

Fortezza Finanz - Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.12.2019

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen wieder zwei Unternehmen aus unserem Portfolio näher vorstellen und beim erstgenannten auf die jüngste Entwicklung näher eingehen.

Opus – ein fairer Deal?

„Ich muss zum TÜV!“ Wer kennt das nicht? Für einen privat meist ein etwas lästiger Vorgang, aber aus guten Gründen ein größtenteils reguliertes Geschäft – und vor allem ein sehr profitables für die „TÜV-Gesellschaften“. Opus ist das schwedische Pendant dazu. Stabilität, hohe Kapitalrenditen und planbare Cashflows zeichnen dieses Geschäft aus. Opus erzielt einen Umsatz in Höhe rund EUR 270 Mio. und betreibt Inspektionsstätten in Schweden, den USA, Südamerika und Asien. Konkurrenten sind Dekra, TÜV und die börsennotierte Applus+.

Als wir bei einem Screening-Prozess auf Opus gestoßen sind, war das sehr attraktive Geschäftsmodell offensichtlich. Allerdings waren Profitabilität und Cashflow durch einige Sonderthemen verzerrt. Wir haben einige Stunden und zwei Gespräche mit dem Management benötigt, um klarer zu sehen. Danach hatten wir ein gutes Gefühl dafür, warum die Aktie für so ein attraktives Geschäftsmodell so günstig bewertet war.

Opus ist über eine Akquisition in den argentinischen Inspektionsmarkt eingestiegen. Das Geschäft ist trotz Hyperinflation operativ profitabel, da die Preise für eine Autountersuchung an die Inflation gekoppelt sind. Die von der Mutter an die argentinische Tochter ausgereichten Darlehen führen im Finanzergebnis des Konzerns zu hohen negativen Effekten auf Grund des Kursverlustes im Devisenkurs. Dadurch kommen die positiven operativen Ergebnisse in der Konzernrechnung „unten“ im Jahresüberschuss nicht an. Dieser Effekt ist allerdings nicht cash-wirksam und muss deshalb bereinigt werden.

Ein anderer Aspekt war allerdings noch wichtiger. Opus wurde kritisiert, dass die Cashflows nicht hoch genug waren. Dafür gab es allerdings einen guten Grund. Opus betreibt nicht nur Inspektionswerkstätten, sie stellen auch die dafür benötigten Testanlagen inkl. Software her. In einigen US-Bundesstaaten dürfen auch kleinere Werkstätten (mom-and-pop-shops) eine Inspektion durchführen. Viele dieser Werkstätten können sich die Kapitalausgabe für solche

Anlagen nicht leisten oder sind sich unsicher wie hoch die tatsächliche Nachfrage sein wird. Opus bietet diesen familiengeführten Werkstätten die Möglichkeit, die Anlagen einschließlich Wartung zu mieten (EaaS – Equipment as a Service). Dieses wiederkehrende Geschäft ist den letzten Jahren stark gewachsen, erforderte allerdings hohe Capex (Investitionsausgaben) für Opus. Die Kapitalrenditen sind beachtlich und liegen bei rund 50%. Aus diesem Grund war der freie Cashflow unterdurchschnittlich. Wenn man Kapital mit einer Verzinsung von 50% allokalieren kann, dann finden wir das sehr attraktiv und ganz und gar nicht kritikwürdig. In den USA ist das Marktpotential mittlerweile mehr oder weniger ausgeschöpft. Daher werden die Investitionen in Zukunft deutlich zurückgehen, die Mieterträge bleiben, so dass die freien Cashflows ansteigen. Opus will den Erfolg dieses Geschäftszweiges nun auf die Philippinen übertragen. Hier geht man eine Kooperation mit einer lokalen Leasinggesellschaft ein, wodurch Opus kein zusätzliches Kapital benötigen wird. Einen Teil der Marge gibt man dafür an die kapitalgebende Leasinggesellschaft ab. Das Modell ist daher noch attraktiver als die 50% Marge in den USA, da kein Kapitalbedarf besteht.

Wenn man diese Effekte berücksichtigt, dann haben wir Opus zu einem EV/EBIT von gut 8 erworben – aus unserer Sicht viel zu günstig für so ein attraktives Geschäftsmodell. Das sah das Management wohl ähnlich. Der CEO, der gut 7% der Anteile besitzt, hat sich mit einem Private Equity Investor verbündet und Anfang Dezember den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreitet – für SEK 7,75 pro Aktie. Dieser Aufschlag von gut 30% auf den letzten Kurs vor der Übernahmebekanntgabe liegt noch immer deutlich unter unserem fairen Wert. Kurz vor Weihnachten wurde das Angebot auf SEK 8,50 erhöht. Auch dieser Preis liegt aus unserer Sicht noch deutlich unter dem fairen Wert der Gesellschaft.

Die Angebotsfrist läuft bis Mitte Januar. Wir werden uns alle Optionen bis dahin offenhalten. Wir betrachten das Angebot mit einem lachenden und einem weinenden Auge! Das lachende Auge freut sich zwar über den kurzfristig erfolgten 40%igen Kursanstieg. Das weinende Auge überwiegt aber aktuell, da das langfristig hohe Potential der Firma (wahrscheinlich) durch die Private Equity Gesellschaft gehoben wird.

Muehlhan – kommt das Beste erst noch?

Muehlhan's Geschäft ist ziemlich unsexy. Die Gesellschaft beschichtet z.B. Windkraftanlagen oder Schiffe gegen Korrosion und trägt passiven Brandschutz auf Gebäude oder diverse Industrieanlagen auf. Klassisches Projektgeschäft, welches aus unserer Sicht ein gutes Projektcontrolling und einen klaren Fokus auf „Ertrag vor Umsatz“ erfordert. Der aktuelle CEO kam 2011 zur Gesellschaft und fand beides nicht vor – die EBIT-Marge lag 2010 bei schwachen 1,4%! Durch einige operative Veränderungen konnte die Gesellschaft bis 2015 eine Stabilisierungsphase vollziehen. Seitdem erzielte Muehlhan ein attraktives Umsatzwachstum!

Was aber viel wichtiger ist: die Marge konnte von 2% auf gute 4% verdoppelt werden! 2018 blieben gut EUR 10 Mio. EBIT „hängen“, was zu einem Anstieg der Kapitalrendite von rund 10% auf gut 16% führte.

Im Sommer 2016 konnten wir den ersten Teil unserer Muehlhan-Beteiligung erwerben, als ein langjähriger Private Equity Investor seine Aktien mit einem großen Discount bei EUR 1,20 pro Aktie platziert hat. Auch das Management und viele leitende Angestellte nahmen an dieser Transaktion teil. Heute hält die Gründerfamilie mehr als 50%, leitende Angestellte und Management deutlich mehr als 10% der Aktien.

Das bestehende Management hat in den letzten Jahren einen guten Job gemacht, vor allem was die Profitabilität angeht. Wenn man kritisch sein möchte, dann kann man die derzeit noch recht niedrigen Kapitalrenditen näher betrachten. Wir treffen den CEO in der Regel einmal pro Jahr in Hamburg zu einem Austausch. Beim letzten Mal haben wir lange über das Thema Kapitalrenditen diskutiert. Der CEO hat diesen Umstand inzwischen auch für sich erkannt und ist gerade dabei, die Incentivierung weg von der reinen Profitabilität hin auf die Kapitalrendite zu lenken. Ob und wie gut das funktionieren wird, steht zwar noch in den Sternen, allerdings finden wir diese Änderung sehr positiv und haben den CEO dabei bestärkt, diesen Weg zu gehen. Menschen tun das, wonach sie incentiviert werden! Nach unserer Erfahrung hat es positive Auswirkungen auf die Unternehmen und deren Aktienkurs, wenn eine Gesellschaft den ROCE in den Mittelpunkt stellt und optimiert.

Im konjunkturell schwierigen Geschäftsjahr 2019 hat sich Muehlhan bisher sehr gut geschlagen. In den ersten drei Quartalen konnte ein Umsatzanstieg um 10% auf EUR 218 Mio. erzielt werden. Das EBIT stieg überproportional von EUR 6,8 Mio. auf EUR 8,6 Mio. Die Gesellschaft prognostiziert für das Gesamtjahr 2019 einen Anstieg auf gut EUR 11 Mio., was eine Steigerung gegenüber dem Jahr 2018 von gut EUR 1 Mio. entspricht. Nachdem die ersten drei Quartale bereits EUR 1,8 Mio. besser waren, sehen wir diese Prognose als recht konservativ an.

Bei einem aktuellen EV/EBIT von etwas über 8 und einem KGV von unter 11 ist die Firma aus unserer Sicht immer noch deutlich unterbewertet. Wenn die Umstellung der Incentivierung Früchte tragen sollte, dann stünde der Muehlhan-Aktie mit hoher Wahrscheinlichkeit das Beste in der Tat noch bevor.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen zwei Beispielen wieder ein besseres Verständnis von unserer Aktienselektion geliefert zu haben und freuen uns, wenn Sie uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken.

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 Berichte. 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, Luxembourg, sowie auf der Homepage (www.ipconcept.com) 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.