

## Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

### Quartalsbericht zum 31.12.2013

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

im heutigen Quartalsbericht möchten wir Ihnen zwei Titel vorstellen, die jüngst mit wichtigen Meldungen aufwarten konnten. Diese haben das Potential, die Unterbewertung beider Aktien zu verringern (Trigger).

#### **COR&FJA AG**

Können Sie sich noch an den 09. März 2009 erinnern? Dieser Tag markierte den Tiefststand im DAX nach „Lehman“. Seitdem ging es stetig bergauf. Am 11. März 2009 nahm eine weitere schlechte Geschichte ihren Lauf. An diesem Tag haben die Firmen FJA und COR bekannt gegeben, zur **COR&FJA AG** zu fusionieren. Damals lag der Kurs bei 2,55 EUR und fiel anschließend stetig bis auf ein Tief von 0,71 EUR. Man kann die Auswirkungen der Fusion getrost als Katastrophe beschreiben. FJA liefert Standardsoftware für Versicherungskunden, vor allem im Lebensversicherungsbereich und ist hier in Deutschland Marktführer. COR hat sich auf Software für Banken konzentriert. Nach der Fusion ist die Firma vor allem durch Gewinnwarnungen, auf der Basis von viel zu hohen Wachstums- und Margenzielen, negativ aufgefallen. Jeder Restrukturierung folgte die Nächste. Unzählige Managementwechsel sorgten für weitere Verunsicherung seitens der Kunden als auch der Aktionäre. Die Großaktionärin msg systems AG ist ebenfalls ein Standardsoftwareanbieter, hält aktuell rund 49% der Stimmrechte und generiert rund 70% der Umsätze im Versicherungsmarkt. Nachdem der Aufsichtsratsvorsitzende der msg systems im Januar 2013 zum CEO der COR&FJA ernannt wurde, haben wir uns mit der Firma wieder näher beschäftigt. Im Herbst wurde mit dem Verkauf der Banking Aktivitäten die Fusion mehr oder weniger rückgängig gemacht. Wir begrüßen diesen Schritt, sich wieder auf das ursprünglich sehr profitable Kerngeschäft der FJA, nämlich dem Lebensversicherungsbereich, zu konzentrieren. Ein deutliches Kostensenkungsprogramm bestärkt uns in der Ansicht, dass damit die „alte“ FJA wieder auf einem Kostenniveau arbeiten kann, um nachhaltig profitabel zu werden. Einen Tag vor Weihnachten wurde ein Großauftrag gemeldet, wonach die AXA Deutschland die Standardsoftware der FJA für die Verwaltung des Lebensversicherungsbestandes einführt. Dieser Auftrag sollte der FJA eine deutlich verbesserte Auslastung bescheren, zusammen mit einer niedrigeren Kostenbasis besteht eine gute Chance, bis 2015 wieder auf vernünftige Margen von 7-8% zu kommen. Sollte dies erreicht werden, dann sehen wir die Firma bei rund 1,60 EUR als fair bewertet an. Zusätzlich sehen wir die COR&FJA als Übernahmekandidat an. Die schuldenfreie msg systems AG erzielt mehr als 200 Mio. EUR Umsatz sowie ein EBIT von 30 Mio. EUR (It. [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de)). Eine Übernahme der restlichen Aktien sollte somit finanzierbar sein. Die COR&FJA besitzt noch immer Verlustvorträge im dreistelligen Millionenbereich. Diese würden verloren gehen, sofern ein Aktionär vor dem August 2014 auf über 50% der Anteile zukaufte. Auch wenn dies eine reine Spekulation ist, halten wir eine Übernahme nach dem Sommer 2014 durchaus für möglich, denn diese Verlustvorträge

stellen einen erheblichen Wert dar. Dies ist jedoch nicht der Hauptgrund für ein Investment in die COR&FJA, sondern eher die wahrscheinliche Rückkehr zu normalen Margenniveaus mit einer entsprechenden Höherbewertung der Aktie.

### **Ascom Holding AG**

Die Schweizer **Ascom**-Gruppe ist in zwei Geschäftsbereichen aktiv. Der größere Umsatzbeitrag wird aus dem Segment „Wireless Solution“ generiert. Hier bietet Ascom Kommunikationslösungen (Hard- & Software) in kritischen Umgebungen an wie z.B. in Krankenhäusern, Pflegeheimen oder Gefängnissen. Im kleineren Geschäftsfeld „Network Testing“ werden Test- und Optimierungssoftware an die großen Telekomkonzerne geliefert, damit diese ihr Mobilfunknetzwerk analysieren und verbessern können. Die stärkere Durchdringung des neuen Mobilfunkstandards LTE (4G) ist aktuell ein Treiber in diesem Geschäftsfeld. Da die Firma keine Fabrik besitzt, sondern die Hardware im Wireless Bereich fremdfertigen lässt, kann Ascom sehr hohe Kapitalrenditen erwirtschaften sowie hohe freie Cash Flows. In beiden Geschäftsbereichen ist Ascom Marktführer und investiert über dem Marktschnitt liegende 11% vom Umsatz in Forschung & Entwicklung. Nachdem die Gruppe ihre Kosten optimiert hat, hat sich Ascom für die Jahre bis 2015 ein Wachstum von 5-10% p.a. zum Ziel gesetzt mit einer Steigerung der EBITDA Margen auf 17-18%. Hierbei ist zu beachten, dass Ascom auch in den nächsten Jahren cash-unwirksame Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände vornehmen muss, die aus früheren Akquisitionen stammen. Somit erscheint das veröffentlichte EBIT deutlich niedriger, als es tatsächlich ist. Wir glauben, dass die Firma die richtigen Schritte unternommen hat, um die veröffentlichten Margenziele zu erreichen. Allerdings gehen wir für die Ermittlung unseres fairen Wertes aus Sicherheitsgründen von geringeren Margen aus. Auf dieser Basis schätzen wir den fairen Wert auf rund 24 CHF pro Aktie. Unser durchschnittlicher Einstandskurs liegt bei 12,90 CHF. Anfang November hat der Großaktionär Zürcher Kantonalbank sein 26%-Paket, welches für sie nicht von strategischer Natur war, über die Börse platziert. Hiermit wurde die Unsicherheit in der Aktionärsstruktur beseitigt, was aus unserer Sicht die Chancen erhöht, dass nun die Unterbewertung im Zeitablauf behoben wird, sofern die Firma die angestrebten Margenziele erreicht.

Wir hoffen, dass Sie durch diese Beispiele ein besseres Verständnis erhalten, wie wir bei der Analyse von Unternehmen vorgehen.

Wenn Sie über die eine oder andere Aktienposition im „Aktienwerk“ diskutieren möchten, stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen einen guten Start in das Jahr 2014, viel Gesundheit, und uns allen gute Nerven für ein sicherlich spannendes Börsenjahr.

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.