

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.03.2015

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen diese mal nur einen Titel näher vorstellen, diesen dafür umso ausführlicher.

Wie Sie wissen, besteht unser tägliches Arbeiten darin, gute Unternehmen zu finden, die von einem guten Management geführt werden und die wir zu einem guten Preis erwerben können (good business, good people, good price). Wir haben schon viel über Wert und Preis geschrieben, aber was macht eigentlich ein „gutes Unternehmen“ aus? Im Idealfall handelt es sich um einen Marktführer, der einen starken und nachhaltigen Wettbewerbsvorteil besitzt. Das Unternehmen sollte in einem wachsenden Markt tätig und am besten konjunkturunabhängig und wenig kapitalintensiv sein. Denn es ist ein großer Unterschied, ob ein Unternehmen für sein Wachstum viel oder wenig Kapital benötigt.

Wir glauben mit der **Mears Group** so ein Unternehmen gefunden zu haben. Mears ist zu 85% ein „Hausmeister“ im Sozialwohnungsumfeld. Die Firma repariert kaputte Fenster und Türen, verstopfte Leitungen und viele weitere Dinge, die ein typischer Hausmeister zu tun hat.

In UK gibt es insgesamt 5 Mio. Sozialwohnungen, in denen ca. 17 Mio. Mieter (UK gesamt 63 Mio. Einwohner) vergünstigt leben können und deren Eigentümer Städte und Gemeinden sind. Strukturell haben wir es hier mit einem Wachstumsmarkt zu tun, denn diese 5 Mio. Wohnungen sind vollkommen ausgebucht. Die Warteliste an Mietern, die sich für eine Sozialwohnung bewerben, ist sehr lang. Konjunkturunabhängig ist dieser Markt ebenfalls, denn Fenster oder Türen gehen in Boomzeiten genauso oft kaputt wie in einer Rezession.

Mears konnte seinen Marktanteil vom niedrigen einstelligen Bereich auf mittlerweile 14% ausbauen, da sie momentan 700.000 der 5 Mio. Wohnungen unter Vertrag haben. Der Ausbau der Marktanteile wurde nicht erkaufte, denn das Wachstum ging einher mit stabilen Margen und steigender Profitabilität. Da es sich hier um kommunale Auftraggeber handelt, werden deren Anfragen immer öffentlich und preistransparent ausgeschrieben. Somit ist jeder Konkurrent voll informiert und weiß, wie er innerhalb des Wettbewerbs preislich positioniert ist. Dies verleitet in der Regel zu hohen Preiszugeständnissen am Ende eines Bieterprozesses, mit potentiell starkem Druck auf die Profitabilität. Da die Aufträge in der Regel 5-7 Jahre laufen, ist es sehr wichtig, zu Beginn gut zu kalkulieren, denn sonst wird es über die lange Vertragslaufzeit unheimlich schwer Geld zu verdienen. Warum konnte Mears also profitabel wachsen, wohingegen ein Großteil der Konkurrenten Verluste schreibt oder nur wenig profitabel ist?

Bei einer Ausschreibung wird die Qualität der Hausmeisterarbeiten mit 70% gewichtet und der letztlich gebotene Preis „nur“ mit 30%. Mears ist Qualitätsführer, nimmt nur

rentable Aufträge an und kann trotz der Tatsache, dass Mears nicht der günstigste Anbieter ist, Marktanteile gewinnen und profitabel wachsen.

Mears steuert seine Qualität nicht nach der branchenüblichen Stufe „satisfactory“ sondern zielt auf „excellent“ ab (91% der Kunden gaben Mears in 2014 die Note „excellent“). Dies ist auch der Grund, weshalb Mears bestehende Kunden fast nie verliert. Lange Laufzeiten der Verträge und hohe Bestandskundentreue machen das Geschäftsmodell außerdem recht gut planbar.

Bei unserem Besuch in London im Januar war ein zentraler Punkt, wie Mears es schafft, diese Qualitätsstandards zu erreichen. Der bodenständige, kostenbewusste und langjährige CEO hat wie folgt geantwortet: „Es reicht nicht aus, den Mitarbeitern täglich zu sagen, dass Qualität wichtig ist oder nur diese zu bewerten und zu belohnen. Zusätzlich rufen wir sowohl unsere Hausmeister als auch die Kunden regelmäßig an, teilweise kurz nachdem der Auftrag abgearbeitet wurde. Damit bekommt der Mitarbeiter ein sehr zeitnahes Feedback über seine Qualität und wird somit sensibilisiert, dass Qualität oberste Priorität hat“. Bisher hat diese Methodik „excellent“ funktioniert.

Mears ist aus unserer Sicht Marktführer mit einem USP (Wettbewerbsvorteil) in einem konjunkturunabhängigen Wachstumsmarkt, aber wie sieht es mit den Kapitalrenditen und der Frage aus, ob das Unternehmen viel oder wenig Kapital zum Wachsen benötigt? Wenn man sich die Jahre 2007 bis 2014 ansieht, dann ist der operative Jahresüberschuss nach Steuern von 13 Mio. Pfund auf 32 Mio. Pfund gestiegen, in Summe waren es in diesen Jahren 175 Mio. Pfund. Im gleichen Zeitraum lag der freie Cash Flow bei 149 Mio. Pfund, was 85% des Jahresüberschusses entspricht. Ein noch besserer Indikator ist der sogenannte ROCE (Return on Capital Employed), der aussagt, wie effizient eine Gesellschaft mit dem eingesetzten Kapital umgeht. Im Geschäftsjahr 2014 benötigte die Firma lediglich 30 Mio. Pfund gebundenes Kapital um damit 43 Mio. Ergebnis für Zinsen und Steuern zu erwirtschaften. Dies sind sehr gute Werte und deuten auf ein wenig kapitalintensives Geschäft hin. Dies liegt im Geschäftsmodell begründet. Mears besitzt weder Fabriken noch müssen Maschinen finanziert werden, um zu wachsen. Für das Wachstum benötigt Mears als Dienstleister „lediglich“ die richtigen Menschen, die mit einem Werkstattwagen zu Kunden fahren und diese zufrieden stellen. Getreu dem Motto von Mears: „Making people smile!“

Wir haben Mears schon länger auf dem Radar, aber erst als die Aktie mehr als 30% vom Topp verloren hat, haben wir uns für einen Kauf entschieden. Wenn eine Aktie stark fällt, dann stellen wir uns die Frage nach dem - warum - und ob es sich eher um eine temporäre Entwicklung handelt oder ob es strukturell bedingt ist. Mears veröffentlicht quartalsweise, wie viele neue Aufträge mit welchem Gesamtvolumen jeweils gewonnen wurden. Insbesondere in Q3 2014 ist der Aktienkurs um über 10% gefallen, da auf Grund von sehr wenigen Ausschreibungen die neu gewonnenen Aufträge deutlich unter Vorjahr lagen. Im Gespräch mit dem CEO haben wir diese Thematik diskutiert.

Seit 2012 gibt es eine Regelung, dass die Gemeinden aus dem „social housing“ Überschüsse erzielen dürfen, zweckgebunden für den sozialen Wohnungsmarkt. Der Staat möchte die Gemeinden dadurch animieren, neue Sozialwohnungen zu kaufen, weil die Nachfrage immens ist. Viele Gemeinden werden dies tun. Dennoch sind die Ausschreibungen aus dem folgenden Grund gesunken: Läuft ein Vertrag nach 7 Jahren

mit dem Hausmeisterdienstleister aus, muss dieser für die aktuell im Besitz befindlichen Häuser neu ausgeschrieben werden. Dies gilt jedoch nicht für die Häuser, die nach Vertragsabschluss erworben wurden. Da viele Gemeinden planen, neue Häuser zu kaufen, verlängern die Meisten den Vertrag mit dem aktuellen Dienstleister nur um ein Jahr, um dann auch die neu gekauften Wohnungen im Paket mit den Bestandsimmobilien an einen Dienstleister vergeben zu können. Die Verlängerung um ein Jahr ist auch nur einmal zulässig. Dies macht uns recht sicher, dass es zu lediglich einem Jahr Verzögerung kommt, in dem die Ausschreibungen deutlich geringer sind als üblich und es sich nur als ein temporäres Phänomen darstellt. Wir sind zuversichtlich, dass sich der Markt und die Ausschreibungsintensität ab 2016 wieder normalisieren werden.

Neben dem Bereich „Social housing“, der 85% der Umsätze ausmacht, erzielt Mears mit dem „care“-Bereich 15%. Hier pflegt und unterstützt Mears alte Menschen, die nicht in ein Pflegeheim gehen möchten, sondern gerne in den eigenen vier Wänden altern wollen. Bisher unterscheidet sich dieser Bereich vom „social housing“ dahingehend, dass er pro Stunde vergolten wird und nicht über 7 Jahren als Gesamtpaket ausgeschrieben wird. Mears zielt darauf ab zu erreichen, dass der Pflegebereich sich in eine ähnliche Richtung entwickelt wie der Hausbereich. Zwei größere Aufträge wurden bisher gewonnen. Mears ist damit Pionier. Er gilt nun zu beweisen, dass durch langfristige Gesamtpakete die Qualität der Pflege zunimmt und die Effizienz dadurch gesteigert wird. Es gibt gute erste Anzeichen, aber es ist zu früh um eine Aussage zu treffen, ob der „care“-Bereich einmal ähnlich groß werden könnte wie der „social housing“-Bereich.

Nachdem wir die obigen Erkenntnisse erworben und unsere positive Meinung über Mears gebildet hatten, haben wir uns über den Kursrutsch „gefremt“ als uns Mr. Market in einer depressiven Stimmung dieses Qualitätsunternehmens zum „Vorzugspreis“ angeboten hat. Wir haben unsere Position zu einem KGV von rund 11 erworben und erachten dies für ein so cashflow-starkes und qualitativ hochwertiges Unternehmens als zu günstig. Wir sind überzeugt, dass wir es hier mit einer gut geführten und wettbewerbsstarken Firma zu tun haben, die auch in Zukunft gute Wachstumsmöglichkeiten hat.

Wir hoffen, dass Ihnen unsere Quartalsberichte einige nützliche Informationen liefern, um unseren Investmentansatz besser nachvollziehen zu können.

Für Fragen stehen wir 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.