

## Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

### Quartalsbericht zum 30.09.2015

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

in turbulenten Zeiten wie diesen kann man in Hektik und Panik verfallen oder man kann sich darauf konzentrieren, welche Firmen langfristig gute Wachstumschancen aufweisen, welche von einem guten Management geführt werden und welche uns vom „Markt“ unter ihrem fairen Wert zum Kauf angeboten werden. Da wir nie eine Meinung zum „Markt“ haben, möchten wir auch in diesem Bericht über zwei unserer Investments schreiben. Im Q2-Bericht haben wir über MGI Coutier und MIBA berichtet „die einige Gemeinsamkeiten aufweisen. Familiengeführt, 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 Kultur“ (vgl. Q2-Bericht 2015). Da es bei beiden Firmen zu interessanten Neuigkeiten gekommen ist, haben wir uns entschieden, noch einmal über beide Firmen zu schreiben, die nach wie vor zu unseren wichtigsten Positionen gehören.

#### **MGI Coutier**

Dieser französische Automobilzulieferer hat Ende September seinen Halbjahresbericht vorgelegt, der deutlich besser ausgefallen ist als von uns erwartet. Umsatzseitig konnte die Firma über 20% zulegen, wobei ein großer Teil davon akquisitions- und währungsbedingt war. Dennoch lag das organische Wachstum von etwa 10% über dem Marktwachstum. Viel wesentlicher als der Umsatz ist die Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBIT). Dieses konnte von EUR 30 Mio. auf EUR 43 Mio. gesteigert werden, was einer Rekordmarge von etwas über 10% entspricht. Bei einem „normalen“ Verlauf des restlichen Jahres 2015 wird die Firma mit einem sehr günstigen KGV von 7 und einem EV/EBIT von 6 bewertet. Noch etwas wichtiger als das Jahr 2015 sind die Zukunftsaussichten für die Jahre 2016/2017. Was den Ausblick für die gesamten Automobilverkäufe anbelangt, ist dieser auf Grund der Situation in China und der Schwellenländer mit hohen Unsicherheiten behaftet. Zusätzlich ist das Thema „Dieselgate“ in aller Munde. Auch die Auswirkungen daraus sind schwer abzuschätzen. Was man aber etwas besser abschätzen kann, ist die Wettbewerbsstärke von MGI Coutier. Zum einen hat die Firma in den letzten beiden Jahren rekordhohe Neuaufträge erhalten, die der Firma unabhängig von der Automobilkonjunktur Rückenwind verleihen werden. Zum anderen befindet sich gerade das neue Produkt SCR (Selective Catalytic Reduction) im Hochlauf, welches mittels Harnstoffeinspritzung Stickoxide vermindert und so für die Einhaltung der Euro 6 Norm sorgt. Dies ist genau das Thema, für das VW gerade in den Medien steht. MGI stattet alle Dieselfahrzeuge von Peugeot damit aus. Für 2015 sind Umsätze von rund EUR 60 Mio. avisiert und EUR 150 Mio. für 2016. Damit sollte MGI in der Lage sein den Konzernumsatz in 2016 um rund 10% steigern zu

können. Mit VW macht MGI übrigens nur einen Umsatzanteil von 1%, was momentan sicherlich kein Nachteil ist. SCR Systeme liefert MGI ausschließlich für Peugeot.

Wo Chancen sind, lauern auch Risiken. Was könnte „schief“ gehen? Zum einen sehen die konjunkturellen Perspektiven nicht überaus rosig aus. Die Emerging Markets kämpfen mit einem verstärkten Währungsverfall, die Rohstoffpreise tun ihr übriges. China im Besonderen steht vor großen konjunkturellen Herausforderungen. Wie wird sich „Dieselgate“ auf das Kaufverhalten der Verbraucher auswirken? Werden evtl. deutlich weniger Dieselfahrzeuge verkauft, was zu weniger Verkäufen von SCR-Systemen führen würde und damit auch MGI träfe?

Mit all diesen Fragen beschäftigen wir uns, auch wenn diese nicht klar zu beantworten sind. Welche Fragen wir aber klarer beantworten können ist: Hat MGI Coutier gute Zukunftsaussichten auch wenn die weltweiten Automobilverkäufe nicht weiter wachsen? Hat MGI ein vertrauenswürdigen Management? Lässt die aktuelle Bewertung ausreichend Kurspotential und Sicherheitsmarge?

All diese Fragen können wir mit „Ja“ beantworten und deshalb ist MGI unser „Top Pick“ unter den Automobilzulieferern.

## **MIBA AG**

Über den österreichischen Automobilzulieferer MIBA haben wir uns im Q2-Bericht wie folgt geäußert: „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, viel besser, als wenn Firmen wie oben angesprochen, durch Aktivierungen etc. das Ergebnis „auf hübschen“ (vgl. Q2-Bericht 2015).

MIBA´s extrem konservative Bilanzierungspraxis erscheint mit den Ereignissen im dritten Quartal in einem anderen Licht. Im August hat die Gründerfamilie Mitterbauer, die schon mit rund 75% die Aktienmehrheit hielt, ein Übernahmeangebot in Höhe von EUR 550 pro Aktie an die freien Aktionäre gerichtet. Mittlerweile hält die Familie über 90% und hat angekündigt, im Oktober über einen Squeeze-out die restlichen Aktionäre heraus zu drängen. Der Squeeze-out-Preis wurde von einem „unabhängigen“ Wirtschaftsprüfer auf EUR 540 festgelegt. Kurz danach hat MIBA den ursprünglichen Übernahmepreis auf EUR 565 angehoben. Aus Sicht des Managements eine clevere Vorgehensweise. Warum sollte man als Aktionär nicht bei EUR 565 andienen sondern sich stattdessen bei EUR 540 pro Aktie zwangsabfinden lassen?

Unsere Antwort lautet: „Weil die Firma deutlich mehr wert ist“.

Wir werden also die Zwangsabfindung zu EUR 540 über uns ergehen lassen (müssen) und realisieren damit bereits 50% Kursgewinn auf unseren Einstand.

Das übliche Vorgehen nach so einem Squeeze-out sieht verkürzt wie folgt aus: Es wird einen oder mehrere Aktionäre geben, die vor Gericht eine Überprüfung des von MIBA´s „unabhängigem“ Wirtschaftsprüfer festgelegten Squeeze-out-Preises fordert. Dabei wird wichtig sein, dass man dem Gericht deutlich macht, dass der Squeeze-out-Preis erheblich unter dem wahren Wert der Gesellschaft liegt. Zum Preis von EUR 540 liegt das KGV bei 10, das EV/EBIT bei 7. Auf der einen Seite sind diese Multiples bei Übernahmen von so hervorragenden Unternehmen wie MIBA äußerst gering. Zum anderen gibt die extrem konservative Bilanzpraktik des Unternehmens genügend „Futter“, um vor Gericht zu punkten. Auch wenn so ein Verfahren sehr lange dauern kann (2-7 Jahre), haben wir uns entschieden, nicht anzudienen sondern über den Squeeze-out zu gehen. Wir werden also EUR 540 pro Aktie erhalten und erwerben eine „kostenlose“ Option, die nichts, etwas mehr oder erheblich mehr wert sein kann. Diese Option wird nach Österreichischem Recht über eine eigene ISIN verbrieft und gehandelt. Wir sind bei dieser Entscheidung unserem Investmentansatz gefolgt und haben uns gefragt: Was ist die Firma wert und welchen Preis erhalten wir? Da wir glauben, dass die Firma rund EUR 800 pro Aktie wert ist, können wir die Aktien nicht zu EUR 565 verkaufen. Stattdessen investieren wir quasi nicht realisierte EUR 25 in die Option, verbunden mit der Chance, ein Vielfaches davon zurückzuerhalten. Der Investmentcase bietet uns somit ein ausgezeichnetes Chance-/Risikoverhältnis.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen Erläuterungen unsere Denkweise wieder ein Stück näher gebracht zu haben.

Da ein Börsenjahr sowohl aus guten als auch aus schlechten Investments besteht und man aus den Schlechten mehr lernen kann als aus den Guten, werden wir im Q4-Bericht v.a. über unsere schlechten Investments berichten, so wie wir das vor einem Jahr in unserem Q3-Bericht bereits getan haben.

Wir bedanken uns bei all unseren Investoren für die Treue und das entgegengebrachte Vertrauen. Auch möchten wir uns auch bei den Investoren bedanken, die lange Zeit bei uns investiert waren, aber in Q3 entschieden haben, sich (wir nehmen an aufgrund der Marktentwicklung) aus unserem Fonds zu „verabschieden“. Dies gilt insbesondere deshalb, weil uns diese einige Tage zuvor ihre Verkaufsabsicht avisiert hatten, womit wir in der Lage waren „in Ruhe“ bei diesen volatilen Märkten unsere Verkäufe durchzuführen. Das war sehr hilfreich für uns, vielen Dank dafür.

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.