

GEHLEN BRÄUTIGAM

CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Kurfürstendamm 11
10719 Berlin

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

Letter to Partners #12

Q2 2021 (01.04.2021 - 30.06.2021)

23. Juli 2021

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im zweiten Quartal 2021 hat unser Fonds **+10,5%** zugelegt. Die Performance im ersten Halbjahr 2021 beträgt **+31,9%**. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 22,8 Mio. Wir belegen **Platz 1 in der Kategorie Aktien - Europa (Small & Mid Cap)** laut [Citywire](#) (Zeitraum: 30.06.2020 - 30.06.2021).

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 172,83. Der kumulierte Nettozuwachs seit Auflage beträgt **+72,8%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+20,0%** (ggü. +32,9% bzw. +9,9% p.a. für unseren Referenzindex).

Nettoperformance (inkl. Ausschüttung), nach Abzug aller Kosten, der -S-, -R- und -I- Tranchen:

	-S- Tranche	-R- Tranche	-I- Tranche	MSCI Europe S&M Cap
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%
2021 H1	+31,3%	+30,6%	+31,1%	+16,2%
Seit Auflage	+72,8%	+69,1%	+72,9%	+32,9%*
Jährliche Entwicklung	+20,0%	+20,5%	+24,5%	+9,9%*

* 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.
Notiz: MSCI Europe Small & Micro Cap Index; Netto-Rendite (EUR).

Aktuell sind alle drei Tranchen des Gehlen Braeutigam Value HI Fonds für Investitionen geöffnet. Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren der -S- Tranche 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 sowie weitere Informationen über die Verlinkungen:

[-S- Tranche: A2JF8Z](#) [-R- Tranche: A2JQHQ](#) [-I- Tranche: A2N811](#)

GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Portfolio

GYM Group und **Basic-Fit** konnten nach Wiedereröffnung ihrer Discount-Fitnessstudios erfreuliche Zuwächse bei den Mitgliederzahlen vermelden. Diese liegen bereits wieder bei fast 90% der Vorkrisenniveaus. Aufgrund des herausfordernden Umfeldes für Gewerbeimmobilien werden den Marktführern außerdem mehr attraktive Flächen als je zuvor angeboten. Beide Unternehmen wollen das nutzen, um ihre Expansion zu beschleunigen. Dazu haben sie jüngst Kapitalerhöhungen durchgeführt und sind somit sehr gut aufgestellt, um die ambitionierten Ziele zu erreichen.

Sto hat im abgelaufenen Quartal seine Mittelfristprognose erhöht, was sehr positiv vom Kapitalmarkt aufgenommen wurde. Konkret plant das Unternehmen seinen Umsatz bis 2025 organisch auf EUR 2,1 Mrd. zu erhöhen, was einem jährlichen Wachstum von ca. 9% entsprechen würde. Gleichzeitig soll die EBT-Marge nachhaltig auf >10% steigen. Unter Berücksichtigung der sehr soliden, aus unserer Sicht zu konservativen, Bilanz erwarten wir außerdem zusätzliches Wachstum durch Akquisitionen sowie ggf. eine hohe Sonderdividende (wie bereits 2015, als über EUR 25 pro Aktie ausgeschüttet wurden).

Die ebenfalls sehr konservative Bilanzstruktur von **Italian Wine Brands (IWB)** war in der Vergangenheit einer der wenigen Punkte, die uns an dem Investment nicht so gefallen hat. Dies änderte sich jedoch mit der im April angekündigten Anleiheemission über EUR 130 Mio. Im Juni gab das Unternehmen dann die Übernahme des italienischen Weinerzeugers und Mitbewerbers **Enoitalia** bekannt. Das kombinierte Unternehmen steigt zum führenden privaten italienischen Weinerzeuger auf. Die fast gleich großen Firmen ergänzen sich ideal. Enoitalia ist bspw. bereits in den USA präsent und hat auch in Großbritannien eine gute Markstellung. Darauf kann IWB nun zurückgreifen, um auch in diesen Märkten stärker zu wachsen. Während IWB besonders stark im Rotwein-Segment vertreten ist, bietet Enoitalia ein breiteres Portfolio von Weißweinen und Proseccos. Neben Synergien im Vertrieb planen die beiden Unternehmen auch bereits kurzfristig Optimierungen in der Produktion, um so bestehende Kapazitäten noch besser zu nutzen. Nicht zuletzt gefällt es uns sehr gut, dass die Gründerfamilie von Enoitalia einen wesentlichen Teil des Kaufpreises (EUR 45,5 Mio.) in Italian Wine Brands reinvestiert.

Zum Quartalsende halten wir 24 Einzeltitel im Portfolio. Neben zwei neuen Investitionen, über die wir in der Folge berichten, haben wir mit **MPC Capital** und **PRISA** zwei Positionen vollständig liquidiert. Das Gewicht der beiden Positionen im Portfolio hat sich aufgrund von weiteren Mittelzuflüssen deutlich reduziert. Gleichzeitig haben wir zu diesem Zeitpunkt nicht die nötige Überzeugung aufbringen können, weitere Aktien hinzuzukaufen.

Im April haben wir begonnen, eine Position in **Villeroy & Boch** aufzubauen. Wir haben das Unternehmen bereits seit der Zeit vor der Fondsaufgabe eng verfolgt. Auch wenn uns nicht alles optimal gefällt, fanden wir die Bewertung immer günstig. Erst nach der Vorlage der Q1-Zahlen hat sich jedoch eine Diskrepanz zwischen Preis und Wert ergeben, die wir nicht mehr ignorieren konnten. Fast zur gleichen Zeit wurde auch die Übernahme des Konkurrenten Ideal Standard aus Belgien ad acta gelegt, welche für uns einen erheblichen Risikofaktor dargestellt hatte.

Die aktuelle Geschäftsentwicklung ist sehr überzeugend, sowohl beim Umsatz als auch bei der Profitabilität. Wir sind dabei gespannt, inwiefern die Profitabilität (im Bad & Wellness-Bereich) nachhaltig verbessert werden kann. Wir sind hoffnungsvoll, nicht zuletzt da das Potenzial für eine höhere Profitabilität zweifellos besteht. Neben einem Blick auf vergleichbare Unternehmen aus dem Sektor wurde uns das auch in Gesprächen mit (früheren) Mitarbeitern und dem Management bestätigt. In den letzten 10 Jahren konnte die Profitabilität bereits, zwar langsam, aber dafür sehr kontinuierlich und insgesamt erheblich, verbessert werden. Das Umfeld im Wohnbau-Bereich sollte aus unserer Sicht weiterhin positiv bleiben. Nicht zuletzt sind wir überzeugt, dass der starke Fokus auf das Thema Nachhaltigkeit die richtige Aufstellung für die Zukunft ist.

Auch im Bereich Tischkultur gibt es erfreuliche Entwicklungen. So machen die digitalen Initiativen einen sehr positiven Eindruck. Die gestiegene Bedeutung des Zuhauses sowie die Einschränkungen des stationären Handels waren ein starker Treiber für das Online-Geschäft. In den nächsten Jahren wird eine weitere Verringerung der stationären Geschäfte zudem Kapital für Investitionen in den Online-Bereich freisetzen.

Die aktuelle Bilanz ist mit einer Kasse von EUR 300 Mio., auch unter Berücksichtigung der (Pensions-)Verbindlichkeiten, sehr konservativ. Im Fall Villeroy & Boch würden wir eine große Akquisition nicht bevorzugen. Die Suche nach geeigneten (kleineren) Zielen erschwert sich zurzeit, da Private Equity Investoren in diesem Bereich sehr aktiv sind und oftmals bereit sind, deutlich höhere Preise zu zahlen. Wir würden uns daher eine größere Ausschüttung - oder noch besser ein Angebot zum Aktienrückkauf - wünschen.

Für ein Qualitätsunternehmen - Villeroy & Boch profitiert nach wie vor von einer sehr starken Marke und einer hervorragenden Positionierung im Bad-Bereich - mit weiterem Wachstums- und Margenausweitungspotenzial

fanden wir die Bewertung mit einem KGV 2022e von ca. 10x und einer fast zweistelligen Free-Cashflow-Rendite viel zu günstig. Kurz nach unserem Einstieg erhöhte das Unternehmen die Jahresprognose deutlich, was auch bereits zu einer entsprechend positiven Reaktion bei der Aktie geführt hat.

Im folgenden Abschnitt gehen wir auf unseren „Circle of Competence“ ein. Abschließend stellen wir Ihnen eine weitere neue Portfolioposition genauer vor. Auf den letzten Seiten finden Sie weitere Informationen zu unserem Portfolio.

Mit dieser Ausgabe möchten wir auch unser dreijähriges Fondsjubiläum feiern. Unsere Mission ist es, Ihr uns anvertrautes Kapital langfristig möglichst hoch zu verzinsen, ohne dabei unnötige Risiken einzugehen. Wir freuen uns auf viele weitere gemeinsame Jahre mit Ihnen und danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen.


Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

Folgen Sie uns: 

Circle of Competence

In unserer Welt kann man den Begriff „Circle of Competence“ um Regionen, Industrien und Unternehmen ziehen, mit denen ein Investor vertraut ist bzw. in denen er Erfahrungen gesammelt und zumindest ein Grundwissen aufgebaut hat.

Als Menschen neigen wir dazu, an den Gewohnheiten und Verhaltensweisen festzuhalten, die uns in der Vergangenheit geholfen haben, zu überleben und erfolgreich zu sein. Wir haben eine starke Tendenz, uns von allem Neuen fernzuhalten, da es eine potenzielle Gefahr darstellen könnte. Wahrscheinlich haben Sie das auch schon einmal im echten Leben erlebt.

Als Sie uns einen Teil Ihres Kapitals anvertraut haben, fühlten wir eine große Verantwortung, es mit Umsicht zu investieren. Es hätte sich für uns leichtsinnig angefühlt, es in Unternehmen und Sektoren zu investieren, mit denen wir nicht ausreichend vertraut gewesen sind, und wir hätten wahrscheinlich eine Reihe von vermeidbaren Fehlern gemacht.

Als Investoren glauben wir jedoch, dass es notwendig ist, regelmäßig aus der Komfortzone herauszutreten, jedoch ohne die Risiken zu ignorieren, die dies mit sich bringt. So kontrovers es auch erstmal klingen mag: **Es ist für uns riskanter, neue Opportunitäten zu ignorieren und das Unbekannte nicht zu erkunden, als einfach beim Bekannten zu bleiben.**

Als wir uns zum Beispiel zum Start des Fonds Unternehmen aus dem Bereich des Autohandels genauer anschauten, waren wir von den günstigen Bewertungen von Aktien wie Cambria Automobiles in Großbritannien angetan und hatten nach einer gründlichen Due Diligence auch investiert. Cambria ist ein traditioneller Autohändler und hat sehr begrenzte Online-Verkäufe. Obwohl daran nichts auszusetzen ist, müssen wir uns auch als Investoren anpassen und lernen, wenn Verbraucher ihr Kaufverhalten verstärkt auf Online- und Social-Media-Kanäle verlagern. Auch deshalb haben wir begonnen, uns mehr und mehr mit „neuen“ Händlermodellen wie Kamux (Finnland), Carvana (USA) und Auto1 (Deutschland) zu beschäftigen.

Darüber hinaus ist es für uns wichtig, die Risiken und Opportunitäten neuer technologischer Entwicklungen antizipieren und einschätzen zu können und dabei auch neu entstehende Geschäftsmodelle zu verfolgen. Die jungen Unternehmen von heute können die Disruptoren der Branche oder einfach neue Wettbewerber von morgen sein. Würden wir diese Entwicklungen ignorieren, würden wir riskieren, auf die falschen Pferde zu setzen und wären nicht in der Lage, Ihnen die bestmöglichen Ideen zu liefern.

Mit [Kory Kaunisto](#), der vor etwa eineinhalb Jahren zu unserem Team gestoßen ist (die Zeit vergeht wie im Flug, wenn man Spaß hat), hatten wir die fantastische Gelegenheit, unseren „Circle of Competence“ erheblich zu erweitern.

Aufgrund seines amerikanischen Hintergrunds und da er fast vier Jahre in Hongkong gearbeitet hat, bevor er zu uns gestoßen ist, versteht es sich von selbst, dass er – obwohl er die gleichen Werte teilt – neue Gedanken und eine andere Denkweise in unser Team eingebracht hat. Dass er in Polen ansässig ist, bietet uns darüber hinaus die Möglichkeit, einen neuen Markt mit einem großen Pool an (hochwertigen) börsennotierten Unternehmen zu unserem Universum hinzuzufügen.

Kory hat sich im letzten Jahr bereits viele Unternehmen auf dem polnischen Markt angeschaut und diese genauer analysiert. In diesem Prozess hat er mehrere interessante Kandidaten identifiziert. Unserer Ansicht nach ist der polnische Markt attraktiv für Value-Investoren, da die Bewertungen heutzutage noch meist niedriger sind als in vielen westeuropäischen Märkten. Und das trotz einer Wirtschaft, die ihr volles Potenzial noch nicht erreicht hat (obwohl sie auf dem besten Weg dorthin ist) **sowie** eines soliden Geschäftsumfelds und damit eines relativ geringen Länderrisikos (welches wahrscheinlich von vielen ausländischen Investoren überbewertet wird).

Bis heute haben wir noch keine Investition in Polen getätigt. Wir haben sicherlich Chancen verpasst, aber das ist in Ordnung. Wir haben auch heute noch das Gefühl, dass der polnische Markt für uns neu und anders ist als Märkte wie Deutschland, Frankreich oder die Niederlande. Es braucht Zeit, um unseren „Circle of Competence“ zu erweitern. Zum jetzigen Zeitpunkt sind wir jedoch überzeugt, dass wir nach sorgfältiger Abwägung der Chancen und der spezifischen Risiken in diesem Markt einige hervorragende Investments finden und tätigen können.

Gerne erinnern wir uns auch daran, wie seltsam es sich anfangs angefühlt hat, als Kory vorschlug, sich ein Unternehmen aus der eSports-Branche ([Endor AG](#)) genauer anzusehen. Neben einem Grundwissen über die starken Trends im eSports-Segment hatten wir anfangs nur wenige Branchenkenntnisse (abgesehen von unseren eigenen PlayStation- und Xbox-Erfahrungen in der Vergangenheit). Dank der Beharrlichkeit und der harten Arbeit unseres neu hinzugekommenen Partners konnten wir schnell neues Wissen aufbauen. Am Ende hatten wir nicht nur eine neue Top-Position in unserem Portfolio, sondern auch einen erweiterten „Circle of Competence“ sowie das gute Gefühl, viel Neues über eine schnell wachsende Branche gelernt zu haben.

Ein weiterer positiver Nebeneffekt ist, dass sich dabei auch unser Pool möglicher Investitionen vergrößert, da wir mehr und mehr mit den Akteuren in diesen Bereichen vertraut werden. Im Bereich Gaming sind wir inzwischen mit interessanten, verwandten Firmen wie bspw. Nacon (FR) und Asetek (NOR) recht vertraut. Weitere Namen werden sicherlich folgen, wenn wir diesen spannenden Bereich weiter verfolgen.

Ein weiterer wichtiger Trend, den wir (und viele andere) genau verfolgen, ist E-Commerce. Ein wiederkehrendes Thema ist, dass wir Chancen in Märkten finden, die im Vergleich zu den Produkten, die traditionell im Online-Handel florieren – wie Mode und Elektronik aufgrund ihrer logistischen, marketingtechnischen und regulatorischen Eignung – bisher in der Online-Durchdringung zurückgeblieben sind. Während die Welt immer digitaler wird, glauben wir, dass es im Online-Handel noch viele Bereiche und Möglichkeiten gibt, die erst jetzt an Akzeptanz gewinnen. Die Verbraucher fühlen sich mittlerweile zunehmend wohl, auch Produkte wie alkoholische Getränke (z.B. Wein), Fahrzeuge und Möbel online zu kaufen. Gleichzeitig sind Unternehmen in der Lage, zunehmend effizientere Lösungen für die Bereitstellung solcher Waren zu entwickeln.

Wie immer werden wir vorsichtig sein, zu viel für Träume zu bezahlen, die manche versprechen. Wenn wir jedoch Unternehmen in diesen Bereichen finden, die wir mit einer ausreichenden Sicherheitsmarge kaufen können, machen wir das sehr gerne. Schließlich ist der Kauf guter Unternehmen mit großem Potenzial zu attraktiven Preisen eine gute Basis für außergewöhnliche Renditen.

Wir hatten Ihnen bereits [Naked Wines](#) vorgestellt, das derzeit die Weinbranche in den USA, Großbritannien und Australien disruptiert. In jüngerer Zeit sind wir auf home24 gestoßen. Vor allem unseren in Deutschland ansässigen Investoren dürfte der Online-Möbelhändler ein Begriff sein. Der Möbelmarkt ist einer der verbleibenden Märkte, in denen die Online-Durchdringung noch relativ gering ist. Das bietet den Unternehmen in diesem Segment eine lange Wachstumsperspektive. Obwohl es noch zu früh ist, um zu sagen, wer der oder die endgültigen Gewinner sein werden, glauben wir, dass home24 – insbesondere unter Berücksichtigung der Verbesserungen, die das Unternehmen in den letzten Jahren vorgenommen hat – eine faire Chance hat, zu ihnen zu gehören. In der folgenden Case Study legen wir dar, warum das aus unserer Sicht der Fall sein könnte.

Home24 - Ein unterschätzter Marktführer in einem sehr großen und schnell wachsenden Bereich

Home24 ist ein führender Online-Händler in Kontinentaleuropa und Brasilien, der seinen Kunden bereits viele Wünsche rund ums eigene Zuhause erfüllt. Im Jahr 2020 hat das Unternehmen einen Umsatz von fast EUR 500 Mio. erwirtschaftet. Das brasilianische Geschäft firmiert unter der Marke Mobly und wurde Anfang 2021 separat an der Börse notiert, wobei home24 bis heute der Mehrheitsaktionär geblieben ist.

Unserer Ansicht nach stellt home24 heute aufgrund des von Rückenwinden gekennzeichneten Marktes, eines erfolgreich durchgeführten operativen Turnarounds und einer sehr attraktiven Bewertung eine außergewöhnliche Investitionsmöglichkeit dar. COVID-19 und die daraus resultierenden Restriktionen haben sich ebenfalls positiv auf die jüngsten Ergebnisse sowie die langfristigen Aussichten ausgewirkt.

Die langfristigen Wachstumsaussichten sind unserer Meinung nach sehr gut. Das Management geht davon aus, dass ein Wachstum von 20% p.a. allein aufgrund der Größe des Marktes und einer Steigerung der bisher geringen Online-Penetration erreichbar ist. Der Markt für Haus und Wohnen ist riesig - EUR 560 Mrd. weltweit, davon allein EUR 120 Mrd. in den Regionen, in denen home24 tätig ist - und bietet das Potenzial für viele Jahre mit hohen Wachstumsraten.

Zu den Gründen, die die Online-Penetration im Bereich Haus und Wohnen bisher zurückgehalten haben, gehören u.a. ein geringes Vertrauen in Marken, die hohen Kosten der Produkte und auch deren Größe, welche die Logistik erschwert. Home24 hat erhebliche Fortschritte bei der Lösung dieser Probleme gemacht. Das spiegelt sich unserer Meinung nach auch in der jüngsten Entwicklung wider.

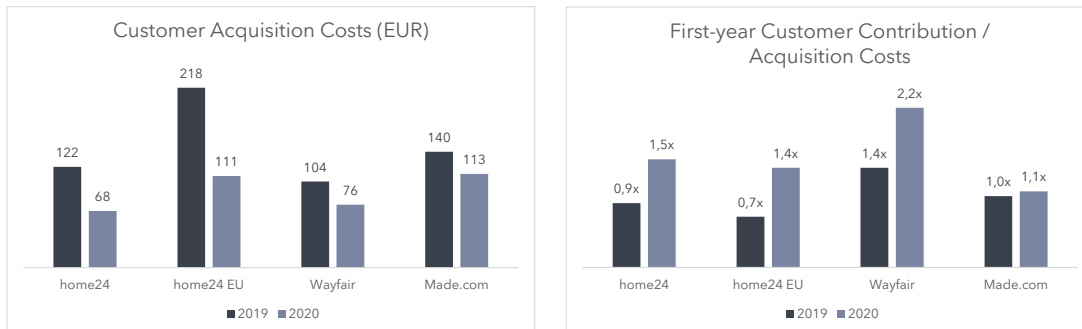
Durch die Bereitstellung eines großen, relevanten Sortiments mit einem Mix aus Eigenmarken und Produkten von Drittanbietern schafft home24 ein breites und attraktives Angebot für Kunden, die online nach Möbeln suchen. Dazu tragen Funktionalitäten wie die Suche nach Bildern, Augmented & Virtual Reality sowie eine Best-in-Class-App bei. Diese bieten dem Kunden Komfort bei einem Kauf, der typischerweise teurer ist als der vieler anderer E-Commerce-Produkte und bei dem Kunden die Produkte noch bevorzugt im Geschäft anschauen. Schließlich mindert der kostenlose Versand die Sorgen der Kunden über zusätzliche Kosten und den Aufwand beim Transport von sperrigen Artikeln.

Das Tracking von Loyalität und Vertrauen in die Marke home24 ist zugegebenermaßen nicht einfach. Neue Kunden tätigen typischerweise einen großen Kauf und geben, im Durchschnitt, zwei Jahre lang keine größeren Beträge für weitere Produkte aus. Vor diesem Hintergrund zielt home24 darauf ab, bereits beim ersten Kauf eines Kunden profitabel zu sein - ein Unterschied im Vergleich zu vielen anderen E-Commerce Plattformen. In den letzten Jahren hat home24 dieses Ziel nicht nur erreicht, sondern das Profitabilitätsniveau stetig verbessern können. Wir sind außerdem zuversichtlich, dass die Umsätze mit zunehmender Markentreue und Vertrauen sowohl von neuen als auch von älteren Kohorten weiter steigen werden. Schließlich gehört home24 nach jüngsten Umfragen bereits zu den bekanntesten Marken in diesem Bereich in Deutschland.

In der Zeit nach dem Börsengang 2018 verfehlte home24 die ambitionierten Umsatzziele und hatte Schwierigkeiten, effizient Kunden zu akquirieren. Das Unternehmen schien sich in einer Abwärtsspirale zu befinden, was sich auch in einem stetig fallenden Aktienkurs widerspiegelte. Neben einem unglücklichen Marktumfeld lagen einige Gründe für die unter den Erwartungen gebliebene Entwicklung in Problemen bei der Implementierung eines neuen ERP-Systems und bei der Logistik. Insbesondere die Logistik ist aufgrund der Größe, des Gewichts und der Sperrigkeit der Artikel komplizierter als in anderen E-Commerce-Unternehmen. Mittlerweile sind diese Probleme vollständig behoben. Heute ist auch gerade die Komplexität einer effizienten Logistik eine Barriere, die neuen Wettbewerbern den Eintritt erschwert.

Seit den Fehlritten nach dem Börsengang hat home24 einen beeindruckenden Turnaround erlebt, der durch Verbesserungen der internen Prozesse, des Marketings und der Logistik vorangetrieben wurde.

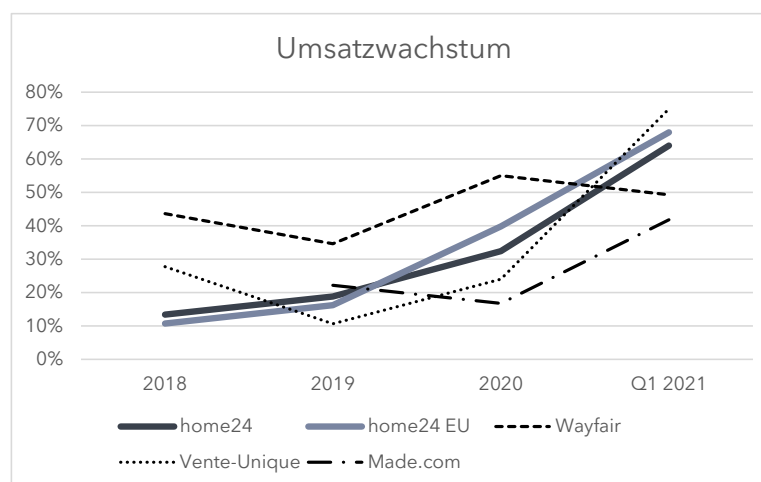
Die KPIs von home24 zeigen große Verbesserungen in der Effektivität des Marketings. Natürlich hat die Ausnahmesituation während der Lockdowns dem Unternehmen starken Rückenwind gegeben. Aber auch der Vergleich der Kennzahlen zeigt, dass home24 nicht mehr hinter den Konkurrenten zurückbleibt. Wenn das Unternehmen weiter an Größe gewinnt und die Volumina steigen, erwarten wir, dass sich die Profitabilität und die KPIs weiter verbessern werden.



Quelle: 'Customer contribution' und 'Customer acquisition costs' basieren auf Finanzdaten der Unternehmen sowie auf internen Schätzungen und Berechnungen. Konzernweite (globale) Kennzahlen für Wayfair; nach unseren qualitativen Recherchen sind die Kennzahlen in Deutschland wahrscheinlich deutlich schwächer.

Von COVID-19 und den daraus resultierenden Schließungen profitierten home24 und andere Online-Anbieter im Bereich Haus und Wohnen in mindestens zweierlei Hinsicht, von (1) dem quasi erzwungenen Umstieg auf E-Commerce während der Schließung des stationären Einzelhandels und (2) dem sogenannten „Cocooning“ – der Zunahme der Zeit, die man zu Hause verbringt, und der Vielfalt der Aktivitäten (einschließlich Arbeiten), die zu erhöhten Ausgaben für das Heim geführt haben.

Dank verbesserter operativer Abläufe und einer effizienteren Kundenakquise konnte home24 stark von den COVID-19-Verschiebungen profitieren und den Umsatz seit der Pandemie prozentual fast genauso schnell oder besser als der Wettbewerb steigern. Dies steht im Gegensatz zum Umsatzwachstum in den Jahren 2018 und 2019, als home24 nach dem Börsengang Mühe hatte, mit den stärksten Wettbewerbern mithalten zu können.



Hinweis: Basiert auf internen Berechnungen und Unternehmensdaten.

Nachdem home24 den Turnaround erfolgreich abgeschlossen hat und im vergangenen Jahr auch dank des Umfeldes sehr stark wachsen konnte, sehen wir für die Zukunft einige Hebel, um die Profitabilität zu steigern. Dazu gehören: (1) Weitere Skalenvorteile mit zunehmender Größe, inkl. weitere Vorteile im Einkauf, (2) eine Erweiterung des Sortiments und ein stärkeres Cross-Selling inkl. dem Verkauf kleinerer, höher-margiger Produkte, (3) ein höherer Anteil an Umsätzen mit Eigenmarken und (4) weitere Verbesserungen in der Effizienz, bspw. aus einem noch besseren Umgang mit Daten.

Wir gehen davon aus, dass home24 mittel- bis langfristig eine Bruttomarge von 50% und eine EBITDA-Marge von über 10% erreichen kann. Kurzfristig nähert sich das Unternehmen dem Break-even. Das Management erwartet, 2022 einen Breakeven auf Cashflow-Basis erreichen zu können. Darüber hinaus bietet die heutige finanzielle Ausstattung von home24 eine komfortable Ausgangslage, auch für schwierigere Zeiten. Im Dezember 2020 hat das Unternehmen Geld für weiteres Wachstum in einer Kapitalerhöhung eingesammelt. Darüber hinaus wurde die Kasse mit einem Verkauf einiger Anteile beim Börsengang von Mobly im Februar 2021 weiter gestärkt. Die Situation unterscheidet sich erheblich zum Jahr 2019, als das Unternehmen mit dem Rücken zur Wand stand, da es noch erhebliche Verluste erwirtschaftete und die Liquidität stark rückläufig war.

Wir sind überzeugt, dass der Trend zum Online-Kauf strukturell ist, auch wenn es aller Voraussicht nach eine Abkühlung der durch COVID-19 verursachten Beschleunigung geben wird. Natürlich sind kurzfristig Umsatzrückgänge oder zumindest ein deutlich langsames Wachstum zu erwarten. Die Auswirkungen solcher Abschwächungen auf die langfristige Bewertung von home24 sind jedoch aus unserer Sicht überschaubar.

Zusammenfassend haben wir mit home24 in einen Marktführer in einem riesigen, wachsenden Markt mit einem klaren Weg zur Profitabilität und einer beeindruckenden wirtschaftlichen Verbesserung zu einem Bruchteil des Preises seiner Wettbewerber investiert.

Es gibt auch noch eine andere Möglichkeit, den Investment Case zu betrachten. Allein die Beteiligung an Mobly, die Cash-Position und eine konservative Bewertung der aktiven latenten Steuern machen heute ~65% der Marktkapitalisierung aus. Die verbleibenden 35% (~EUR 150 Mio.) sind alles, was der Markt dem führenden europäischen Geschäft von home24 zugesteht. Dieses könnte allein in diesem Jahr einen Umsatz von EUR 500 Mio. erzielen. Das ist ein Umsatzmultiplikator von ~0,3x. Ähnliche Unternehmen in vergleichbaren Bereichen werden dagegen oft mit einem Vielfachen des Umsatzes bewertet.

Obwohl es noch zu früh ist, um zu sagen, wie der Online-Bereich in dieser Branche in 5-10 Jahren aussehen wird und wer die letztendlichen Gewinner sein werden, spiegelt der aktuelle Aktienkurs das Potenzial von home24 aus unserer Sicht nicht annähernd wider. Wir glauben zudem, dass der strategische Wert des Kundenstamms und der Logistikkapazitäten für einen Dritten die heutige Bewertung übersteigt.

Portfolio Überblick

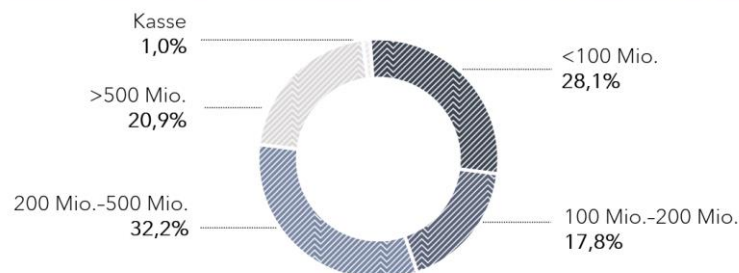
Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 30. Juni 2021:

1	The Gym Group	7,8%	6	Naked Wines	4,9%
2	Sto	7,3%	7	Muehlhan	4,8%
3	Akwel	6,7%	8	Italian Wine Brands	4,4%
4	Endor	6,1%	9	Koenig & Bauer	4,2%
5	Catana	5,0%	10	Holland Colours	4,2%

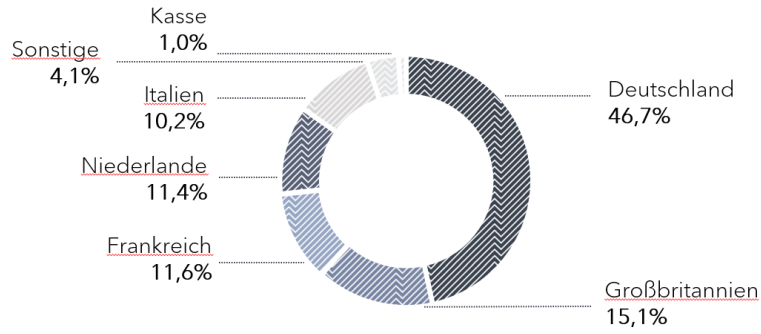
Quelle: HANSAINVEST.

Allokation zum 30. Juni 2021:

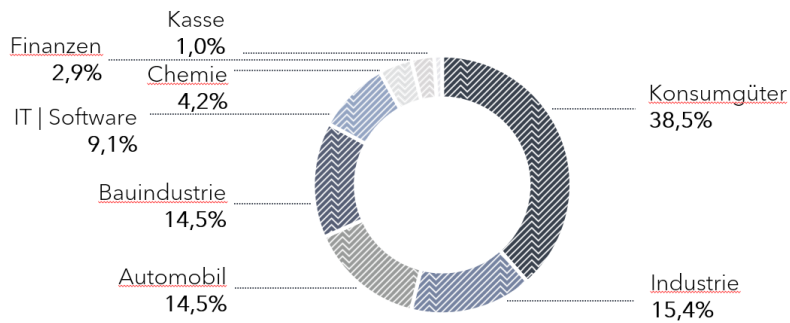
ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



ALLOKATION NACH AUFLAGELAND

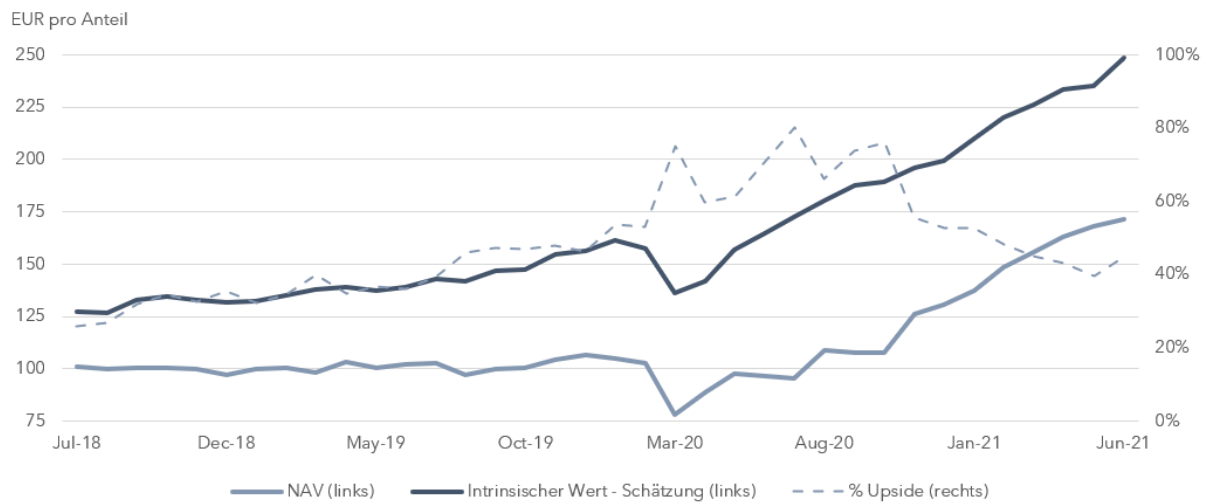


ALLOKATION NACH BRANCHEN



Quelle: HANSAINVEST.

Entwicklung des intrinsischen Wertes und Differenz zum aktuellen NAV:



Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

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: 23. Juli 2021.

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Kurfürstendamm 11, 10719 Berlin handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 3 Abs. 2 WpIG) 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 § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG und der Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 15 WpIG.