

## **Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds**

### **Quartalsbericht zum 30.06.2016**

---

#### **Brexit – was nun?**

Die meisten Investoren stellen sich aktuell solche oder ähnlich gelagerte Fragen: „Was sollen wir jetzt tun? Müssen wir etwas ändern, in der Denkweise oder bei bestehenden Positionen? Was bedeutet das für die EU, für die Konjunktur bzw. die Wirtschaft und die Börsen im Allgemeinen? Werden noch andere Staaten ein Referendum abhalten? Wird die EU das überleben?“.

Wir haben uns eine andere Frage gestellt: „Hätten wir **Mears** ebenfalls zur größten Position des Fonds gemacht, wenn wir den Ausgang des Referendums vorher gewusst hätten?“ Hier lautet unsere klare Antwort: Ja!

Wir haben Mears gekauft, weil wir sowohl vom konjunkturunabhängigen Geschäftsmodell als auch vom Management und der Kultur überzeugt sind. Wenn wir dazu dieses großartige Unternehmen zu einem (sehr) attraktiven Preis und mit ausreichender Sicherheitsmarge erwerben können, dann tun wir es – unabhängig von politischen Turbulenzen.

Es wird jetzt eine Unzahl an Volkswirten zu Wort kommen, die genau vorhersagen, was der (wahrscheinlich) kommende EU Austritt der Briten für Auswirkungen hat – für Wirtschaft und Börse. Doch wer kann schon wissen, wie 80.000 Legislativakte neu ausgehandelt und zu Papier gebracht werden können? Unserer Meinung nach kann dies niemand adäquat abzuschätzen. Und wer weiß, am Ende kommt es doch anders als alle denken!

Natürlich machen wir uns über alle unsere Firmen Gedanken, inwiefern der Brexit diese möglicherweise negativ tangiert. Bei Mears zum Beispiel sehen wir keinerlei operative Auswirkungen. Kaputte Fenster und regelmäßig zu wartende Gasboiler wird es in England immer geben, innerhalb oder außerhalb der EU. Das sich abwertende Pfund hat zweierlei Einflüsse. Auf der einen Seite könnte sich dies sehr positiv für Mears auswirken. Es ist nicht auszuschließen, dass England durch das schwache Pfund Inflation importiert. Die langlaufenden Verträge von Mears mit Ihren Kunden haben Inflationsanpassungsklauseln. Sollten die Löhne, was in einem Umfeld von erhöhter Arbeitslosigkeit durchaus passieren kann, nicht so stark steigen wie die Inflation, dann hätte dieser Umstand sogar eine positive Wirkung.

Auf der anderen Seite mindert das fallende Pfund allerdings unsere Beteiligung in EUR gerechnet, was uns seit Jahresanfang ca. 12% Währungsverlust beschert hat.

Wir bleiben uns treu und versuchen gute Unternehmen mit einem vertrauensvollen Management zu finden, die wir zu einem günstigen Preis erwerben können. Normalerweise haben politische Börsen kurze Beine. Wenn man sich vor Augen führt, wie lange die Austrittsverhandlungen dauern werden, dann ist es nicht ausgeschlossen, dass diesmal die Beine länger sind.

Gerade in solch unsicheren Zeiten ist Stockpicking wichtiger denn je. Ebenfalls von erhöhter Wichtigkeit ist das Abschätzen bzw. Kennen des fairen Wertes der jeweiligen Unternehmen. Da man selten zum Tiefpunkt kauft, sollte man sich die Frage stellen: „Würde ich den Titel auch dann noch kaufen, wenn er morgen oder nächste Woche 15% oder 20% günstiger zu haben ist“?

Diese Denkweise zwingt einen sich bei folgenden drei Punkten (relativ) sicher zu sein:

1. Ist das Geschäftsmodell nachhaltig und kann das Unternehmen Marktanteile gewinnen?
2. Ist die Margin of Safety groß genug?
3. Hat man Vertrauen in die Seriosität des Managements und die handelnden Personen?

Der dritte Punkt ist dabei von nicht zu unterschätzender Bedeutung und gleichzeitig auch nicht trivial.

Wir möchten nochmal auf Mears zurückkommen und Ihnen erläutern, warum wir auch hinter Punkt drei einen „Haken“ machen können.

Wir hatten im März wieder die Gelegenheit David Miles, den CEO von Mears, in London zu treffen. Wir möchten nachfolgend ein paar seiner Aussagen wiedergeben, die uns einen vertieften Einblick in seine Denkweise und die Kultur von Mears verschafft haben:

„We are a service company. Service is coming first. When we got a job to do at 9am, we have to be there 5 minutes before 9am. When the customer is happy, we will see the financial rewards following.“

Mears stellt den Kunden und ihre Dienstleistung an erste Stelle. Wenn der Kunde zufrieden ist, dann wird sich der finanzielle Erfolg „automatisch“ einstellen. Mit dieser Denkweise konnte Mears 2015 ein Rekordjahr an neuen Aufträgen für den Bereich Social Housing erzielen, darunter auch den größten Einzelauftrag in der Geschichte. Das Schöne an diesem Geschäftsmodell ist, dass diese Aufträge i.d.R. 5-7 Jahre laufen und somit eine gute Planbarkeit für das Gesamtunternehmensergebnis entsteht. Außerdem konnten sie einen

größeren Auftrag zurückgewinnen, den sie vor einigen Jahren an einen Konkurrenten verloren hatten, der sehr preisaggressiv in die Ausschreibung gegangen ist. Nachdem dieser Konkurrent weder die Qualität liefern noch Geld verdienen konnte, waren sowohl Mears, der Kunde als auch der Konkurrent froh, dass Mears hier wieder am Ruder sitzt.

Mears hat darüber hinaus im Juni 2015 einen nicht profitablen Konkurrenten im Pflegebereich zu einem sehr günstigen Preis akquiriert. Es war klar, dass Mears auf Grund dieser Übernahme erhebliche Restrukturierungskosten buchen musste, um die Firma wieder profitabel zu machen. Üblicherweise werden diese einmaligen Kosten bereinigt, was in diesem Fall auch fair wäre. Es wäre ein Leichtes gewesen, diese Sonderkosten bilanziell als „Einmalig“ zu deklarieren. Mears hat dies allerdings nicht gemacht.

Dies erscheint doppelt in einem positiven Licht, wenn man bedenkt, dass 80% der Boni für David vom bereinigten Ergebniswachstum abhängt. Er hat sich mit dieser Vorgehensweise kurzfristig selber geschadet, weil sein Bonus dadurch komplett gestrichen wurde. Als ich ihn darauf ansprach, erwiderte er: „We did not perform in 2015 as expected, so I did not deserve a bonus anyway.“

Wir schätzen Vorstände sehr, die sowohl ehrlich als auch kritisch mit sich selbst sind und nicht ihren Bonus vor den Interessen der anderen Aktionäre stellen. Man sieht auch hier seine langfristige Denkweise.

Hinzufügend zum Thema „keine Berücksichtigung der Restrukturierungskosten“ sagte er: „Costs are costs, I want to be fair. This is my first big job, I want it to be my last big job.“

Diesen Satz finden wir gewichtig. Er unterstreicht, dass David sich für den Rest seines Berufslebens an Mears gebunden fühlt. Was würden CEO's anders machen, wenn sie wüssten, dass sie ihren jetzigen Job nicht wechseln dürften und ihn bis zum Ende ihrer Karriere ausüben müssten? Sie würden sicherlich nicht versuchen, die nächsten Quartale zu managen oder für kurzfristige Gewinnoptimierung sorgen. Sie würden auch keine überbewerteten Megaübernahmen tätigen, die kurzfristig ihr Gehalt nach oben treiben, aber langfristig dem Unternehmen schaden. Sie würden sich viel stärker damit auseinandersetzen, die Wettbewerbsvorteile der jeweiligen Unternehmen zu verbessern, den Schutzgraben weiter zu ziehen, langfristig zu denken und seriös und ehrlich mit den Stakeholdern zu kommunizieren. Genau dies macht David Miles.

Wir hoffen und wünschen uns, dass David Mears noch sehr sehr lange als CEO erhalten bleibt. Wir haben sehr viel Vertrauen in seine Führungsqualitäten.

Wir sind überzeugt, dass dieser CEO mit seiner speziellen Kultur ein starkes Fundament bildet, um mit Mears eine langfristige Erfolgsgeschichte zu schreiben.

Unser Freund aus Omaha sagte einmal: „Unsicherheit ist der Feind des kurzfristig denkenden, aber der Freund des langfristig denkenden Investors.“

Lasst uns langfristig denken!

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.