

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

Nemetschek AG

Im Mai 2010 war Nemetschek als Europas führender Softwareanbieter für Architekten, Ingenieure und die Bauindustrie bereits das Thema unseres monatlichen Investmentberichts. Als wir im Krisenjahr 2009 unsere ersten Aktien kauften, galten die Wachstumsaussichten der Branche als verhalten und die Ertragskraft von Nemetschek als durchschnittlich. Das Jahr endete mit folgenden Zahlen (in Mio. Euro):

Umsatz	EAT	EBITA	OCF	CCR	ROI
136	13	28	23	82%	18%

Auf dem Ergebnis nach Steuern (EAT) lasteten die alljährlichen Kaufpreisabschreibungen und Zinszahlungen aus einer im Jahr 2007 vollzogenen Übernahme. Das operative Ergebnis vor Kaufpreisanpassung (EBITA) wies mit 28 Mio. Euro allerdings auf eine höhere, innere Ertragskraft hin. Sowohl der operative Cashflow (OCF) als auch die gute Cash Conversion Rate (CCR) verdeutlichten, dass es Nemetschek gelang, den Ertrag in freie Zahlungsströme zu verwandeln. Hierfür bildeten wiederkehrende Lizenz- und Serviceeinnahmen sowie eine geringe Kapitalbindung die Basis. Die Kapitalrentabilität (ROI) von 18% rechtfertigte eine wesentlich höhere Börsenbewertung als wir sie seinerzeit mit nur 80 Mio. Euro vorfanden.

In den nachfolgenden Jahren konnte Nemetschek seine Marktführerschaft in einer boo-

menden Baubranche festigen. Das Jahr 2013 endete mit folgenden Zahlen (in Mio. Euro):

Umsatz	EAT	EBITA	OCF	CCR	ROI
186	25	42	40	95%	29%

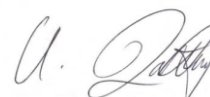
Während der Umsatz um durchschnittlich 8% auf 186 Mio. Euro zunahm, verbesserten sich die Ertrags- und Rentabilitätskennzahlen dank der kosteneffizienten Skalierbarkeit des Geschäftsmodells überproportional. Wir begleiteten diese Entwicklung unbeirrt von einigen Vorstandswechseln bis Anfang 2014 mit einer Fondsallokation von 2-3%. Dann begann der Kapitalmarkt, berauscht vom Niedrigzinsumfeld und den ersten Übernahmen, die Nemetschek mit einer mittlerweile aufgebauten Nettoliquidität von 50 Mio. Euro in Angriff nahm, den Aktienkurs zu vervielfachen. Der Börsenwert erreichte erst 500, dann fast 800 Mio. Euro. Während im Jahr 2009 die Erwartungen, die Nemetschek zu erfüllen hatte, niedrig und die Analysten ängstlich in ihrer Meinung waren, sind die Erwartungen heute gewaltig. Die Mehrheit der Analysten spricht das Votum „Buy“ aus und verschiedene Banken sind für angelsächsische Kunden händelnd auf der Suche nach Aktien.

Wir nutzten die euphorische Börsenstimmung, die der operativen Entwicklung deutlich vorausgeeilt zu sein scheint, und veräußerten unsere Aktien nahezu vollständig. Sollten sich die Verhältnisse wieder umkehren, können wir uns vorstellen, das Kapital unserer Investoren erneut in Nemetschek anzulegen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky