

GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL

SMALL CAPS. GREAT VALUE.

Letter to Partners #2

Q4 2018 (01.10.2018 – 31.12.2018)

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

wir hoffen, dass Sie entspannte sowie erholsame Feiertage genießen konnten und wünschen Ihnen ein glückliches, gesundes und erfülltes Jahr 2019. Wir sind sehr dankbar für die Möglichkeit in 2019, weiterhin gemeinsam mit Ihnen unseren langfristigen Ansatz verfolgen zu können.

Wie Sie bereits wissen, ist Anfang Juli 2018 die Seeder Tranche (-S-) und Anfang September 2018 die Retail Tranche (-R-) unseres Fonds gestartet. Anfang dieses Jahres konnten wir einen weiteren wichtigen Meilenstein erreichen. Dank einer Weiterempfehlung aus dem bestehenden Investorenkreis ist am 2. Januar 2019 die **Institutionelle Tranche (-I-) gestartet**.

Den Start unseres Fonds können wir rückblickend als vollen Erfolg bezeichnen. Das Fachmagazin Citywire hat unseren Fonds in einem kürzlich erschienenen [Artikel](#) auf **Platz 1 von 121 Fonds** im Zeitraum September – November 2018 in der Kategorie Aktien – Europa (Small & Mid Cap) ausgezeichnet.

Die Performance der jeweiligen Tranchen dürfen wir aus regulatorischen Gründen erst nach 12 Monaten veröffentlichen. Daher verweisen wir an dieser Stelle auf die Links am Ende von Seite 2. Über diese können Sie jeweils die aktuelle Performance für das laufende Jahr sowie die Performance seit Auflage abrufen.

Wir möchten Sie darauf hinweisen, dass die -S- Tranche (WKN: A2JF8Z) Ende September für Investments von Neuinvestoren geschlossen wurde. Bestehende Seed-Investoren können weiterhin ab einem Mindestbetrag von EUR 10.000 neue Anteile der Tranche erwerben. Bitte geben Sie uns Bescheid, wenn Sie eine Erhöhung Ihres Investments planen, damit wir in kurzer Abstimmung die Durchführung ermöglichen können.

Die -R- Tranche (WKN: A2JQHQ) ist weiterhin ohne Ausgabeaufschlag und ohne Mindestanlagevolumen verfügbar. In die -I- Tranche (WKN: A2N811) kann aktuell ab einem Mindestanlagevolumen von EUR 200.000 investiert werden. Insgesamt verfügt unser Fonds zum Jahresanfang über ein Volumen von ca. EUR 6,7 Mio.

Viel wichtiger als die kurzfristige Performance ist uns, dass wir ein Portfolio aus Werten zusammenstellen, welche wir zu einem hohen Abschlag zum fairen Wert kaufen konnten. Wir sind überzeugt, dass die Titel, die wir bereits gefunden und im Fonds aufgenommen haben, dieses Kriterium voll erfüllen. Nachfolgend finden Sie die Top 10 Positionen zum 31. Dezember 2018 mit Gewichtung:

1	Character Group	8,1%	6	McKesson Europe	4,5%
2	Francotyp-Postalia	7,3%	7	JPJ Group	4,3%
3	7C Solarparken	5,5%	8	French Connection	3,8%
4	Walker Greenbank	4,9%	9	Volvere	3,7%
5	Telepizza	4,5%	10	DO & CO	3,3%

Stand: 31.12.2018.

Zum Ende des Jahres waren wir in sechs verschiedenen Branchen investiert. Wie erwartet und passend zu unserem Credo „easy ones“ sind besonders die Branchen Konsumgüter (29,4%) und Industrie (15,5%) vertreten. Geografisch betrachtet sind zurzeit Unternehmen aus sechs Ländern vertreten. Hierbei sind Deutschland (27,5%) und Großbritannien (26,7%) am stärksten repräsentiert.

Unsere Investitionsquote, zum 31. Dezember 2018, liegt bei 66%. Das Portfolio besteht aus 17 sorgfältig ausgewählten Einzeltiteln. Unser sehr selektives und konservatives Vorgehen hat sich im zweiten Halbjahr, wie in der Performance reflektiert, ausgezahlt. Allerdings liegen wir aktuell noch hinter unserem kommunizierten Ziel von 20-30 Einzeltiteln.

Selbstverständlich haben wir im vergangenen Quartal weiter höchst intensiv nach neuen Möglichkeiten Ausschau gehalten. Drei neue Titel haben wir in unser Portfolio aufgenommen. Zudem haben wir das schwache Marktumfeld genutzt, um selektiv bei bestehenden Positionen weitere Aktien zu kaufen. Daneben haben wir zwei Positionen liquidiert.

Dank der teilweise stark gesunkenen Aktienkurse in Europa im abgelaufenen Halbjahr – die Aktien vieler Nebenwerte sind besonders stark unter Druck gekommen – haben wir aktuell noch mehr spannende mögliche Investments auf unserer Watchlist als noch zur Mitte letzten Jahres. Dank unseres langfristigen Ansatzes sind wir in der Lage, die aktuelle **Volatilität als Chance** und nicht als Risiko zu sehen.

„Only those who will be sellers of equities in the near future should be happy at seeing stocks rise. Prospective purchasers should much prefer sinking prices.“ – Warren Buffett

Unsere oberste Priorität für das erste Quartal 2019 besteht daher, neben dem Begleiten und ggf. Neubewerten bestehender Investments, darin, unser Portfolio weiter zu diversifizieren. Hierbei werden wir im Hinblick auf bestehende Risikofaktoren, wie bspw. Brexit oder den anhaltenden Handelskrieg zwischen den USA und China, weiterhin sehr konservativ und selektiv agieren. Dennoch sind wir überzeugt, dass das aktuelle Marktumfeld, welches vor allem auch von den Emotionen seiner Marktteilnehmer getrieben wird, äußerst interessante Opportunitäten aufwirft.

Im November haben wir, wie im Vorjahr, am Deutschen Eigenkapitalforum teilgenommen. Hier haben wir u.a. Francotyp-Postalia und DO & CO (siehe Case Studies im Letter to Partners #1) erneut getroffen. Um uns ein noch besseres Bild von den digitalen Produkten machen zu können, werden wir Ende Januar am Investorentag von Francotyp-Postalia in Berlin teilnehmen.

Neben dem Durchwälzen von Geschäftsberichten und den direkten Gesprächen mit Unternehmen sind auch **Field-Trips und Site-Visits**, also Besuche bei den Firmen vor Ort, ein wichtiger Bestandteil unseres Investmentansatzes. Im Januar werden wir einen zweitägigen Trip nach London unternehmen, um die Geschäftsführung von drei unserer Investments in Großbritannien zu treffen. Lesen sie mehr dazu in der folgenden **Case Study** zur Character Group.

Abschließend möchten wir Sie noch einladen, uns auf unserer neuen [Webseite](#) zu besuchen.

Weitere Informationen zum Fonds finden Sie wie gewohnt auch unter den folgenden Links:

[-S- Tranche](#) / [-R- Tranche](#) / [-I- Tranche](#)

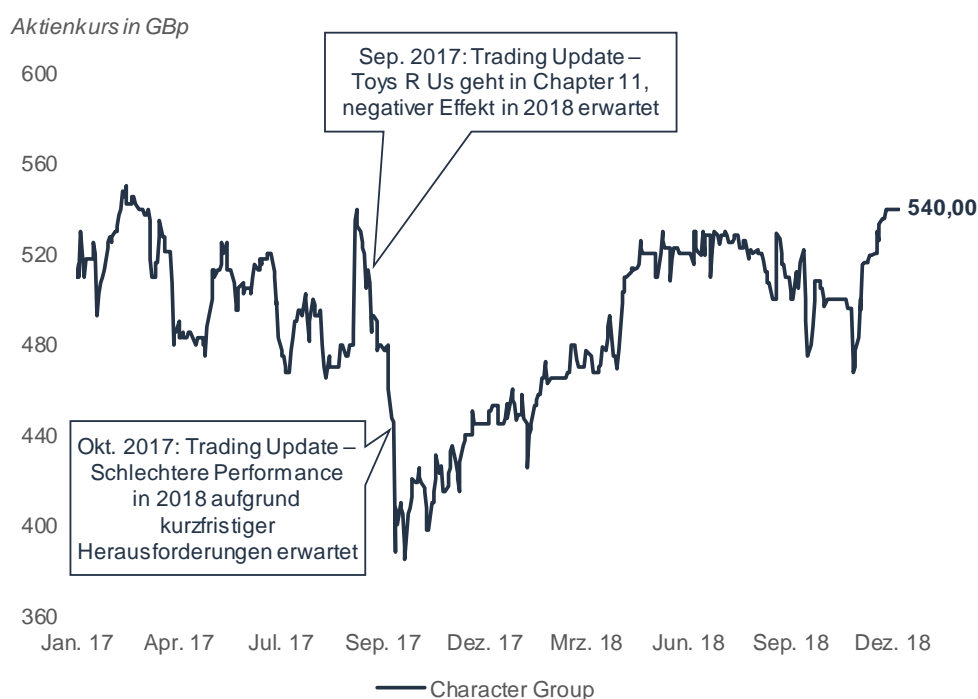
Character Group | Ein Edelstein in der Spielzeugkiste

Character Group ist ein Spielzeugunternehmen mit Sitz in Großbritannien. Die Wertschöpfungskette besteht aus Design, Entwicklung und Distribution von Spielsachen, Gesellschaftsspielen und Geschenken.

Global wird der Spielzeugmarkt von den „Big 3“ dominiert. Die Produkte sind Ihnen mit Sicherheit noch vom Weihnachtsshopping oder aus der eigenen Kindheit vertraut. Mattel spricht die Fantasie von Kindern mit Barbie, Polly Pocket und Hot Wheels an. Hasbro ist u.a. bekannt für die Transformers, Monopoly und Nerf. Und an dritter Stelle folgt dann Lego.

Im Vergleich zu diesen Giganten ist Character ein fokussierter Nischen-Spieler. Das Unternehmen ist zwar insgesamt die #4 im Spielzeugmarkt in Großbritannien, jedoch Marktführer im Vorschulsegment. Die engen und langfristigen Beziehungen zu den Besitzern der Spielzeug IP-Rechte sind seit Jahren die Anleitung zum nachhaltigen Erfolg.

Nach der Ankündigung der Insolvenz von Toys R Us, dem weltweit größten Einzelhändler im Spielzeugmarkt und einem wichtigen Kunden, im September 2017 ist Characters Aktienkurs, wie der anderer Spielzeughersteller, unter Druck gekommen (siehe Chart unten).



Quelle: The Character Group Plc. Stand: 31.12.2018.

Wie Sie bereits aus unserem ersten Letter to Partners (Stichwort DO & CO) erfahren haben, schauen wir gerne genauer hin, wenn es vermeintlich kurzfristige Schwierigkeiten gibt. Im Folgenden werden wir unser Vorgehen in solchen Fällen genauer beschreiben.

Zuerst versuchen wir herauszufinden, ob es sich bei der Situation vornehmlich um vorübergehende Schwierigkeiten oder um strukturelle Änderungen handelt. Dazu haben wir unter anderem mehrfach den Hörer abgehoben und mit dem Management des Unternehmens gesprochen, um die Situation besser zu verstehen.

In 2017 hat Character noch ca. 8% der Umsätze mit Toys R Us erwirtschaftet. Ein Wegfall dieses Kunden trifft das Unternehmen also durchaus. Neben dem direkten Verlust von Toys R Us als Vertriebspunkt hat die Insolvenz vor allem zu einer kurzfristig vorsichtigeren Vorgehensweise anderer Einzelhändler geführt, die im folgenden Jahr (H2 2017 und H1 2018) geringere Bestände an neuem Spielzeug aufgebaut haben.

In dieser Situation ist es sehr positiv, dass Characters Gewinne aufgrund der recht variablen Kostenstruktur nicht übermäßig von den kurzfristigen Umsatzrückgängen betroffen sind. Des Weiteren haben wir vom Management erfahren, dass einige Wettbewerber sich schnell bemüht haben, einen Teil der Lücke zu füllen, die Toys R Us hinterlässt. Besonders zu nennen ist dabei Smyths, ein irischer Spielzeug-Einzelhändler, der mittlerweile Characters zweitgrößter Kunde ist.

Natürlich sind auch andere Einzelhändler im aktuell schwierigen Umfeld in Großbritannien unter Druck und die Gefahr weiterer Schwierigkeiten in der Kundenstruktur besteht. Nach einer Analyse der zwölf größten Abnehmer sind wir daher positiv überrascht gewesen, dass ein Großteil von Characters Kunden aktuell gut aufgestellt ist und ein stabiles oder sogar wachsendes Geschäft aufweisen kann.

Ohnehin sind wir der Ansicht, dass Characters Produkte vom Endverbraucher auch in Zukunft nachgefragt werden. Selbst wenn sich die Vertriebswege ändern (z.B. mehr Online), ist das nicht unbedingt ein Nachteil für Character.

Da es sich unserer Meinung nach in diesem Fall im Wesentlichen um ernstzunehmende, aber kurzfristige Herausforderungen handelt, haben wir uns das Unternehmen im Anschluss im Detail angeschaut.

Characters Portfolio besteht vor allem aus Lizenzen für den Vertrieb von etablierten Marken wie Peppa Pig, Little Live Pets, Teletubbies, Stretch Armstrong oder Fireman Sam. Diese sogenannten „**Evergreen Brands**“ sind weniger von kurzfristigen Trends bestimmt, sondern sind über viele Jahre und Jahrzehnte hinweg erfolgreich. Das führt zu einer höheren Planbarkeit und einem geringeren Druck, jedes Jahr neue Trends erfolgreich zu antizipieren.

Character legt großen Wert darauf, Marken langfristig zu begleiten und gemeinsam mit ihnen erfolgreich zu sein. Die Zufriedenheit der Kunden zeigt sich an der langen Zusammenarbeit. Kürzlich wurden ebenfalls wieder einige der wichtigsten Lizenzen wie Peppa Pig und Teletubbies für mehrere Jahre verlängert.



* Anzahl der Jahre über die The Character Group PLC mit diesen Marken zusammenarbeitet.

Quelle: The Character Group Plc.

Dieses starke und vielfältige Kernportfolio wird durch die eher kurzfristig getriebenen "Craze"-Linien ergänzt. Mit diesen eher günstigen Produkten wie Soft 'n Slo Squishies (Memory Foam) und Cra.Z.Slimy („Make your own slime“) ist das Unternehmen aktuell sehr erfolgreich. Tatsächlich ist Character aufgrund seiner überschaubaren Größe deutlich innovativer und flexibler als die „Big 3“ und kann daher schneller auf aktuelle Trends reagieren und von ihnen profitieren.

Nach unserem eigenen Research sehen wir Character insgesamt hervorragend für die Zukunft positioniert. Das Management beschreibt das aktuelle Portfolio als „**The Best Ever**“. Wir können sehr gut nachvollziehen, warum. Das Produktportfolio verspricht Wachstum mit den stark positionierten bestehenden Marken aber auch mit neu hinzugewonnen Lizenzen. Hierbei ist insbesondere Pokémon zu nennen.

Character konnte die Pokémon-Lizenz für Großbritannien im September 2017 gewinnen. Seit Sommer 2018 werden die Produkte im Markt vertrieben und könnten daher die Ergebnisse der nächsten Jahre beflügeln. In 2019 wird es außerdem einen Pokémon-Film, „Detektiv Pikachu“, geben. Der [offizielle Trailer](#) hat es innerhalb von zwei Wochen auf über 50 Mio. Aufrufe bei Youtube geschafft. *Wir sind bereits heute große Fans!* In der Spielzeugbranche können neue Filme oder Serien dem Vertrieb der zugehörigen Waren einen sehr großen Auftrieb verleihen.

Neben dem Geschäft und der starken Marktposition gefällt uns vor allem die starke Corporate Governance. Die Gründer führen das Unternehmen seit über 25 Jahren erfolgreich und sind noch immer signifikant beteiligt. Über 22% der Aktien werden vom Management und Aufsichtsrat gehalten. In unseren Gesprächen mit Jon Diver und Kiran Shah, den aktuellen Geschäftsführern, haben wir einen positiven Eindruck gewonnen. Besonders gut hat uns dabei der konservative Führungs-Ansatz gefallen. Das Management sucht zwar jederzeit nach Wachstumsmöglichkeiten, geht hier jedoch, wie wir auch, konservativ und sehr selektiv vor.

Da Character ein profitables Unternehmen (EBITDA⁽¹⁾-Marge von 12-13%) ist und nur marginale Investitionen tätigen muss – die Produktion ist größtenteils an chinesische Produzenten ausgelagert – generiert das Unternehmen Jahr für Jahr sehr viel Cash. In den letzten zehn Jahren konnte das Unternehmen daher fast GBP 65 Mio. an seine Aktionäre ausschütten, fast 60% des aktuellen Börsenwerts. Das Management hat dabei neben kontinuierlich steigenden Dividenden insbesondere Aktienrückkäufe genutzt.

Viele Unternehmen tätigen Aktienrückkäufe, allerdings nutzen nur sehr wenige sie wertschaffend. Character hingegen kauft Aktien nur dann zurück, wenn das Management überzeugt ist, dass sie signifikant unterbewertet sind. Laut unserer Analyse haben sie in den letzten zehn Jahren hierbei ein beeindruckendes Händchen bewiesen und signifikante Wertsteigerungen für langfristig investierte Aktionäre generiert.

Aktuell ist Character aus unserer Sicht günstig bewertet. Außerdem verfügt das Unternehmen über eine starke Bilanz. Bereinigt um die Netto-Kassenposition von >GBP 10 Mio. liegt die Bewertung sogar nur bei einem KGV⁽²⁾ von 9x. Die Bewertung erwartet also kein Wachstum, im Gegenteil. Hier sehen wir eine große Diskrepanz zu den mittel- bis langfristigen Aussichten.

Als kleines Extra besitzt Character noch einige Immobilien, u.a. in der Nähe von London, welche nicht mehr für das laufende Geschäft benötigt werden und zu Wohnungen umgebaut bzw. verkauft werden könnten. Auf der Bilanz werden sie zu historischen Kosten angesetzt. Der faire Wert dieser Immobilien liegt aus unserer Sicht bei ~GBP10 Mio. und ist damit gegenüber der aktuellen Marktkapitalisierung von GBP110 Mio. nicht unerheblich.

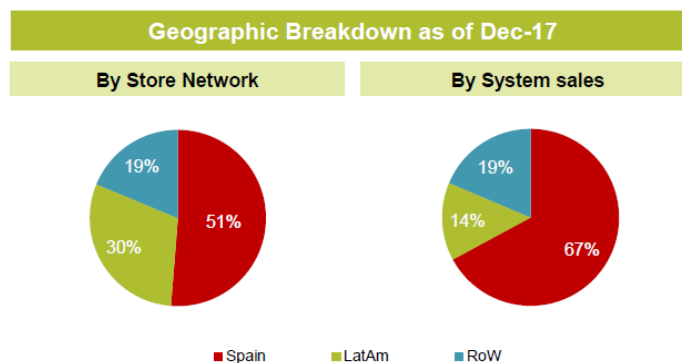
Character selbst hat am 12. Dezember ein neues Aktienrückkaufprogramm angekündigt. Aufgrund der sehr positiven Vergangenheit der Aktienrückkäufe sehen wir darin ein starkes Zeichen. Das Management scheint also mit unserer Analyse übereinzustimmen und sieht ebenfalls Value in der Aktie.

Ende Januar sind wir für zwei Tage in London, um uns einige unserer Investments vor Ort anzuschauen. Dabei werden wir ebenfalls die London Toy Fair, eine der größten Spielzeugmessen der Welt, besuchen. Dort werden wir natürlich auch Characters Stand aufsuchen und mit den Beteiligten persönlich sprechen, um uns ein noch besseres Bild zu verschaffen.

(1) EBITDA = operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. (2) KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis.

Telepizza | Wenn der Pizza-Bote zweimal klingelt

Telepizza ist der größte nicht-US Pizzalieferdienst weltweit mit Sitz in Madrid. Das Telepizza Netzwerk besteht aus insgesamt 1,607 Pizza-Läden (31. Dezember 2017), 27% davon betreibt das Unternehmen selbst, der Rest (73%) sind Franchisees und Master Franchisees. Geografisch liegt der Schwerpunkt des Unternehmens seit jeher auf der iberischen Halbinsel und Südamerika. Weltweite Wettbewerber sind Pizza Hut (#1 mit ~17.000 Läden), Domino's Pizza (#2 mit ~13.000 Läden) und Papa John's (#3 mit ~5.000 Läden).



Quelle: Telepizza Group.

Bei der Analyse des Unternehmens sind uns vor allem folgende Punkte positiv aufgefallen:

Strukturell wachsender Markt

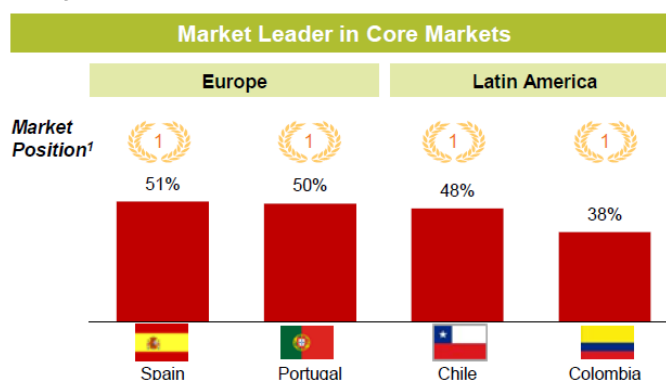
Der globale Pizzaliefermarkt hat einen Marktwert von €43 Mrd. und wächst schnell. Die wesentlichen Treiber:

- Pizza besitzt eine universelle Attraktivität und ist leicht an lokale Gegebenheiten anpassbar
- Wachsender Trend zur „Zuhause-Bleiben“-Kultur
- Zunehmender Trend hin zu Bequemlichkeit („Convenience Food“)
- Anstieg in ganztägigem „Dining“ (mittags und abends) und Personalisierung

Insgesamt erwarten wir mittelfristige Wachstumsraten für den spanischen Pizzabelieferungs-Markt von 4-5%, höhere für die Länder in Südamerika. Darüber hinaus besteht zusätzliches Potenzial durch eine weitere wirtschaftliche Erholung in Spanien. Das Land ist in der Finanz- und anschließenden Schuldenkrise stark unter Druck gekommen. Die Arbeitslosigkeit hat sich von 8% in 2007 auf >25% in 2013 erhöht. Mittlerweile steht sie wieder unter 15%.

Führende Marktpositionen in nahezu allen Kernmärkten

Telepizza ist in den meisten Kernmärkten die Nummer 1 oder Nummer 2 (s. Grafik unten). In Spanien hat Telepizza seit über 20 (!) Jahren einen Marktanteil von über 50%. Dieser konnte auch verteidigt werden, obwohl Domino's seit gut einem Jahrzehnt preisaggressiv versucht, weiter in den Markt einzudringen. Die Marke Telepizza ist in den jeweiligen Ländern sehr bekannt und hat eine gute Reputation, was uns unter anderem einige Freunde und Bekannte aus Spanien bestätigt haben.



Source: Market share by value in Spain, NPD data, Market share by number of stores in other countries, Company data.
Notes:
1. Based on FY 2017 data for Spain, and 2016 data for other countries

Quelle: Telepizza.

Sehr profitables Geschäftsmodell

Telepizza hat ein vertikal integriertes Geschäftsmodell – globale Einkaufspolitik, regionale Fertigungsstandorte für den Teig, zentrales Marketing – und profitiert dadurch merklich von Größenvorteilen in den jeweiligen Märkten. In Verbindung mit der starken Marktpositionierung führt das dazu, dass Telepizza in der Lage ist, EBITDA⁽¹⁾ Margen von knapp 20% zu erwirtschaften. Aufgrund des geringen Kapitaleinsatzes, insbesondere bei den Franchise Konzepten, sind die Kapitalrenditen – das wichtigere Maß für die Profitabilität – sogar deutlich höher, nahe 50%.

Auch für die Franchisenehmer ist es attraktiv, Telepizza-Läden zu betreiben. Die Kündigungsrate, eine wichtige Kennzahl für den Erfolg, liegt laut dem Unternehmen unter 1%.

Versteckte Vermögenswerte

Telepizza besitzt substantielle Steuerverlustvorträge aus der Vergangenheit, die nicht in der Bilanz erscheinen. Allerdings können diese genutzt werden, um die zukünftige Steuerlast zu reduzieren. Wir erwarten, dass Telepizzas Steuerquote bis 2030 unter 17% liegen wird, und damit ca. 8 Prozentpunkte unter der in Spanien fälligen Unternehmenssteuer.

Deal mit Yum! Brands

Durch einen Deal (Mai 2018) mit der Kette Pizza Hut, die zum US-Unternehmen Yum! Brands gehört, wird Telepizza zum größten Master-Franchisenehmer von Pizza-Hut weltweit. Telepizza übernimmt dabei 950+ Läden von Pizza Hut. Die finanzielle Gestaltung ist attraktiv. Außerdem führt die Übernahme zu einer weiteren Stärkung der Marktposition in den bestehenden Ländern und ermöglicht einen direkten Markteintritt in neue Regionen. Nicht zuletzt bietet die Zusammenlegung das Potenzial für Kosteneinsparungen.

Wie Sie ebenfalls feststellen können, sind die oben genannten Punkte durchaus positiv und weisen auf ein attraktives Geschäftsmodell mit guten Zukunftsaussichten hin. Warum glauben wir, dass wir Telepizza Aktien trotzdem zu einem guten Preis erwerben konnten?

Aktienkurs in EUR



Quelle: Telepizza Group. Stand: 31.12.2018.

Telepizza wurde 2016 von einigen Finanzinvestoren, darunter insbesondere Permira, Oak Hill, Cyrus Capital und KKR an die Börse gebracht. Zu dieser Zeit arbeiteten wir noch bei Barclays und konnten den Börsengang Live miterleben. Daher ist uns das Unternehmen seit dem Börsengang in Madrid in Erinnerung.

Die nach dem Börsengang berichteten Zahlen waren zwar nicht schlecht, konnten die neuen Investoren allerdings auch nicht ausnahmslos überzeugen. Zudem kamen durch erhöhte Rohstoffkosten (Käse) und die Entscheidung, diese nicht an Franchisenehmer weiterzugeben, kurzfristige Ergebnisbelastungen auf die Aktionäre zu.

Darüber hinaus stellt Telepizza die Läden zunehmend auf mehr Franchise Modelle um. Diese sind attraktiv, da sie einen geringeren Kapitaleinsatz benötigen. Allerdings werden kurzfristig auf diese Weise geringere direkte Umsätze generiert. In der Folge verloren die Aktien nach dem Börsengang zunächst deutlich an Wert.

Permira und Cyrus Capital haben ihre verbleibenden Anteile nach dem Börsengang zügig verkauft, wohl auch weil die Halteperiode – fast 10 Jahre bei Permira – für einen Private Equity Investor bereits ungewöhnlich lang war. Nach der Reduzierung der Anteilsquote von 24.56% auf 6.75% während des Börsengangs, hat KKR seine Position hingegen opportunistisch in einigen Schritten wieder auf mehr als 28% erhöht.

Wir haben das als besonders positives Zeichen gewertet, da KKR das Geschäft aus der Zeit, wo es nicht an der Börse gelistet war, besonders gut kennen sollte. Darüber hinaus besetzen sie zwei Sitze im Aufsichtsrat. Weiterhin als positiv sehen wir, dass der Chairman und CEO von Telepizza, Pablo Juantergui Azpilicueta, ebenfalls €3 Mio. Anteile hält und seine Interessen unseren damit ebenfalls gleichgestellt sind.

Was würde ein qualifizierter, langfristig denkender Investor für ein Unternehmen zahlen, welches hoch profitabel ist, eine sehr starke Marktpositionierung genießt und in einem strukturell wachsenden Markt agiert? Aus unserer Sicht deutlich mehr als die Bewertung, die der Markt in den letzten Monaten für Telepizza aufgerufen hat.

Das sieht KKR genauso. Kurz vor Weihnachten hat der Finanzinvestor daher ein Übernahmeangebot von €6 pro Aktie veröffentlicht. Unserer Meinung nach hat KKR den Zeitpunkt clever gewählt. Der Preis von €6 pro Aktie bietet zwar eine Prämie von 33,5% auf den letzten, „unbeeinflussten“ Aktienkurs, ist aus unserer Sicht aber zu günstig.

Leider sehen wir keine große Chance für ein Gegenangebot, da KKR wie erwähnt bereits fast 30% der Anteile hält und ein Gegenangebot daher quasi im Alleingang blocken kann. Es besteht lediglich die Möglichkeit, dass ausreichend viele aktuelle Aktionäre ein besseres Angebot von KKR fordern, da sie andernfalls ihre Aktien nicht verkaufen würden. Am vergangenen Freitag haben sich bereits vier Aktionäre zu Wort gemeldet, die zusammen ca. 12% der ausstehenden Anteile halten. Sie sehen das Angebot als zu niedrig an und fordern einen höheren Preis.

Wir halten sie auf dem Laufenden....

(1) EBITDA = operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.

Bei Rückfragen können Sie uns sehr gerne jederzeit direkt kontaktieren. Ansonsten melden wir uns spätestens Mitte April bei Ihnen mit der Ausgabe #3 des Letter to Partners.

Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

Disclaimer:

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „WM“ 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 „WM“ ist nur für natürliche und juristische Personen 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. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „WM“ nicht berücksichtigt.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. neben Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten, den veröffentlichten Wertpapierprospekt samt der Risikoangaben sorgfältig prüfen oder eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater treffen.

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 „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 09. Oktober 2018

Herausgeber: Daniel Gehlen, Marc-Lennart Bräutigam – Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Ertstadt. BN & Partners Capital AG 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, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die BN & Partners Capital 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 „WM“ oder Teilen hiervon entstehen.