GEHLEN
BRÄUTIGAM
CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Kurfürstendamm 11
10719 Berlin

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

Letter to Partners #14

Q4 2021 *(01.10.2021 – 31.12.2021)*

30. Januar 2022

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im vierten Quartal 2021 hat unser Fonds eine **Rendite von +2,8%** erzielt. Die Nettoperformance im Jahr 2021 beträgt **+35,3%**. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 31,2 Mio. Im Jahr 2021 hat der Fonds weitere EUR 14,8 Mio. an Nettomittelzuflüssen erhalten.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 177,36. Der kumulierte Nettozuwachs seit Auflage beträgt **+77,4%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+17,8%** (ggü. +42,1% bzw. +10,5% 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	+35,3%	+34,2%	+34,8%	+24,2%
Seit Auflage	**+77,4%**	**+73,1%**	**+77,2%**	**+42,1%***
Jährliche Entwicklung	**+17,8%**	**+18,0%**	**+21,0%**	**+10,5%***

* 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**

Portfolio

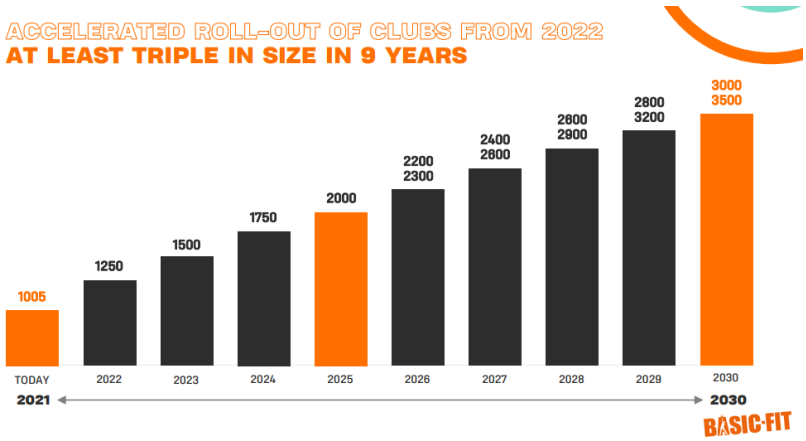
Im vierten Quartal, und generell in der zweiten Jahreshälfte 2021, haben viele sehr hoch bewertete Aktien und Exzesse am Aktienmarkt – wir haben über einige in unserem Letter vor einem Jahr geschrieben – nachgelassen und teilweise starke Kursrückgänge verzeichnet. Auch die Covid-Gewinner, darunter E-Commerce-Unternehmen, waren nicht in der Gunst der Anleger, da sich die Wachstumsraten im Vergleich zu den sehr guten Ergebnissen von 2020 (naturgemäß) verlangsamt haben.

home24 (H24) stellte hier keine Ausnahme dar und hat im Jahr 2021 den negativsten Beitrag zu unserer Performance gebracht. Seit wir mit dem Aufbau der Position begonnen haben, waren wir uns der schwierigen Phase bewusst, die nach dem Auslaufen des COVID-getriebenen E-Commerce-„Boosts" folgen würde. Wir waren entsprechend vorsichtig mit unseren Annahmen. Wir haben unseren Investment Case selbstverständlich auch nach unserem Erstinvestment stets überprüft. Wir sehen nach wie vor, und bei dem jetzigen Preis noch mehr, ein gut positioniertes, wachsendes Unternehmen, das mit weniger als dem 0,3-fachen des Umsatzes erheblich unterbewertet ist.

In den letzten beiden Quartalen hat H24 Ergebnisse geliefert, die wir für zufriedenstellend halten und die unseren Erwartungen entsprechen. Das Unternehmen hat außerdem kürzlich die Übernahme von Butlers angekündigt, die wir derzeit noch eingehend analysieren. Nicht zuletzt ermöglichen die beeindruckenden Fortschritte bei der eigenen Auslieferung auf der „letzten Meile" (20%+ Anteil im 3. Quartal diesen Jahres) eine bessere Kontrolle über das Produkt bzw. den Service, was die Kundenzufriedenheit und den „Lifetime Value" der Kunden erhöhen dürfte.

Auf der anderen Seite können wir sehr zufrieden auf die Entwicklung unserer Fitnessstudio-Beteiligungen schauen, bei denen sich das Geschäft langsam wieder normalisiert. Wir haben erstmals direkt nach dem Ausbruch der Pandemie in **Basic-Fit** investiert. Damals sahen die meisten Investoren das größte Risiko darin, dass die Menschen nicht mehr im gleichen Maße wie früher in die Fitnessstudios zurückkehren würden. Unsere Investition beruhte zum Teil auf der Überzeugung, dass die Menschen nach einer Normalisierung der Situation auch wieder in den Studios trainieren würden. Auch alle initialen Datenpunkte unterstützten diese These (wir haben dazu im LtP #12 auch ein kurzes Update gegeben).

Seitdem hat sich das Sentiment gewendet, auch dank weiterer ermutigender Datenpunkte sowohl von Basic-Fit als auch von Wettbewerbern. Heute scheint das niederländische Unternehmen stärker denn je zu sein. Die Bilanz ist in hervorragender Verfassung, während viele der Konkurrenten geschwächt wurden. Das bietet die Chance, in den nächsten Jahren sowohl auf bestehenden als auch auf neuen Märkten noch schneller Marktanteile zu gewinnen. Der Aktienkurs des Unternehmens spiegelt diese Stärke ebenfalls wider. Er ist gegenüber unserem ursprünglichen Kaufpreis von EUR ~18 um fast 150% gestiegen.



Quelle: Unternehmensinformationen; Stand: 4. November 2021.

Am 4. November hat Basic-Fit einen Kapitalmarkttag veranstaltet. Auf diesem hat das Unternehmen ein umfassendes Update zur Strategie und zu den Wachstumsaussichten gegeben. Während der vierstündigen Präsentation stellte das Management einen sehr optimistischen und ambitionierten Plan vor. Basic-Fit hat sich zum Ziel gesetzt, die Zahl der Studios bis 2030 von derzeit 1.005 auf 3.000 - 3.500 zu verdreifachen. Diese Zahl übertraf unsere Erwartungen (und auch die des Marktes).

Das Management hat ausführlich beschrieben, wie Basic-Fit aufgrund seiner niedrigen Kostenbasis auch Studios in kleinen Städten und Gemeinden sehr profitabel betreiben kann. In diesen können die meisten anderen Fitnessstudioketten nicht profitabel agieren. Dadurch vergrößert sich auch der adressierbare Markt und das langfristige Wachstumspotenzial erheblich. Das Management hat ebenfalls dargelegt, bis Ende 2022 in ein neues europäisches Land expandieren zu wollen (wir vermuten, dass es Deutschland sein könnte).

In der Präsentation wurden auch einige spannende Innovationen vorgestellt. In der Zukunft soll eine Omnichannel-Strategie verfolgt werden, die auch das Training in den eigenen vier Wänden noch stärker unterstützt. Darüber hinaus arbeitet Basic-Fit stetig an Ideen und neuen Anwendungen, um die Kosten für den Betrieb der Fitnessstudios noch weiter zu senken. Wir waren nach dem Kapitalmarkttag beeindruckt und haben unsere Einschätzung und Bewertung des Unternehmens aktualisiert. Trotz der kurzfristigen Herausforderung durch die neue COVID-Variante sind wir überzeugt, dass Basic-Fit eine vielversprechende Zukunft vor sich hat. Wir haben im Laufe des Quartals weitere Aktien gekauft und unsere Position damit ausgebaut. Bei Interesse können Sie die Präsentation des Kapitalmarkttags hier abrufen.

In Mailand haben wir uns mit einer Gruppe von Bankern und Investoren getroffen und an einer Exkursion in die Barolo Region in Italien teilgenommen. Dort befindet sich ein wesentlicher Teil der Kelter- und Abfüllanlagen von **Italian Wine Brands** (IWB). Bislang verläuft unser Engagement bei IWB sehr erfolgreich. Der Besuch vor Ort war auch ein guter Zeitpunkt, unser Investment erneut zu evaluieren. Sowohl der CEO wie auch der CFO waren während des gesamten Besuchs anwesend. Sie haben im Anschluss an die Führung durch die Produktionsanlage eine Präsentation über die aktuelle Strategie des Unternehmens gehalten und standen uns für Fragen zur Verfügung.

Während der Präsentation hat das Management besonders auf die verstärkten Ambitionen für die Expansion in den USA hingewiesen. Kurz nach unserem Besuch hat das Unternehmen dann auch einen US-Großhändler übernommen. Es ist uns bewusst – auch durch unser Engagement bei Naked Wines – dass ein erfolgreicher Eintritt in den US-Markt eine große Herausforderung darstellt. Auf der anderen Seite sehen wir die Opportunität, die der größte Weinmarkt der Welt bietet. In der Zwischenzeit haben wir auch weitere (sehr) positive Rückmeldungen von Branchenexperten und vor allem von Großkunden zur Position von IWB erhalten.

Im folgenden Abschnitt erörtern wir, wie wir über Akquisitionen denken und in welchen Fällen wir eine höhere Chance sehen, dass Akquisitionen einen Mehrwert schaffen. Wir gehen insbesondere näher auf die jüngsten Übernahmen von IWB ein. Abschließend stellen wir Ihnen unser Investment in Sto im Detail vor. Sto ist schon seit einiger Zeit eine der größten Positionen in unserem Portfolio. Weitere Informationen zu unserem Portfolio finden Sie wie gewohnt auf den letzten Seiten.

Wir sind dankbar, dass unser Fonds im vergangenen Jahr so stark gewachsen ist, und freuen uns über die Qualität der Investoren, die neu in den Fonds investiert haben. Um es einfacher zu machen, unsere Botschaft und unsere Überzeugungen weiterzugeben, hatten wir kürzlich die Gelegenheit zu unserem ersten Videointerview mit Tilman Versch von der Good Investing Community. Das Video wurde bisher mehr als 1.000-mal angeschaut. Schauen Sie gerne rein. Sie können es natürlich auch sehr gerne mit anderen Investoren teilen, die zu unserer Gruppe gleichgesinnter Anleger passen könnten.

Nicht zuletzt möchten wir hervorheben, dass Kory und Tristan den Titel *Partner* erhalten haben. Wir glauben fest an ein leistungsorientiertes Management des Fonds ohne Hierarchien. Dieser neue Titel spiegelt dies angemessen wider.

Wir 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*

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

Marketing Information.

Der Wert von guten Akquisitionen – „3 zum Preis von 2"
In unseren letzten Lettern haben wir erfreut über die Übernahmeaktivitäten einiger unserer Investments berichtet. Wir sehen Übernahmen allerdings nicht grundsätzlich positiv. Tatsächlich stehen wir ihnen eher skeptisch gegenüber. Sowohl die Theorie als auch zahlreiche praktische Beispiele stützen die Sichtweise, dass Akquisitionen in den meisten Fällen für den Käufer nicht wertsteigernd, sondern wertmindernd sind. Letztendlich hängt die Attraktivität einer Übernahme aber von den transaktionsspezifischen Konditionen und dem Kontext der jeweiligen Situation ab.

Warum man bei Übernahmen vorsichtig sein sollte
Ein häufig genannter und intuitiver Grund für die schlechte Performance von Akquisitionen ist der Wunsch vieler Manager, ein „Imperium" aufzubauen, anstatt den Wert zu optimieren. Wir als Investoren suchen nach Managern die Werte für ihre Stakeholder schaffen – die Aktionäre, aber auch Mitarbeiter und Kunden.

So wie viele Investoren am Kapitalmarkt neigen auch viele Manager zu prozyklischem Verhalten. In Zeiten, in denen die Geschäfte gut laufen und die Aktienkurse steigen, wächst das Vertrauen der Manager. In solchen Zeiten ist auch das Kapital zur Finanzierung von Übernahmen leicht verfügbar und günstig. Allerdings sind dies auch genau die Zeiten, in denen die Bewertungen in der Regel am höchsten sind und der Wettbewerb um die Übernahmeziele groß ist (da sich andere Unternehmen in der gleichen Situation befinden).

Abgesehen von dem Risiko, Unternehmen zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt zu kaufen, kann die Übernahme anderer Unternehmen und deren Integration auch (sehr) schwierig sein. Unterschiedliche Kulturen sind ein Hauptproblem. Mitarbeiter können sich mit einem Unternehmen (einer Marke) verbunden fühlen und sind möglicherweise weniger bereit und motiviert, für ihren neuen Arbeitgeber zu arbeiten. Auch sind die Synergien selten so hoch oder leicht zu erreichen wie vor der Übernahme geschätzt.

Italian Wine Brands – eine wertschöpfende Akquisitionsstrategie
Wir suchen nach Managern, die wie Eigentümer denken und handeln. Dieser Punkt zählt für uns umso mehr, wenn Akquisitionen Teil der Investment-These sind. Neben dem direkten Besitz von Anteilen kann die Strukturierung der Management-Vergütung ebenso entscheidend sein wie die Qualität und Unabhängigkeit des Aufsichtsrats. Eine langfristige (!) Interessengleichheit mit den wichtigsten Entscheidungsträgern erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Übernahmen „aus den richtigen Gründen" getätigt werden.

Aus offensichtlichen Gründen bevorzugen wir Akquisitionen, die finanziell attraktiv sind – die also einen unmittelbaren und leicht quantifizierbaren wirtschaftlichen Mehrwert schaffen – und bei denen die Kultur beider Unternehmen zueinander passt. Darüber hinaus gibt es noch weitere Gründe, die eine Übernahme attraktiv machen können. Sie kann insbesondere dazu beitragen, den Burggraben und die Marktposition eines Unternehmens zu stärken. Solche Gründe sind jedoch von außen häufig schwieriger zu beurteilen.

Wir mögen akquisitorische Unternehmen, wenn sie in einer großen, aber fragmentierten Branche tätig sind, d.h. einer Branche mit vielen kleineren Akteuren. Genau wie bei unserem eigenen Investmentansatz sehen wir in solch einer Industriestruktur die Möglichkeit für eine große Auswahl an potenziell attraktiven Zielen. Darüber hinaus können kleinere Unternehmen zu attraktiveren Bewertungen gekauft werden. Die Bewertungen hängen letztlich von Angebot und Nachfrage ab. Wenn es weniger Wettbewerb durch andere Erwerber, aber ein großes Angebot an verkaufswilligen Unternehmen gibt, sind die Preise natürlich niedriger. Dies kann ein hervorragendes Umfeld für erfolgreiche „Roll-ups" sein. Der Kauf kleinerer Unternehmen bietet einen weiteren Vorteil. Es kann viel einfacher und vor allem weniger riskant sein, mehrere kleinere Akquisitionen im Laufe der Zeit zu integrieren, als ein Unternehmen derselben Größe zu kaufen.

Das „akquisitionsfreudigste" Unternehmen in unserem Portfolio ist der Weinproduzent Italian Wine Brands (IWB). Wir haben den Investment Case in unserem LtP #9 ausführlich beschrieben. IWB hat seit Anfang 2020 drei Unternehmen übernommen. Diese haben insgesamt einen Umsatz von rund EUR 240 Millionen erwirtschaftet. Ohne diese Akquisitionen hätte IWB im Jahr 2020 einen Umsatz von rund EUR 190 Mio. erzielt, d. h. IWB hat seinen Umsatz in den letzten 2-3 Jahren allein durch Übernahmen verdoppelt.

Wir sehen in Italian Wine Brands einen führenden Akteur in einer fragmentierten Branche, der durch eine überlegene Execution im Vergleich zum Wettbewerb heraussticht. IWB hat bewiesen, dass es andere Firmen zu attraktiven Bewertungen kaufen kann. Die Synergien auf der Kostenseite sind beträchtlich. Vor allem durch eine

gemeinsame Produktion und einen gemeinsamen Einkauf können – neben den Einsparungen in administrativen Bereichen – Kosten gespart werden. Das reduziert die effektiv gezahlten Übernahmepreise.

Zielunternehmen	Datum	Kaufpreis	Umsatz	EBIT	Geschätzte Synergien	EV/EBIT	EV/EBIT (inkl. Synergien)
Enovation Brands	Dez-2021	22,9	28,3	2,2	0,8	10,2x	7,5x
Enoitalia	Jun-2021	150,5	200,8	13,6	6,0	11,1x	7,7x
Raphael Dal Bo	Mrz-2020	12,6	10,1	1,7	1,0	7,5x	4,7x

Notiz: Zahlen in EUR Mio.; Quelle: Unternehmensinformationen, Gehlen Bräutigam Capital (insbesondere Schätzungen von Synergien).

Die obige Tabelle zeigt, dass IWB die Unternehmen für das 5-7,5-fache des EBIT erworben hat, wenn man die (von uns geschätzten) Synergien berücksichtigt. Diese Akquisitionspreise sind sehr attraktiv und liegen deutlich unter der Bewertung, die der Markt IWB selbst zuschreibt. Die Aktie wird derzeit mit dem ~13-fachen des EBIT gehandelt. Aus den Preisen ergibt sich eine Rendite (ohne Einbezug von Wachstum) auf das investierte Kapital – den Übernahmepreis – von 10-15%. Diese Verzinsung liegt deutlich über den Kapitalkosten des defensiven Geschäftsmodells von IWB. Darüber hinaus berücksichtigt sie insbesondere kein Wachstum sowie keine Umsatzsynergien. Diese spielen bei den Akquisitionen aber eine sehr wichtige Rolle. Dank des wenig kapitalintensiven Geschäftsmodells von IWB ist das Wachstum auch sehr wertsteigernd.

Der Verkauf an Alessandro Mutinelli (CEO und Gründer von IWB) und sein Team erscheint uns auch als eine sehr interessante Exit-Möglichkeit für den Eigentümer eines Unternehmens. Trotz des Potenzials für Kostensynergien ist IWB in erster Linie daran interessiert, gemeinsam zu wachsen. Dies schützt das Vermächtnis, während der Verkauf an einen Finanzinvestor oder ein großes Unternehmen mit anderen Risiken verbunden sein könnte, wie z. B. weitreichenden Entlassungen von Mitarbeitern.

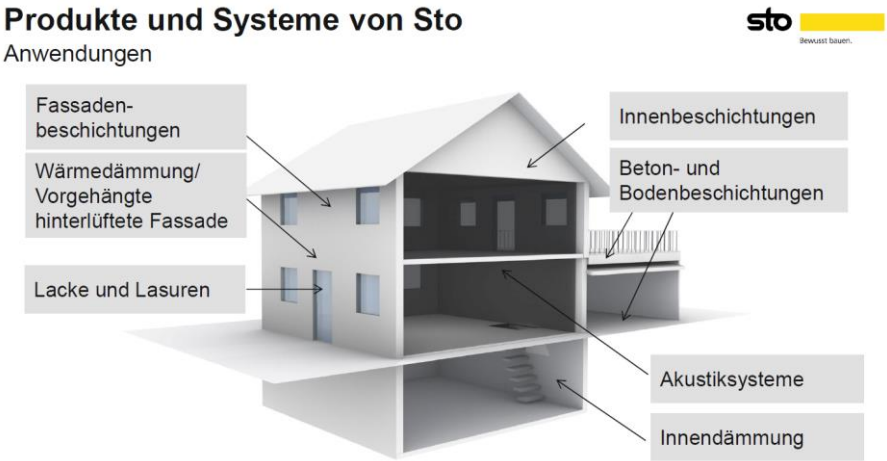
Nachdem Italian Wine Brands einige Unternehmen gekauft und für den Erfolg dieser Akquisitionen viel Anerkennung bekommen hat – was sich auch sehr direkt in einem stark gestiegenen Aktienkurs widerspiegelt – wird IWBs Position nur noch stärker. Der Bekanntheitsgrad nimmt zu, qualifizierte Mitarbeiter gehen aktiv auf das Unternehmen zu und potenzielle Verkäufer werden IWB als eine der ersten Optionen in Betracht ziehen. Darüber hinaus hat IWB durch die gestiegene Bewertung der Aktie eine starke Währung, um weitere Übernahmen zu finanzieren. In dieser Hinsicht ist es dem Unternehmen gelungen, einen „Schwungrad-Effekt" in Gang zu setzen.

Sto – „Sanierung" einer langjährigen Erfolgsgeschichte

Sto ist unserer Meinung nach ein ideales Beispiel für ein sehr gutes, aber unterschätztes und übersehenes Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt. Sto ist ein Qualitäts-Unternehmen mit einer sehr beständigen und erfolgreichen Historie. Während des größten Teils seiner Zeit an der Börse wurden die Aktien von Sto dennoch zu recht moderaten Bewertungen gehandelt. Manchmal werden wir von Investoren gefragt, warum sich das ändern sollte. Wir glauben nicht, dass eine kurzfristige Änderung der Marktwahrnehmung für einen langfristig orientierten Investor notwendig sein muss.

Wer vor 20 Jahren in Sto investiert hat, hat seinen Einsatz bis heute fast **verzwanzigfacht** (inkl. Dividenden). In dieser Zeit ist das Unternehmen bei geringer Volatilität und attraktiver Rentabilität stetig gewachsen – die Kapitalrenditen lagen während der Zeit fast in jedem Jahr zwischen 10 und 25%. Die Umsätze haben sich von EUR 460 Mio. im Jahr 2001 auf fast EUR 1,6 Mrd. im Jahr 2021 mehr als verdreifacht. In zwei Jahrzehnten ist der Umsatz von Sto in keinem einzigen Jahr um mehr als 3% zurückgegangen, nicht einmal während der Finanzkrise.

Trotz dieser beeindruckenden Entwicklung wird die Sto-Aktie nur von einer Analystin gecovert und ist aus unserer Sicht immer noch sehr attraktiv bewertet. Abgesehen von der sehr erfolgreichen Historie sind wir der Meinung, dass sich Sto heute an einem Wendepunkt befindet. Wir werden im weiteren Verlauf dieser Case Study darlegen, warum das heutige Umfeld für Sto möglicherweise vorteilhafter ist als zu jedem anderen Zeitpunkt in den letzten 20 Jahren.



Quelle: Unternehmensinformationen.

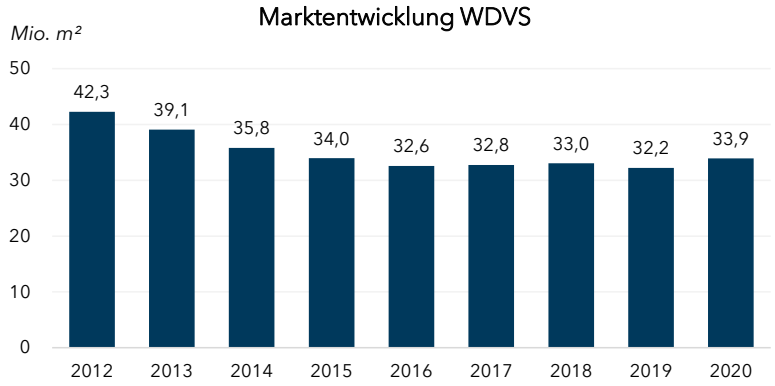
Sto erwirtschaftet etwa die Hälfte seines Umsatzes mit Fassadensystemen, i.W. Wärmedämmverbundsysteme (WDVS). Daneben vertreibt das Unternehmen in der Produktgruppe Fassadenbeschichtungen Putz- und Anstrichsysteme für den Außenbereich (22% des Umsatzes). Produkte für den Innenbereich, z.B. Anstrichsysteme für Wohn- und Büroräume oder dekorative Beschichtungen, machen weitere 15% des Umsatzes aus. Auch wenn die Umsätze in den letzten beiden Jahrzehnten im Durchschnitt stärker im Ausland gewachsen sind, erwirtschaftet Sto immer noch 45% des Umsatzes im Heimatmarkt Deutschland.

Das Unternehmen ist in einer (sehr) fragmentierten Branche tätig, in der auch heute noch viele kleinere Anbieter aktiv sind. In Deutschland gehört Sto zu den wenigen großen Anbietern und ist dank seiner starken und bekannten Marke sowie der engen Beziehungen zu den Kunden sehr gut positioniert. Die Produkte von Sto werden aufgrund ihres hohen Qualitätsniveaus, ihrer Zuverlässigkeit und der zusätzlichen Serviceleistungen des Unternehmens zu Premiumpreisen verkauft. Sto hat seinen Vertrieb insbesondere so strukturiert, dass alle am Bau beteiligten Parteien (u.a. Bauherren, Investoren, Planer sowie Architekten und Handwerker) mit ihren spezifischen Anliegen individuell angesprochen werden.

Die starke Positionierung und die Wettbewerbsvorteile haben in den vergangenen Jahren zu kontinuierlichen Marktanteilsgewinnen geführt. Heute hat Sto in seinen Kernmärkten Frankreich, Deutschland, Niederlande und Belgien führende Marktpositionen.

Mit Herausforderungen konfrontiert

Wie bereits erwähnt, steht Sto, und die gesamte Branche, unserer Meinung nach heute vor einem Wendepunkt. Auch wenn man es anders vermuten könnte, war das Umfeld für Wärmedämmverbundsysteme in den letzten Jahren nämlich nicht gerade förderlich. Das Marktvolumen in Deutschland ist stetig zurückgegangen.



Quelle: VDPM – Verband für Dämmsysteme, Putz und Mörtel e.V.

Ausgelöst wurde dieser Rückgang u.a. durch Diskussionen in den Medien über Wärmedämmsysteme. Nicht zuletzt der Brand im Grenfell Tower, einem großen Wohngebäude in London, war in den Medien sehr präsent und hat Investoren verunsichert. Die Außendämmung wurde als einer der Brandverursacher genannt.

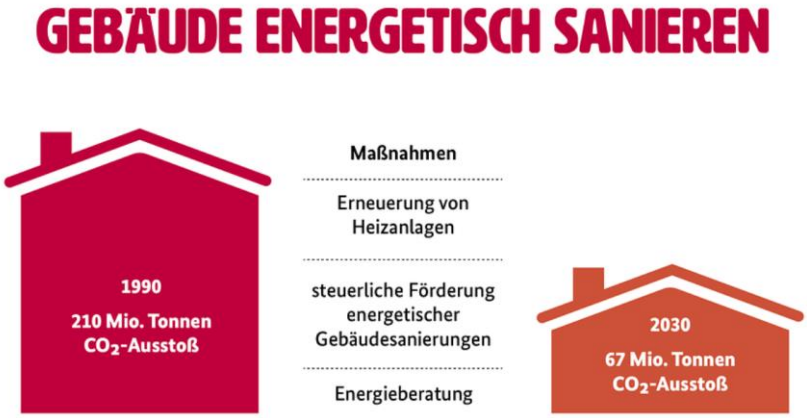
Abgesehen von dieser negativen Presse hat die Politik 2011 erwogen, zusätzliche Subventionen für Wärmedämmungen bereitzustellen. Seitdem sind die Diskussionen über Subventionen regelmäßig wieder aufgeflammt (insbesondere von 2012-16). Sie wurden aber nie eingeführt. Dies führte dazu, dass Entscheidungsträger Investitionen zur Erneuerung der Wärmedämmungen aufschoben, in der Hoffnung und Erwartung, dass sie später von Subventionen profitieren könnten.

Dieses unglückliche Umfeld war auch der Hauptgrund dafür, dass Sto seine Wachstumsziele in den letzten Jahren (vor 2021) nicht erreicht hat. Dennoch kann die Leistung von Sto in diesem Umfeld als beeindruckend bezeichnet werden. Zwischen 2012 und 2020 ist das **Marktvolumen um 20% zurückgegangen**. Im gleichen Zeitraum ist es **Sto gelungen, den Umsatz um 25% zu steigern**.

Der Kampf gegen den Klimawandel beginnt

Gebäude sind für einen erheblichen Teil der gesamten CO2-Emissionen verantwortlich. Die Schätzungen reichen von 15-20 % der gesamten Emissionen bis hin zu noch deutlich höheren Prozentsätzen (insbesondere wenn die Produktion und Lieferung von Baumaterialien einbezogen werden). Eine bessere Isolierung von Gebäuden würde sich zweifellos sehr positiv auswirken.

Wie jeder täglich beobachten kann, haben das Bewusstsein und der Drang, klimaschädliche Emissionen zu verringern, in den letzten Jahren stark zugenommen. Auch für den Gebäudesektor wurden spezifische Ziele festgelegt. In Deutschland müssen die Treibhausgasemissionen des Sektors bis 2030 gegenüber 1990 um zwei Drittel sinken. Um diese Ziele zu erreichen, werden Fördermittel und Unterstützungsmaßnahmen in sehr großem Umfang bereitgestellt.



Quelle: https://www.bundesregierung.de/breg-de/suche/sofortprogramm-klimaschutz-1934852.

Allein im **Sofortprogramm 2022**, welches dem Sofortprogramm 2021 folgt, will die **Bundesregierung zusätzliche fünf Milliarden Euro** für die energetische Gebäudesanierung und den Neubau von Gebäuden, einschließlich des sozialen Wohnungsbaus, bereitstellen.

Im **EU Green Deal**, dessen erster Entwurf Ende 2019 veröffentlicht wurde, ist die energetische Sanierung einer der wesentlichen Punkte. Bis 2030 wird eine **Verdoppelung der jährlichen Sanierungen angestrebt**. Für dieses Ziel werden gigantische Fördervolumina bereitgestellt sowie weitere Maßnahmen (z.B. stark verbesserte Genehmigungsverfahren) gefördert.

Natürlich wird sich erst in den nächsten Jahren zeigen, welche Auswirkungen diese Worte und guten Absichten tatsächlich haben und wie sie umgesetzt werden. Es scheint jedoch fast sicher, dass das Marktumfeld für Sto im nächsten Jahrzehnt günstiger sein wird als im letzten Jahrzehnt.

In den letzten Monaten hat sich ein weiterer potenzieller Rückenwind aufgetan, nämlich stark gestiegene Energiepreise. Bei höheren Energiekosten wird das Energiesparen durch eine effizientere Dämmung wirtschaftlich noch attraktiver.

Obwohl es schwierig ist, die genauen Auswirkungen auf die Entwicklung von Sto abzuschätzen – man sollte auch bedenken, dass es Wachstumsengpässe wie z.B. Handwerkerkapazitäten gibt – würde es uns überraschen, wenn das Unternehmen angesichts des deutlich positiveren Umfelds zu niedrigen einstelligen Wachstumsraten zurückkehrt. Sto hat kürzlich eine neue Mittelfrist-Prognose veröffentlicht, die hohe einstellige Wachstumsraten anvisiert. Wir halten das für erreichbar. Im Jahr 2021 konnte der Umsatz jedenfalls um ~11% gesteigert werden.

Die Bewertung bleibt attraktiv

Als wir unsere Position in Sto im Jahr 2019 aufbauten, wurde die Aktie mit dem 6-7-fachen des EBIT und einer zweistelligen Free Cash Flow-Rendite gehandelt. Wir haben ein sehr solides Unternehmen mit einem beeindruckenden langfristigen Track Record gesehen und hielten es auch damals bereits für sehr wahrscheinlich, dass das Umfeld in den nächsten Jahren günstiger sein würde als in den letzten Jahren.

Damals blickten wir hoffnungsvoll auf die vielversprechenden Auswirkungen erster Initiativen, die in Frankreich gestartet wurden. In jüngster Zeit verdichten sich die Zeichen immer mehr, dass die Subventionen auch in anderen Ländern ihren Weg in die Realwirtschaft finden. Nachdem der Aktienkurs seit unserer Erstinvestition um mehr als 150% gestiegen ist, wird die Aktie heute immer noch mit einer Free Cash Flow-Rendite von 6,5-7% (vor Wachstumsinvestitionen) gehandelt. Wenn man bedenkt, wie solide und cash-generativ das Unternehmen ist, wäre dies eine angemessene Rendite, wenn die Wachstumsaussichten gering wären. Angesichts des sehr günstigen Umfelds und der starken Positionierung gehen wir jedoch davon aus, dass Sto den Free Cash Flow um 10-15% pro Jahr steigern kann, indem es seinen Umsatz erhöht und die Margen auf das mittelfristige Ziel von >10% (auf EBT-Ebene) verbessert.

Diese Annahmen implizieren eine mittelfristige Rendite von 15-20% p.a. (FCF-Rendite + FCF-Wachstum), ohne dass der Markt die Aktie höher bewerten würde. Das halten wir für besonders attraktiv, da wir in Sto aufgrund (1) des sehr stabilen Geschäfts, (2) der starken strukturellen Treiber und (3) der sehr konservativen Finanzierungsstruktur ein Investment mit weit unterdurchschnittlichem Risiko sehen.

Unserer Meinung nach ist die Finanzierungsstruktur sogar zu konservativ. Im ersten Halbjahr 2021 verfügte Sto nach unseren Berechnungen über einen Nettobarmittelbestand („Net Cash") von rund EUR 200 Mio. Wir gehen davon aus, dass dieser Kassenbestand zum Jahresende um weitere EUR 100 Mio. höher sein wird. Selbst unter Berücksichtigung von Pensionsverbindlichkeiten i.H.v. EUR 120 Mio. ist dies für ein so solides und Cash Flow-starkes Unternehmen wie Sto sehr konservativ. Auch im Vergleich zur aktuellen Marktkapitalisierung von EUR 1,45 Mrd. sind diese Beträge signifikant.

Wir gehen davon aus, dass sich die Finanzierungssituation in nicht allzu ferner Zukunft ändern wird. Entweder findet Sto gute Unternehmen, die es zu attraktiven Preisen erwerben kann, oder eine Sonderdividende wird immer wahrscheinlicher (bereits im Jahr 2015 gab es eine große Sonderausschüttung). Das Thema könnte bereits auf der nächsten Hauptversammlung – also in einigen Monaten – auf der Tagesordnung stehen, wenn man bedenkt, wie viel Cash sich dank der starken Performance der letzten Jahre bereits angesammelt hat.

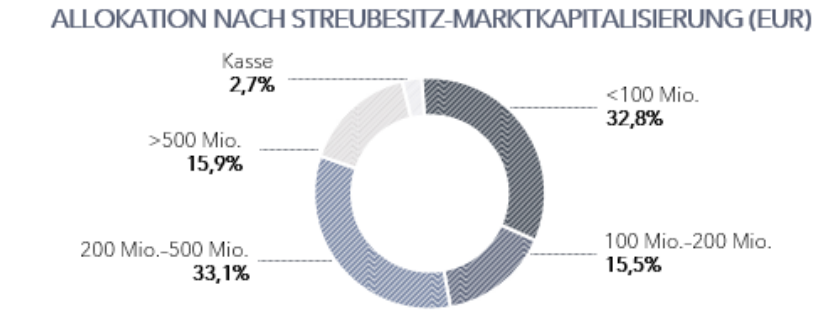
Portfolio Überblick

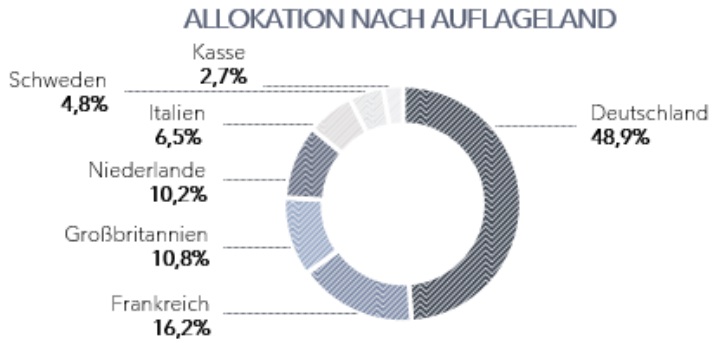
Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 30. Dezember 2021:

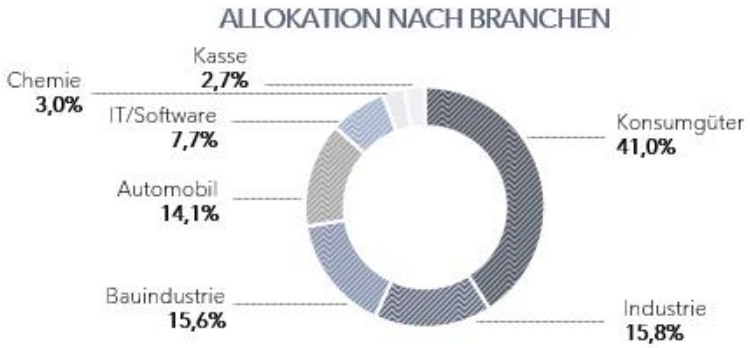
1	Sto	7,4%	6	Catana	5,0%
2	Muehlhan	7,2%	7	Ferronordic	4,8%
3	Akwel	7,0%	8	Naked Wines	4,7%
4	home24	6,6%	9	Basic-Fit	4,6%
5	The Gym Group	6,2%	10	Traumhaus	4,4%

Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

Allokation zum 30. Dezember 2021:

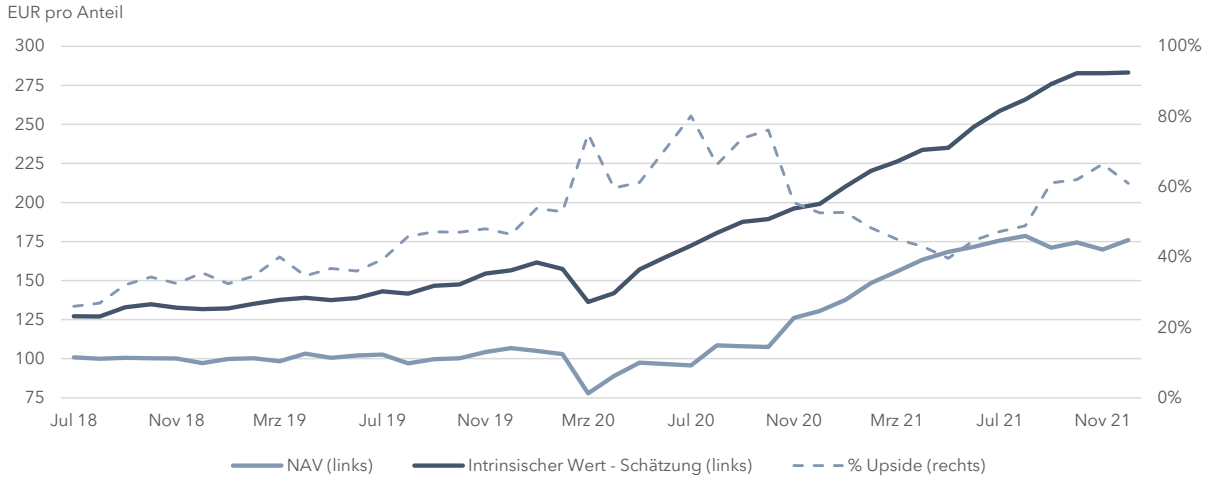






Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

Entwicklung des von uns geschätzten 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: 30. Januar 2022.

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.