

# GEHLEN BRÄUTIGAM

## CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Kurfürstendamm 11  
10719 Berlin

+49 30 42141851  
info@gbcvalue.com  
www.gbcvalue.com

### Letter to Partners #10

**Q4 2020** (01.10.2020 - 31.12.2020)

19. Januar 2021

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

in Folge der Ankündigung positiver Studien-Ergebnisse verschiedener Covid-19 Impfstoffe, der Wahl eines neuen Präsidenten in den USA, einer Einigung zum Brexit und weiterhin (überraschend) positiver Unternehmensdaten hat der Aktienmarkt das Jahr mit einer weiteren starken Erholung beendet. **Unser Fonds hat im vierten Quartal 21% zugelegt und das Jahr letztendlich mit einem Plus von 22% abgeschlossen.**

Seit dem Tiefpunkt im März ist der NAV pro Anteil um 80% gestiegen und befindet sich nun deutlich über Vorkrisenniveau. Der kumulierte Zuwachs seit Auflage beträgt 31,1%, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei 11,4% (ggü. 14,4% bzw. 5,5% p.a. für unseren Referenzindex).

### Portfolio

In unserem letzten Letter to Partners haben wir Ihnen einen tieferen Einblick in unsere Ansicht des fairen Wertes unseres Portfolios gegeben. Wir waren der Meinung, dass der Abschlag zu diesem Zeitpunkt außergewöhnlich hoch gewesen ist. Durch die äußerst positive Performance in den letzten Monaten hat sich dieser Abschlag naturgemäß etwas verringert (s. Anhang).

Hierzu hat besonders der Monat November beigetragen, in dem unser Fonds eine Performance von +17% erzielte. In der Folge erfreulich positiver Impfstoffnachrichten profitierten vor allem zyklische Werte (bspw. Akwel, SAF-Holland oder JOST Werke) und (vermeintliche) „Corona-Verlierer“. Die Kurse unserer beiden Discount-Fitnessstudioketten **Basic-Fit** und **The Gym Group** zogen innerhalb eines Handelstages gar um 23% bzw. 38% an. In einem kürzlichen [Interview](#) haben wir die Angemessenheit dieser außergewöhnlich starken Reaktionen diskutiert.

Weiter hinten stellen wir Ihnen in diesem Brief unsere neue Top 10 Position **Naked Wines** im Detail vor. Zudem haben wir im vergangenen Quartal mit **Endor** ein weiteres Unternehmen in unser Portfolio aufgenommen, welches auch nach starken Zuwächsen in diesem Jahr noch unter dem Radar der meisten Investoren fliegt und dessen langfristiges Potenzial aus unserer Sicht nach wie vor unterschätzt wird. In den kommenden Wochen werden wir zu Endor ebenfalls eine Case Study veröffentlichen und Ihnen mehr davon berichten, wie sie den Rennsport ins Wohnzimmer bringen.

Die Aktien beider Unternehmen haben sich vor unserem Einstieg allein im letzten Jahr bereits verdoppelt bzw. sogar verdreifacht. Wir finden es nicht einfach, uns von dieser Entwicklung nicht beeinflussen zu lassen. Aufgrund unserer generell konträren Einstellung bevorzugen wir es häufig, Unternehmen in Krisen oder bei negativen Überreaktionen zu erwerben. Jedoch zählt schlussendlich der Preis, den wir heute zahlen und wir sind der festen Ansicht, dass dieser in beiden Fällen das Potenzial der Unternehmen nicht annähernd widerspiegelt.

Wir sind vor allem der Überzeugung, dass beide Unternehmen von einer Verstärkung bestehender Trends profitieren und dass diese Entwicklungen nachhaltig sind.

### **Gedanken zum Marktumfeld**

Fasziniert beobachten wir, wie einige Aktien mit bereits astronomisch hohen Bewertungen immer weiter und schneller steigen. Spätestens heute befinden sich viele dieser Titel auf Niveaus, die für uns nur schwer und vermehrt auch gar nicht mehr nachvollziehbar sind.

Angelockt durch die Schlagzeilen und Aussichten auf nicht nachhaltige Renditen sowie begünstigt durch die fehlenden alternativen Beschäftigungen während der Lockdowns beteiligen sich auch **private Investoren** immer stärker am Aktienmarkt und viele zocken wie im Casino. Unternehmen mit einer interessanten „Story“ und unprofitable Unternehmen waren selten so beliebt. Tatsächlich haben die Aktien profitabler Unternehmen in den letzten Monaten erheblich schlechtere Renditen verzeichnet.

Auch ansonsten sind die Anzeichen von ausgeprägten **Blasen** in einigen Marktsegmenten mittlerweile immer schwieriger zu ignorieren. Einige der besten Beispiele bietet der Hype um **SPACs**. Ein SPAC ist eine Special-Purpose Acquisition Company. Dabei handelt es sich um ein Vehikel, das Kapital mit dem Ziel einsammelt, damit zu einem späteren Zeitpunkt ein Unternehmen zu übernehmen und es auf diese Weise an die Börse zu bringen.

In vielerlei Hinsicht sind SPACs dazu prädestiniert, schlechte Investments (für die Minderheitsaktionäre) zu sein. Zu den negativen Eigenschaften zählen zum Beispiel der außerordentlich hohe Anteil, der dem Management für gewöhnlich zugeteilt wird, und der Druck innerhalb einer vorher festgelegten Zeit, eine Akquisition abzuschließen – das Management ist incentiviert, lieber zu viel zu bezahlen als keine Transaktion abzuschließen.

Folglich war die Performance von SPACs in der Vergangenheit im Schnitt katastrophal. 2020 war allerdings ein Rekordjahr für Börsengänge solcher Vehikel und, und das ist noch verrückter, viele der Aktien dieser SPACs handeln selbst vor der Ankündigung eines möglichen Deals mit einer substanziellen Prämie zum eingesammelten Geld. Nach Abschluss eines solchen (insbesondere, wenn es sich um ein Electric Vehicle Unternehmen handelt) explodieren die Kurse häufig sogar noch einmal.

Eines der schillerndsten Beispiele ist **Nikola** – ein Unternehmen mit dem Plan, Elektro- und Wasserstofftrucks herzustellen. Obwohl Nikola in 2020 quasi keine Umsätze erzielt hat und in einer bekanntermaßen sehr herausfordernden Industrie unterwegs ist, war es zu Höchstzeiten mit USD 34 Mrd. bewertet. Selbst heute, nachdem Nikolas Technologie „[in Frage gestellt](#)“ wurde und der Gründer Trevor Milton in der Folge von seinem Vorstandsposten zurückgetreten ist, wird das Unternehmen mit über USD 8 Mrd. an der Börse bewertet – nur einem Drittel weniger als Traton, einer der größten LKW-Hersteller der Welt, der die Marken MAN, Scania und VW unter seinem Dach vereint.

Das Problem bei Zuspitzungen wie diesen ist, dass niemand weiß, wann eine Blase platzt. Häufig beschleunigen sich die Kurssteigerungen sogar, bevor sie letztendlich umkehren. In diesem Jahr konnten sich gerade einige der wildesten Spekulanten über außergewöhnliche Renditen freuen. Das Ergebnis eines Jahres hat jedoch wie immer eine sehr geringe Aussagekraft und sollte auch ins Verhältnis zum eingegangenen Risiko gesetzt werden.

Entgegen dieser Trends gibt es heute allerdings auch **Bereiche mit weiterhin sehr geringen Bewertungen**, obwohl sie teilweise von einer zukünftigen wirtschaftlichen Erholung vermeintlich stärker profitieren können. Wir sehen in jedem Fall nach wie vor zahlreiche Opportunitäten in solch einem Marktumfeld.

Eins versprechen wir Ihnen dabei: Wir werden uns **fern von der Euphorie** halten und unsere **Strategie konsequent verfolgen**, auch wenn das bedeutet, dass unsere Renditen sich zeitweise nicht mit denen einiger Marktteilnehmer messen können (immerhin hat die Tesla Aktie – eins der Aushängeschilder der aktuellen Euphorie im Markt – im letzten Jahr einen Zuwachs von über 700% verzeichnet).

Was also tun, wenn wir spekulative Exzesse aber auch Opportunitäten im Markt beobachten können? Wir könnten natürlich einen höheren Anteil unseres Portfolios in der Kasse halten, auf ein kurzfristiges Platzen einer Blase hoffen *und* darauf spekulieren, dass die Kurse solider und gut geführter Unternehmen ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen werden. Dann könnten wir das Geld zu geringeren Kursen investieren.

Jedoch können wir heute auch mit Investments in ausgewählte sehr gut positionierte und konservativ finanzierte Unternehmen **langfristige Renditen von 10-15%** pro Jahr erwarten – eine attraktive Verzinsung, insbesondere

wenn man die Alternativen und das allgemeine Zinsumfeld bedenkt. Aus unserer Sicht macht es keinen Sinn, diese erwarteten Renditen aufzugeben. Wir werden jedenfalls nicht darauf spekulieren, dass *Mr. Market* uns in den nächsten Monaten noch bessere Gelegenheiten bieten wird.

Wir werden oft, und gerade in der letzten volatilen Marktphase, mit der Frage konfrontiert, ob und wann man in Aktien investieren sollte. Der erste Teil der Frage ist schnell beantwortet. Für uns sind Unternehmensbeteiligungen (z.B. in Form von Aktien) ein Kern-Bestandteil jedes Portfolios, welches das Ziel verfolgt, langfristig Vermögen aufzubauen. Das Vorhalten einer hohen Kassenposition mit dem wesentlichen Ziel, einen besseren Einstiegszeitpunkt zu erhoffen, sehen wir dagegen als wenig sinnvoll an. Im Folgenden haben wir einige weitere Gedanken hierzu zusammengefasst.

Auf den beiden letzten Seiten finden Sie eine Übersicht über die Performance seit Auflage und das aktuelle Portfolio.

Zuletzt möchten wir Sie auch auf unsere [neue Webseite](#) aufmerksam machen. Wir freuen uns über Ihren Besuch und Ihr Feedback. Natürlich freuen wir uns auch, wenn Sie den Link teilen. Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen und für Ihre Unterstützung. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen.


Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

Folgen Sie uns: 

### **Is Cash Always King?**

Viele Investoren bevorzugen es, einen Teil ihres Geldes zurückzuhalten, um die Möglichkeit zu haben, in einem starken Marktrückgang attraktive Opportunitäten nutzen zu können. Das Jahr 2020 ist für die Beantwortung der einleitenden Frage wohl die perfekte Steilvorlage und verdeutlicht die Problematik. Wer im März letzten Jahres einen Teil in Cash hielt und dann zu niedrigen Kursen investierte, kann sich heute glücklich schätzen.

Investoren, die diese Strategie verfolgen, *bezahlen* allerdings mit der verpassten Wertentwicklung während der Zeit, in der sie nicht investiert sind.

*"Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves." - Peter Lynch*

Heute rechnen wir mit einer durchschnittlichen jährlichen Verzinsung auf unsere Investments im zweistelligen Bereich. Wenn wir von Neubewertungen in den nächsten fünf Jahren ausgehen - welche wir für sehr wahrscheinlich halten - dann liegt unsere Renditeerwartung deutlich höher. Natürlich könnten wir Cash halten und hoffen, Aktien in einem Marktrückgang noch günstiger zu erwerben. Die Kosten dafür wären aber sehr hoch. Unsere erwartete Rendite würde sich verringern.

*"I would much rather earn a lumpy 15 percent over time than a smooth 12 percent." - Warren Buffett*

Die Einstellung, Cash für schlechtere Zeiten vorzuhalten, um noch attraktivere Investments machen zu können, ist dennoch unter Value Investoren sehr verbreitet. Umso beeindruckender fanden wir den Shift eines Urgesteins der Branche. Der Sequoia Fund ist Teil der „Superinvestors of Graham-and-Doddsville“, über deren Erfolg Warren Buffett in einer [Veröffentlichung](#) im Jahre 1984 geschrieben hat. Warren Buffett hat seinen Investoren 1969, als er sein Investment Partnership geschlossen hat, sogar empfohlen, mit Bill Ruane in den Sequoia Fund zu investieren. Der Fonds hat sich seit seinem Bestehen - seit mittlerweile 50 Jahren - wesentlich besser entwickelt als der Gesamtmarkt. Im 2019 Q4 Investor Letter von Sequoia war folgendes zu lesen:

*"[...] the good news is that we've hedged out bets by taking one evolutionary step that the fund has been far too slow to embrace: running more fully invested."*

*"What we know for sure is that we would gladly trade worse performance in bear markets for better performance over full cycles. Over the last twenty years, a non-taxable Sequoia investor has earned 54% more money than a comparable investor in an S&P 500 index fund. Had Sequoia's cash position during this period averaged 5% of net assets rather than 14%, the investor would have earned over 80%."*

Selbst unter der Annahme, dass ein Investor einen Rückgang richtig einschätzen und ohne große Emotionen nutzen kann, halten wir es für keine besonders gute Idee, Geld für einen möglichen Einstieg in einem Marktrückgang zurückzuhalten. Allerdings halten wir diese Annahme darüber hinaus auch für äußerst kritisch.

Wie viele der Investoren, die ihr Geld in den letzten Jahren aus Angst vor oder sogar in der Hoffnung auf einen Rücksetzer des Marktes zurückhielten, haben im März dann auch zu deutlich niedrigeren Kursen investiert? Haben viele bei den Tiefpunkten des Marktes dann womöglich doch gesagt: „Das ist aktuell zu riskant“ oder „Der Markt wird noch weiter fallen“ und im Mai nach der ersten Erholung dann „Der Markt spiegelt die wirtschaftliche Entwicklung nicht wider“ oder „Es gibt eine gefährliche Überbewertung und wir werden einen weiteren starken Rücksetzer sehen. Dann steige ich ein.“?

Im Nachhinein scheint es klar gewesen zu sein, dass im März ein guter Zeitpunkt für ein Investment war. Jedoch ist der tatsächliche Kauf nie so einfach, wie es im Nachhinein scheint. Wenn wir uns zurückerinnern, dann war die Unsicherheit im März sehr groß und wir haben alle ein gewisses Maß an Panik verspürt. Es ist nicht leicht, in diesen Situationen einen kühlen Kopf zu bewahren. Nicht zuletzt war das Risiko auch tatsächlich höher.

Dann gibt es auch diejenigen Investoren, die Cash aktiv nutzen, um „Risiken zu minimieren“. Sie nennen es „De-Risking“, wenn sie in Zeiten großer Unsicherheit ihre Investment-Quoten reduzieren. Die Prämisse, dass dieses „Sell-Low-Buy-High“-Verhalten mit einer Risikominderung vereinbar ist, ist für uns nicht nachvollziehbar. Wir finden es besonders gefährlich, wenn der Auslöser für höhere Investment-Quoten eine „geringere Unsicherheit“ ist. Denn gerade dann sind die Preise höher und das tatsächliche Risiko eines Investments ist (aufgrund des geringeren Risikopuffers) in vielen Fällen höher und nicht niedriger.

Auch im letzten Jahr gab es eine ganze Reihe von Investoren, die im ersten Quartal nahezu vollständig investiert waren und dann am Anfang und während des zweiten Quartals ein Cash-Polster aufgebaut haben.

*"Never bet on the end of the world. It only happens once."*

Natürlich stellen diese in der Öffentlichkeit nicht ihre Performance in den Vordergrund. Aber vielleicht erklärt sich die Fassungslosigkeit vieler Markt-Kommentatoren über die starke Erholung der Aktienmärkte und die Prämisse, dass der Markt die wirtschaftliche Wirklichkeit nicht widerspiegelt, auch durch die Frustration einiger Marktteilnehmer.

Die grundsätzliche Erwartung, dass schwache Märkte mit schwachen volkswirtschaftlichen Zahlen zusammenfallen, vereinfacht ein komplexes System unserer Meinung nach viel zu sehr und widerspricht der Finanzgeschichte (tatsächlich finden sich eher Korrelationen für das Gegenteil). Sich über die Trennung zwischen beiden lustig zu machen und anzunehmen, dass der gesamte Markt etwas so Offensichtliches verpasst, dass es von jedem „Experten“ und Kommentator hervorgehoben wird, ist in den meisten Phasen überheblich und naiv.

Natürlich hat es seinen Charme, ein Investment zu tätigen, wenn der Markt günstig ist und die Unsicherheit überschaubar scheint. Deshalb gibt es diese Konstellation am Aktienmarkt (im gesamten) auch quasi nicht.

**Zusammenfassend gibt es für uns eigentlich nur einen Grund, Cash zu halten: Und zwar in Zeiten, in denen wir keine Investments finden, die aus unserer Sicht attraktive Renditen bei einem überschaubaren Risiko bieten. Heute ist das jedenfalls nicht der Fall. Aus diesem Grund sind wir auch nahezu voll investiert.**

## **Naked Wines - It's wine o'clock again!**

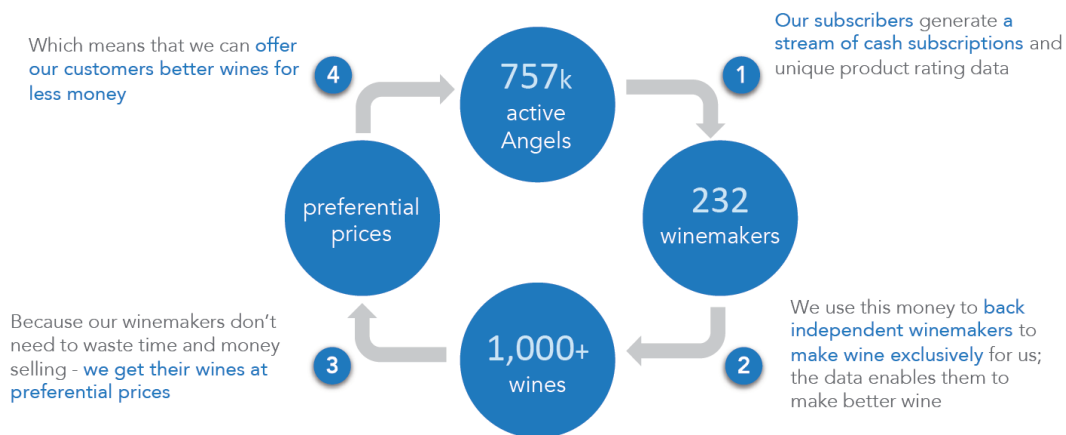
Naked Wines ist ein an der Londoner Börse notierter DTC (Direct-to-Consumer) Anbieter für Wein, der 2008 gegründet wurde. Das Unternehmen betreibt eine Plattform, die Weinliebhaber direkt mit unabhängigen Winzern verbindet. Auf diese Weise schaltet Naked Zwischenhändler aus und erspart den Winzern die Kosten (Zeit und Geld) für die Vermarktung und den Verkauf ihrer Weine. Als Partner von Naked können sie sich voll und ganz auf die Produktion der bestmöglichen Weine konzentrieren – ein klassisches Win-Win.

## **Ein besseres Angebot, mehr Komfort und ein gutes Gefühl für die „Angels“**

Naked ist nicht einfach nur ein weiterer Weinclub, bei dem Kunden eine monatliche Gebühr zahlen, um Wein zu marktüblichen Preisen zu erhalten. Das in der Weinindustrie einzigartige Geschäftsmodell ermöglicht es Naked, seinen sogenannten „Angels“ Weine von besserer Qualität zu niedrigeren Preisen anzubieten.

naked  
wines

### Our business model



Naked bietet mehr als ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis. Die Kunden erhalten den Vorteil, an einer aktiven Gemeinschaft teilzunehmen, in der sie direkt mit Winzern und anderen „Angels“ interagieren können. Viele tausend Kundenbewertungen helfen ihnen, die besten Weine zu finden und Naked unterstützt sie zusätzlich mit einem datengesteuerten Tool, das Weine nach individuellen Vorlieben empfiehlt – es ist nicht nötig zu erwähnen, dass diese Algorithmen mit einem wachsenden Kundenstamm besser werden.

Nicht zuletzt erhalten die „Angels“ auch das positive Gefühl, unabhängige und talentierte Winzer zu unterstützen. Tatsächlich hat Naked festgestellt, dass es viel effektiver ist, neue Kunden zu gewinnen, indem sie die Geschichte der einzelnen Winzer präsentieren, als nur mit „günstigem und gutem Wein“ zu werben. Die Nähe zu den Winzern führt auch dazu, dass die Kunden ihren Wein bewusster genießen und außerdem seine Geschichte kennen und erzählen können.

Es überrascht uns nicht, dass Naked Wines im September 2020 von der Zeitschrift USA Today zum zweiten Mal in Folge als „**Best Wine Club**“ aus einer Liste der besten Weinclubs der Nation ausgezeichnet wurde.

## **Eine lohnende Partnerschaft und weniger Kopfschmerzen für die Winzer**

Die monatlichen Abonnementgebühren der „Angels“ werden in einem Pool zusammengefasst. Aus diesem können die Winzer Vorfinanzierungen erhalten und so ihr Investitionsrisiko begrenzen. Das bietet ihnen auch die Gelegenheit, die bestmöglichen Trauben und Tanks/Fässer für die Herstellung des Weins zu nutzen. Außerdem, und das ist aus unserer Sicht noch wichtiger, gibt Naked den Winzern sofortigen Zugang zu über 750.000 Kunden, mit dem Wissen welcher Wein welchem Kunden schmeckt, und kümmert sich um viele administrative Schritte wie Abfüllung, Etikettierung und Auslieferung des Weins – alles mit den Kostenvorteilen einer großen Organisation.

All dies ermöglicht es den Winzern, sich voll und ganz darauf zu konzentrieren, die bestmöglichen Weine mit einigen der besten Zutaten herzustellen. Da sie bereits die Kunden haben und direkt versenden – wobei Naked einen kleinen Anteil nimmt – können die Winzer auch weitaus bessere Preise anbieten als über traditionelle Wege (vor allem in den USA), während sie gleichzeitig höhere Gewinne für sich selbst erzielen.

## Hohe Profitabilität dank loyaler Kunden, in einem riesigen Markt

Obwohl Naked die Weine zu attraktiven Preisen anbietet, kann das Unternehmen aufgrund der zuvor genannten Vorteile des Geschäftsmodells und einer schlanken, digital ausgerichteten Organisation dennoch gute Margen und sehr attraktive Renditen erzielen. Da das Abo-Modell einen Teil der Geschäftsaktivitäten vorfinanziert, sind die bilanziellen Verpflichtungen sehr begrenzt.

Was uns sehr gut gefällt, ist die sehr systematische Herangehensweise bei der Akquise von Neukunden. In den letzten zehn Jahren hat das Unternehmen unfassbar viel getestet, um den Erfolg zu maximieren - bis hin zu scheinbar kleinen Details wie der Farbe des Gutscheins, der an potenzielle Kunden geschickt wird. Naked steuert seine Aktivitäten entlang einer geringen Anzahl von transparenten Kennzahlen. Wenn die Renditeanforderungen nicht erreicht werden, können die Marketingaufwendungen schnell heruntergefahren werden. Dies begrenzt das Risiko wertvernichtender Investitionen.

Naked gewinnt loyale Kunden durch Vertrauen und einen hochwertigen Service auf der einen Seite und talentierte und renommierte Winzer auf der anderen Seite. Die Plattform und die Gemeinschaft, die Naked über die Jahre aufgebaut hat, haben Eintrittsbarrieren und langfristige Wettbewerbsvorteile geschaffen, die von neu aufkommenden Wettbewerbern nur schwer zu replizieren sind.

## Der größte Weinmarkt der Welt, die USA, ist bereit für eine Disruption!

Auch wenn Naked Wines in Großbritannien - wo die Ursprünge des Unternehmens liegen - notiert ist, liegt die größte Opportunität in Amerika. Schon heute sind die USA das größte geografische Segment, das 2019/20 ~45% zum Gesamtumsatz beigetragen hat. Das Land ist auch das am schnellsten wachsende Segment und bietet die Möglichkeit, das Wachstum in einem 20 Mrd. USD großen, adressierbaren Off-Premise-Markt zu beschleunigen.

Der US-Weinmarkt schafft aufgrund seiner spezifischen Gesetze den idealen Rahmen und bietet zusätzliche Wettbewerbsvorteile für Naked. Das so genannte „Three-Tier-System“ schreibt vor, dass alkoholische Getränke in den USA über drei verschiedene Ebenen verkauft werden müssen: 1. Importeure oder Produzenten, 2. Großhändler / Distributoren und 3. Einzelhändler. Da jede Ebene eine Marge einnimmt, liegt der Durchschnittspreis einer Flasche Wein in den USA bei \$15 und damit viel höher als in Europa.

Aufgrund der Klassifizierung als Weingut ist Naked allerdings von der Verpflichtung befreit, seinen Wein über das traditionelle System zu verkaufen. Das Unternehmen kann die Weine direkt an Verbraucher in 43 US-Bundesstaaten vertreiben. Durch die Umgehung des Three-Tier-Systems und die Eliminierung unnötiger Kosten kann Naked seine Weine deutlich günstiger als traditionelle Einzelhändler anbieten und gleichzeitig höhere Margen erzielen.

A 100 USD bottle of Napa Cab often contains only ~ 10 USD of Napa Cab

Naked Wines can offer 10 USD of Napa Cab for 25 USD and still make margins over 50%



Die Corona-Pandemie hat der Entwicklung hin zum Online-Handel gerade in dem eher traditionellen US-Weinmarkt eine neue Geschwindigkeit gegeben. Naked hat seit Ausbruch der Pandemie jede fünfte (!) Flasche Wein in den USA ausgeliefert. Damit befindet sich das Unternehmen in der Pole Position, um von den strukturellen Veränderungen im größten Weinmarkt der Welt zu profitieren.

### **Covid-19 - ein starker Schub, aber ist er auch nachhaltig?**

Im Gegensatz zu vielen anderen Unternehmen profitiert Naked Wines von den Einschränkungen, die mit der Covid-19-Pandemie einhergehen. Lockdowns führen dazu, dass Menschen, die noch nie online Wein gekauft haben, die Vorzüge des Online-Einkaufs kennenlernen. Dies verursachte eine starke Verlagerung von Offline- zu Online-Kanälen. In den USA erlebte der Markt gar eine 20-jährige Verschiebung in einem einzigen Monat!

Das Management von Naked reagierte auf diese Chance, indem es die Investitionen in die Neukundenakquise erhöhte und schaffte es, im ersten Halbjahr 2020 (März bis September) die aktive Kundenbasis um 37% auf 757.000 aktive Kunden zu steigern. Im gleichen Zeitraum **wuchs der Umsatz um 80%**.

Die große Frage ist natürlich, wie viel von dieser Entwicklung auf einen außerordentlichen Einmaleffekt zurückzuführen ist und sich wieder umkehren wird, sobald die Geschäfte und Restaurants wieder öffnen. In dieser Hinsicht ist es positiv, dass die ersten Daten darauf hindeuten, dass die während der Pandemie gewonnenen Kunden ähnliche Eigenschaften wie bestehende Kunden haben. Darüber hinaus sind die Wachstumsraten von Naked auch hoch gewesen, als die Geschäfte im Sommer wieder geöffnet wurden.

Unserer Ansicht nach bietet das Modell von Naked einen hohen Mehrwert im Vergleich zum Einkauf von Wein auf traditionellem Wege und wir sind daher zuversichtlich, dass viele der während der Pandemie gewonnenen „Angels“ dem Unternehmen treu bleiben werden. Naked ist mehr als nur ein Online-Shop für Wein. Es ist eine Gemeinschaft, in der ein loyaler und engagierter Kundenstamm auf unabhängige und talentierte Winzer trifft, um Erfahrungen und ihre Leidenschaft für guten Wein zu teilen, mit finanziellen Vorteilen für alle Beteiligten. Wir werden genau beobachten, ob das Unternehmen an seiner DNA festhält und seinem Wettbewerbsvorteil, mehr als nur ein Online-Shop für Wein zu sein, treu bleibt.

### **Value an einem ungewöhnlichen Ort**

Heute erwirtschaftet Naked keine nennenswerten Gewinne. Ein schnell wachsendes, unprofitables Online-Unternehmen ist nicht das, was Sie typischerweise in unserem Portfolio erwarten würden, vor allem in einer Zeit, in der die Nachfrage nach solchen Geschäftsmodellen unter Investoren groß ist.

Wir haben uns genauer angeschaut, welchen Gewinn Naked generieren könnte, wenn es nicht mehr in das Wachstum seines Kundenstamms investieren würde, sondern nur noch genug, um die Anzahl der Kunden konstant zu halten. Zum Zeitpunkt unseres Einstiegs erwarteten wir, dass Naked auf diese Weise bereits in 2022 (wenn sich die Corona-Effekte normalisiert haben) ein EBIT von GBP ~30 Mio. erwirtschaften könnte.

Im Vergleich dazu wurde Naked Wines mit einem Unternehmenswert von ~290 Mio. GBP gehandelt. Das ~10-fache des EBIT für ein exzellent geführtes Unternehmen zu zahlen, das im stabilen und defensiven Weinsektor tätig ist, ist nicht teuer, wenn die Ergebnisse nur stabil gehalten werden können. Wenn man jedoch die enormen Wachstumschancen, die hohe Profitabilität des Wachstums und die aktuellen Wettbewerbsvorteile von Naked berücksichtigt, halten wir den gezahlten Preis für sehr günstig.

Selbst nachdem der Aktienkurs nach unserem Einstieg bereits ordentlich gestiegen ist, sind wir der Meinung, dass Investoren die Qualität und die Aussichten des Unternehmens unterbewerten.

**Aktuell sind alle drei Tranchen unseres Fonds für Investitionen geöffnet:**

Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren können ab einer Mindestanlagesumme von EUR 10.000 zusätzliche Fondsanteile ordern. In die -R- Tranche kann ohne Mindestanlagesumme investiert werden. Bei der -I- Tranche liegt die Mindestanlagesumme für neue Investoren bei EUR 200.000. Bestehende Investoren der -I- Tranche können ohne Mindestbetrag zusätzliche Fondsanteile ordern.

Die jeweilige Tranche finden Sie über die folgenden **Wertpapierkennnummern**:

**-S- Tranche: A2JF8Z    -R- Tranche: A2JQHQ    -I- Tranche: A2N811**

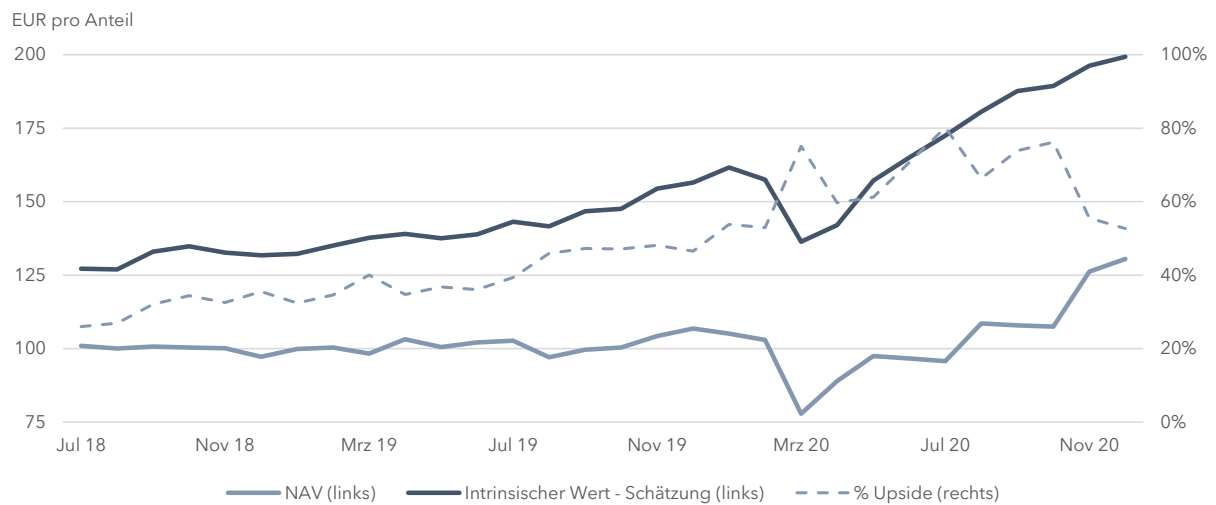
**Netto-Performance-Zahlen (inkl. Ausschüttung), nach Abzug aller Kosten, der -S-, -R- und -I- Tranchen:**

	<b>-S- Tranche</b>	<b>-R- Tranche</b>	<b>-I- Tranche</b>	<b>MSCI Europe S&amp;M Cap</b>
2018	-2,9%*	-2,5%**	-	-17,2%*
2019	+10,3%	+9,2%	+8,3%***	+30,6%
2020	+22,3%	+20,9%	+21,3%	+5,8%
<b>Seit Auflage</b>	<b>+31,1%</b>	<b>+29,0%</b>	<b>+31,4%</b>	<b>+14,4%*</b>

\* Seit Auflage der -S- Tranche am 02. Juli 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 6 Monate). \*\* Seit Auflage der -R- Tranche am 07. September 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 4 Monate). \*\*\* Seit Auflage der -I- Tranche am 02. Januar 2019 bis Jahresende 2019.

Notiz: Aufgrund der ungleichen Startzeitpunkte und Gebührenstrukturen kann es zu Abweichungen in der Performance der einzelnen Tranchen kommen.

**Entwicklung des intrinsischen Wertes und Differenz zum aktuellen NAV:**

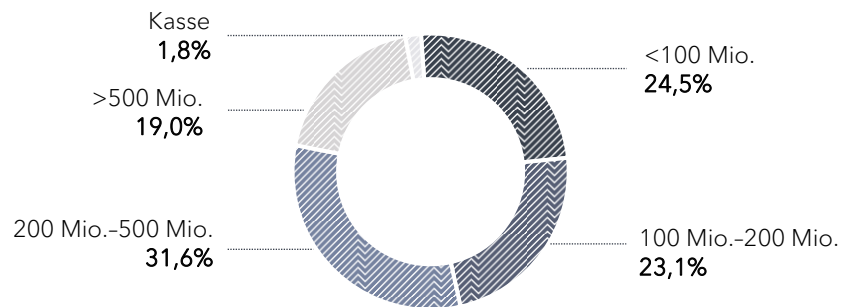




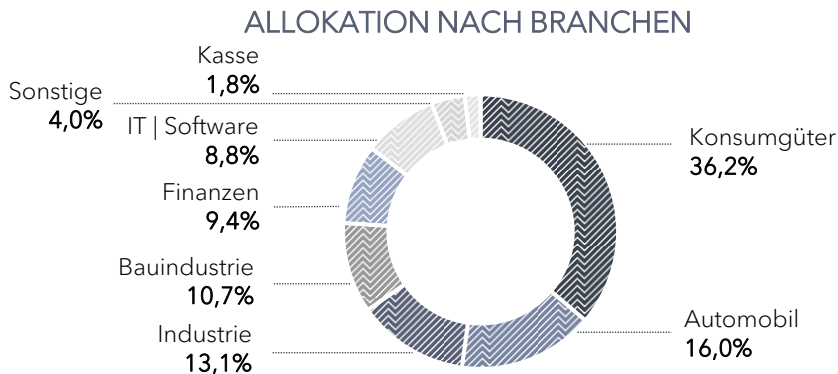
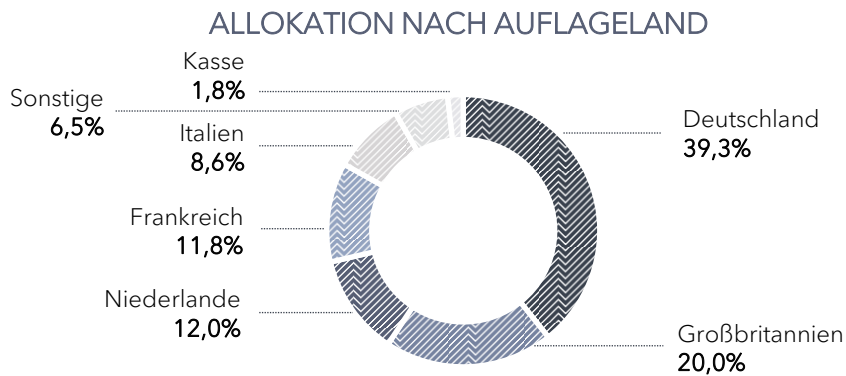
**Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 30. Dezember 2020:**

1	Akwel	8,4%	6	Naked Wines	4,9%
2	Sto	7,4%	7	Ferronordic	4,8%
3	The Gym Group	6,7%	8	SAF Holland	4,5%
4	Basic-Fit	6,4%	9	Italian Wine Brands	4,3%
5	Gamesys	5,0%	10	CIR	4,3%

**Allokation nach Streubesitz-Marktkapitalisierung (EUR) zum 30. Dezember 2020:**



**Allokation nach Auflageland und Branchen zum 30. Dezember 2020:**



## **Disclaimer/Impressum**

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, die „KI“ richtet sich an natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und 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. Auch wurde Sie 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 „KI“ nicht berücksichtigt.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken - z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko - und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/>

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. 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.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 18. Januar 2021

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Kurfürstendamm 11, 10719 Berlin, 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 Erftstadt. Die 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.