ob für diese Produkt ein Discount vorliegt oder ob sich im Warenkorb Artikel befinden, die gerade unter einer Aktion wie „buy 2 get one free“ angepriesen werden.

Diese hochkomplexe Software ist sehr schwer nachzubauen und auch ein Grund dafür, dass das Konkurrenzumfeld, v.a. in Europa, sehr dünn gesät ist.

Wir haben uns Anfang des Jahres auf einer der wichtigsten Messen, der EuroCIS selbst davon überzeugen können. Auch ein Unternehmensbesuch vor zwei Wochen hat nochmal dazu beigetragen, das Geschäftsmodell und die Unternehmensstrategie besser zu verstehen.

Die Gesellschaft hat es seit Gründung geschafft, den Umsatz auf immerhin 45 Mio. EUR zu steigern, da sie sich im Inland einen Namen gemacht hat. Allerdings war es schwer, als kleine deutsche „Softwarebude“ im Ausland Fuß zu fassen. Aus diesem Grund hat man sich Ende 2013 mit der großen SAP „ins Bett gelegt“. SAP hat 5% an GK erworben und fungiert seitdem als Vertriebspartner. Mittlerweile kommen fast alle Neukunden - 40 in den letzten Jahren - über SAP zustande. Für SAP sind die großen Einzelhändler eine wichtige Zielgruppe. Mit GK´s Kassenlösung kann man die ganze Wertschöpfungskette abdecken. Dass SAP diese spezielle Softwarelösung nicht selbst entwickelt hat oder entwickeln konnte, zeigt noch einmal die Komplexität der Softwarelösung. Somit gibt es hier eine gegenseitige Abhängigkeit.

Nach einem etwas holprigen Start nahm die Partnerschaft zuletzt deutlich an Fahrt auf. So konnten im ersten Halbjahr vier wichtige Adressen, darunter auch ALDI Nord, als Neukunden gewonnen und der wichtige Lizenzumsatz verdoppelt werden.

Der größte Wachstumsmarkt ist allerdings Nordamerika, wo zwar Kunden gewonnen werden konnten, aber der wichtige große Referenzkunde fehlt noch immer. Dies ist essenziell, denn für amerikanische Großkonzerne gelten europäische Referenzen herzlich wenig. Da GK´s Großkunde Lidl 2017 den Eintritt in den US Markt plant, wird es hier immerhin mit deutscher Unterstützung Rückenwind geben.

Zwei Punkte, neben der sich verbesserten SAP Partnerschaft, lassen uns aktuell positiv in GK´s Zukunft blicken. Zum einen hat Oracle dieses Jahr bekannt gegeben, dass sie sich mit der entsprechenden Kassensoftwarelösung aus dem deutschen Markt zurückzieht. Dies zwingt alle Oracle-User, sich nach Alternativen umzusehen. So konnten im ersten Halbjahr die Oracle-Kunden Gerry Weber und ein großer deutscher Baumarkt als Neukunden gewonnen werden.

Zum anderen hat GK 2016 seine Software komplett überarbeitet und auf den neuesten Stand gebracht. Wenn Kunden auf die neue Software Suite migrieren wollen, wonach das Feedback derzeit aussieht, dann wird dies schöne zusätzliche Erträge aus dem Bestandskundenumfeld nach sich ziehen.

Wie sehen die Zahlen bzw. die Bewertung aus? In den Jahren 2009 bis 2011 konnten EBIT-Margen um 20% erzielt werden. In den Folgejahren sind diese wegen den hohen Entwicklungskosten im Zusammenhang mit der SAP-Partnerschaft und der Expansion Richtung 0% zusammengeschmolzen. Zudem hat GK manche Projekte unterschätzt, weshalb sie bei einigen Aufträgen zur Softwareimplementierung (Festpreise)

„draufzahlen“ musste. Diese Effizienzprobleme wurden 2015 mit der Einstellung von zwei Einzelhandelsprofis angegangen. Aktuell sieht man eine deutliche Verbesserung, allerdings noch nicht wieder auf dem alten Niveau.

GK´s Ziel ist es, im Jahr 2018 wieder EBIT-Margen von >15% zu erzielen. Wir bleiben etwas vorsichtiger und rechnen mit nicht mehr als 14%. Sollte dies der Gesellschaft gelingen, dann würde GK aktuell mit einem KGV von nur 10 gehandelt.

Ob SAP eines Tages GK Software komplett übernimmt oder nicht (es besteht ein Vorkaufsrecht bis 2020), steht in den Sternen. Wir haben die Aktie vor rund einem Jahr erworben, weil wir glauben es hier mit einem guten Geschäftsmodell zu tun zu haben. Außerdem mögen wir es, wenn das Management selber stark investiert ist (Gründer halten >50%). Dazu konnten wir die Aktie mit einem deutlichen Abschlag zum fairen Wert erwerben.

Auch jetzt halten wir an GK Software fest, weil uns die Bewertung immer noch zu günstig erscheint. Falls SAP der GK Software irgendwann ein Übernahmeangebot unterbreiten sollte, würden wir uns freuen. Unser Hauptgrund für den Kauf der Aktie war dies allerdings nicht.

Wir hoffen, Ihnen mit der Beschreibung dieser beiden Unternehmen 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.