

Fortezza Finanz - Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.03.2022

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht möchten wir das Thema Value vs. Growth mit Inflation, Zinsen, Qualität und Preissetzungsmacht näher beleuchten und auf zwei Unternehmen aus unserem Portfolio näher eingehen, die von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren sollten.

Value vs. Growth / Inflation, Zinsen, Qualität und Preissetzungsmacht

In den letzten Monaten gab es am Aktienmarkt aus wirtschaftlicher Sicht zwei Themen, die im Mittelpunkt standen: Eine Rotation von Growth- zu Value-Aktien und steigende Inflationszahlen in Verbindung mit ansteigenden Zinsen. Hat sich dadurch etwas an unserem Investmentansatz geändert?

NEIN, denn für uns gibt es keinen Unterschied zwischen Value- und Growth-Aktien. Für uns ist alles was wir kaufen Value. Wenn wir ein Unternehmen analysieren, dann geht es im ersten Schritt darum, das Geschäftsmodell so gut wie möglich zu verstehen. Hat es spezifische Wettbewerbsvorteile, sind die langfristigen Aussichten gut, gibt es wenig disruptive Risiken und wird das Unternehmen von einem seriösen Management geführt? Wenn das der Fall ist und wir uns ein klares Bild von den langfristigen Entwicklungsmöglichkeiten erarbeitet haben, steht die Berechnung des fairen Wertes im Mittelpunkt unsere Analyse. Egal, ob das Unternehmen strukturell eher geringe Wachstumsraten aufweist und damit im derzeitigen Sprachgebrauch dem Value-Segment zugeordnet wird, oder hohe Wachstumsraten erzielen kann und damit dem Growth-Lager zuzuordnen ist, in beiden Fällen wird von uns ein fairer Wert geschätzt und mit dem aktuellen Aktienkurs verglichen. Je höher der Abschlag zum inneren Wert ausfällt, desto größer ist unsere Sicherheitsmarge und entsprechend das Kurspotential.

Warren Buffett hat dies in seinem Aktionärsbrief aus dem Jahr 1992 trefflich beschrieben:

„Die meisten Analysten meinen, zwischen zwei Ansätzen wählen zu müssen, die üblicherweise als gegensätzlich angesehen werden: „Value“ und „Growth“. Tatsächlich

betrachten viele Anlageexperten jede Vermischung der beiden Begriffe als eine Art intellektuellen Stilbruch.

Wir betrachten das als unscharfes Denken (mit dem ich mich zugegebenermaßen vor einigen Jahren beschäftigt habe). Beide Ansätze sind unserer Meinung nach an der Hüfte verbunden: Wachstum ist immer eine Komponente in der Berechnung des Wertes. Sie bildet eine Variable, deren Bedeutung vernachlässigbar bis enorm sein kann und deren Auswirkungen sowohl negativ als auch positiv sein können.“

Im aktuellen inflationären Umfeld gewinnen zwei Punkte, die wir grundsätzlich nie außer Acht lassen, wieder verstärkt an Bedeutung. Die Qualität und die Preissetzungsmacht unserer Portfoliounternehmen. Wir versuchen allgemein gesprochen in Unternehmen zu investieren, die in der Lage sind, hohe Kapitalrenditen (ROCE) zu erwirtschaften. Firmen die nachhaltig hohe Kapitalrenditen erzielen können, sind für uns der Inbegriff von qualitativ hochwertigen Unternehmen. Ein hoher ROCE zeigt, dass die Firma Wettbewerbsvorteile besitzt und in der Regel in der Lage ist, steigende Material- und Lohnkosten mittels Preiserhöhungen an ihre Kunden weiter zu geben. Wir finden diese bei den „klassischen“ Value-Unternehmen, aber auch bei Firmen die eher dem Growth-Segment zuzuordnen sind. Die letztgenannten sind in der jüngsten Vergangenheit teilweise stark unter die Räder gekommen. Wir finden teilweise zu Unrecht, da die Bewertungen mittlerweile bei einigen Titeln im sehr attraktiven Bereich liegen. Bei diesen Firmen handelt es sich oft um Software-Unternehmen, die strukturell deutlich zweistellige Wachstumsraten erzielen können. Meist sind deren Kunden äußerst treu, da sich durch den Einsatz von Software Effizienzen und Kosteneinsparungen erzielen lassen. Diesen Unternehmen gelingt es in der Regel etwas einfacher, Preiserhöhungen durchzusetzen.

Zusammenfassend versuchen wir in Unternehmen investiert zu sein, die eine hohe Qualität und Preissetzungsmacht haben und die möglichst weit unter ihrem fairen Wert notieren. Dies gilt sowohl in Zeiten hoher Inflation als auch in Zeiten, in der Inflation kein Thema ist. Momentan bietet uns der Aktienmarkt eine Vielzahl solcher Möglichkeiten. Wir haben sozusagen die Qual der Wahl.

Kommen wir nun zu zwei Unternehmen aus unserem Portfolio, die von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren sollten - Mintra und Brunel. Diese gehören inzwischen zu den 10 größten Positionen unseres Fonds.

Mintra

Mintra gehört zu den Marktführern bei Personaleinsatz-Software, speziell für die maritime Industrie. So können mit Hilfe dieser Software alle komplexen Vorgänge im Zusammenhang mit den ständig wechselnden Crew-Mitgliedern auf einem Schiff gemanagt werden. Darüber hinaus müssen alle Mitarbeiter auf hoher See regelmäßig Schulungen durchlaufen. Aus diesem Grund bietet Mintra auch ein komplettes E-Learning Angebot an, auf das die Crew auch auf See zugreifen kann. Beide Umsatzströme generieren hohe wiederkehrende Umsätze. In den letzten beiden Jahren war Mintra durch Corona belastet. Dieser Gegenwind sollte nun von Quartal zu Quartal geringer werden. Durch die hohen Rohstoffpreise von Öl und Gas, sollte die Explorationstätigkeit wieder stark zunehmen. In der Vergangenheit war ein klarer Zusammenhang zwischen hohen Ölpreisen und einem anziehenden Geschäft bei Mintra zu sehen.

Die Gesellschaft ist schuldenfrei und erreichte im eher schwachen Jahr 2021 eine bereinigte EBIT-Marge von rund 17 %. Da vor allem die wachsenden E-Learning-Umsätze „1 zu 1“ ins EBIT fließen, sollte die langfristige EBIT-Marge im Bereich von 25-30 % zu liegen kommen. Wir sehen die Gesellschaft im Bereich von NOK 7 pro Aktie als fair bewertet an, woraus sich ein Kurspotential von um die 100 % errechnet.

Ein neuer Großaktionär sieht das wohl ähnlich. Als der Aktienkurs Anfang März noch unter NOK 3 lag, bekam Mintra einen neuen Großaktionär. Dieser erwarb ein Aktienpaket von knapp 40 % zu einem Preis von NOK 3,75. Dies bedeutete einen Aufschlag von gut 30 % zum Aktienkurs vor Bekanntgabe.

Brunel

Brunel ist mit über 12.000 Mitarbeitern ein führender Ingenieursdienstleister. Brunel hilft seinen Kunden die richtigen Ingenieure für deren Projekte zu finden und als Arbeitnehmerüberlassung zu koordinieren. 50 % aller Umsätze entfallen auf Kunden aus dem Bereich Öl, Gas und Rohstoffe. In den letzten Jahren musste ein neues Management die zu hohen Verwaltungskosten in den Griff bekommen und die Firma wieder auf einen operativen Wachstumspfad zurückführen. Mit einer erreichten EBIT-Marge von über 5 % konnten erste Erfolge und die beste Marge seit 2015 erzielt werden. Die Gesellschaft verfügt

über rund EUR 100 Mio. Cash, welches für Akquisitionen verwendet werden soll. Ende letzten Jahren wurde eine Firma mit dem Fokus auf erneuerbare Energien übernommen, die dieses Jahr gut 6 % zum Umsatzwachstum beitragen wird. Wir sehen die Gesellschaft nun viel schlanker und kostentechnisch besser aufgestellt. Die stark gestiegenen Rohstoffpreise sollten in den nächsten Jahren starken Rückenwind für das organische Wachstum bewirken und entsprechende Skaleneffekte zu einem Anstieg der operativen Marge führen. Durch das Wachstum sollte es der Gesellschaft gelingen, die EBIT-Marge auf 6 - 7 % zu steigern. Auf dieser Basis sehen wir die Aktie mit etwas über EUR 20 als fair bewertet an.

Wir hoffen, Ihnen mit unserem Quartalsbericht einen tieferen Einblick und ein besseres Verständnis für die Einschätzung einzelner Fondspositionen geliefert zu haben.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Fondsmanager

Berater (Research)

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 ausschließlich der Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie die Halbjahres- und Jahresberichte. Eine aktuelle Version der vorgenannten Dokumente ist kostenlos in deutscher Sprache am Sitz der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxemburg, sowie auf der Homepage (www.ipconcept.com), der Zahlstelle DZ PRIVATBANK S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxemburg und der deutschen Vertriebsstelle Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg, erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sind dem Verkaufsprospekt zu entnehmen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Disclaimer: Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation ("KI") im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich die unten genannte Vertriebsstelle als Verfasser verantwortlich. Diese "KI" wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese "KI" begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese "KI" ist nur

für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser "KI", eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die vorliegende "KI" ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Herausgeber: Die Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg, besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die Fortezza Finanz AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der "KI" oder Teilen hiervon entstehen.

Abkürzungsverzeichnis

DCF	Discounted Cash-Flow
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
Enterprise Value	Marktkapitalisierung + Nettoverschuldung / - Nettoliquidität
EV/EBIT	Enterprise Value im Verhältnis zum EBIT
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
M&A	Mergers & Acquisitions
ROCE	Return on Capital Employed, auch Kapitalrendite genannt (<i>EBIT</i> im Verhältnis zu <i>Working Capital+Operatives Anlagevermögen</i>)