GEHLEN
BRÄUTIGAM
CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Kurfürstendamm 11
10719 Berlin

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

Letter to Partners #15

Q1 2022 *(01.01.2022 – 31.03.2022)*

14. April 2022

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im ersten Quartal 2022 hat unser Fonds eine **Rendite von -15,6%** erzielt. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende nahezu unverändert bei EUR 30,1 Mio. Seit Jahresbeginn hat der Fonds EUR 4,2 Mio. an Nettomittelzuflüssen erhalten.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 149,63. Der kumulierte Nettozuwachs seit Auflage beträgt **+49,6%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+11,3%** (ggü. +28,1% bzw. +6,8% 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%
2022 YTD	-15,6%	-15,8%	-15,7%	-9,8%
Seit Auflage	**+49,6%**	**+45,7%**	**+49,3%**	**+28,1%***
Jährliche Entwicklung	**+11,3%**	**+11,1%**	**+13,1%**	**+6,8%***

* 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. Die vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Alle Angaben gemäß BVI-Methode, die Kosten auf Fondsebene sind berücksichtigt. Quelle: HANSAINVEST.
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

Die russische Invasion in der Ukraine hat in kurzer Zeit vieles verändert. Natürlich steht die menschliche Tragödie im Vordergrund. Die Bilder und Nachrichten sind schrecklich. Unsere Gedanken sind bei den Menschen in der Ukraine und bei den vielen Geflüchteten. Wir hoffen, dass sich die Situation in ihrem Land bald verbessern wird.

Wie zu Beginn der Corona-Pandemie ist auch die Panik an den Börsen erst einmal groß gewesen. Aus Investorensicht ist es in solchen Situationen unserer Meinung nach wichtig, erst einmal die Ruhe zu bewahren. Natürlich ist die Situation herausfordernd. Wir haben uns viele Gedanken über die möglichen Auswirkungen gemacht und bis heute auch ein paar Änderungen im Portfolio vorgenommen.

Die meisten Anpassungen waren bisher verhältnismäßig klein, mit der Ausnahme von **Ferronordic**. Das Unternehmen ist in unserem Portfolio zweifelsfrei am direktesten und stärksten von den jüngsten Entwicklungen betroffen. Ferronordic ist ein in Schweden ansässiges Unternehmen, allerdings erwirtschaftet es über 70% der Umsätze in Russland, als (exklusiver) Distributor für Volvos Bau- und Minenmaschinen. Trotz aus unserer Sicht sehr attraktiver Investmenteigenschaften – hohe Profitabilität, sehr hohes Wachstum, strukturelle Gründe für weiteres Wachstum (die russische Infrastruktur hat viel Verbesserungspotenzial), geführt von Gründern mit einer hohen Beteiligung und eine sehr niedrige Bewertung – haben wir die Größe der Position aufgrund des Russland-Exposures in den vergangenen Quartalen immer unter 5% des gesamten Fonds gehalten.

Bereits im Januar diskutierten wir intern das erhöhte Risiko eines Einmarschs durch Russland in die Ukraine. In den folgenden Wochen haben wir erste Verkäufe vorgenommen. Jedoch konnten wir uns nicht vorstellen, dass sich die Situation so entwickelt. Am 24. Februar, dem Morgen der Invasion, haben wir unsere letzten Anteile zu ca. SEK 140 pro Aktie verkauft. Kurz darauf veröffentlichte das Unternehmen die offizielle Nachricht, dass es (vorerst) aufgrund der Sanktionen keine Volvo Maschinen mehr nach Russland importieren darf.

Neben Ferronordic ist das direkte Exposure unserer Unternehmen zu Russland und der Ukraine sehr gering. Der Umsatzanteil ist bei keinem Unternehmen höher als im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Jedoch gibt es erhebliche indirekte Effekte. Gerade die gestiegenen Energiepreise sowie höhere Kosten einiger Rohstoffe – direkt da ein großer Anteil aus Russland importiert wurde oder indirekt aufgrund der gestiegenen Energiepreise (z.B. Stahl) – haben eine wesentliche Auswirkung auf die Kostenbasis vieler Unternehmen.

Wenn sie in der Lage sind, reagieren Unternehmen mit Preissteigerungen. Vor dem Hintergrund einer ohnehin aktuell höheren Inflation wirkt sich das negativ auf die Endnachfrage aus. Die Menschen müssen mehr Geld für Benzin, Heizen und teilweise auch Lebensmittel ausgeben und haben weniger Geld für diskretionäre Einkäufe. Darüber hinaus sind die Konsumenten (und Unternehmen) aufgrund des Kriegs und der Ungewissheit über die Zukunft verunsichert. Das Konsumentenvertrauen befindet sich auf Tiefstständen – nahe der Corona-Tiefs.

Aufgrund dieser Ausgangslage waren wir bisher mit Nachkäufen bei zyklischeren Unternehmen bzw. auch Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe grundsätzlich sehr vorsichtig. Mittlerweile nehmen die Bewertungen einiger Einzeltitel in unserem Portfolio aus unserer Sicht allerdings schon sehr negative Szenarien an und wir sind der Meinung, dass die Chancen trotz der großen Herausforderungen überwiegen.

Nachdem wir uns einen Überblick über die (möglichen) Auswirkungen und die Risiken für die Unternehmen in unserem Portfolio verschafft haben, sind wir in die Offensive gegangen und haben nach Chancen Ausschau gehalten. In einem panischen Umfeld – die vergangenen Wochen fallen sicherlich darunter – lassen sich immer Opportunitäten finden. Wir haben die Anteile an den Discount-Fitnessstudios **Basic-Fit** und **GYM Group** erhöht. Die Unternehmen sind aus unserer Sicht von der aktuellen Lage fast gar nicht betroffen, dennoch haben die Aktienkurse zwischenzeitlich stark nachgegeben. Die Aktie von GYM Group bspw. war fast 30% im Minus. Heute ist GYM die drittgrößte Position im Fonds.

Italian Wine Brands ist aus unserer Sicht ein weiteres gutes Beispiel für ein Unternehmen, welches nur sehr geringfügig von der Situation betroffen ist. IWB hat so gut wie keine Umsätze in Russland oder der Ukraine. Wein ist – zumindest in den Ländern, in denen IWB aktiv ist – eher ein Basisgut und daher nicht so stark von der Kauflaune der Konsumenten betroffen. Das Unternehmen spürt die aktuelle Inflation zwar auf der Kostenseite, gerade beim Transport und bei den Verpackungen. Auch gibt es teilweise einen Mangel an Weinflaschen, der es IWB nicht erlaubt, das volle Umsatzpotenzial auszuschöpfen. Die Kostensteigerungen gibt IWB aber bereits jetzt *teilweise* an die Kunden weiter. Der CEO Alessandro Mutinelli denkt in dieser Situation langfristig. Er möchte vor allem die Marktanteile verteidigen und das Ergebnis mittelfristig deutlich steigern, auch wenn er dafür dieses Jahr eine leicht niedrigere Marge akzeptieren muss. Insgesamt sollte sich der Effekt aber unserer

Einschätzung nach im Rahmen halten. Wir haben unsere Position wieder aufgestockt, als der Preis mit anderen Nebenwerten unserer Meinung nach zu Unrecht unter Druck gekommen ist.

Wie oben bereits angesprochen, hat die aktuelle Situation einen potenziell besonders negativen Effekt auf das produzierende Gewerbe. Insgesamt kommt ca. 1/3 unseres Portfolios aus diesem Bereich. Im Folgenden gehen wir auf einige wesentliche Positionen genauer ein:

Villeroy & Bochs Produktion (das Brennen von Keramik) ist energieintensiv. Für die nächsten 2-3 Jahre hat das Unternehmen einen wesentlichen Teil des Energiebedarfs jedoch bereits vor dem starken Anstieg der Energiepreise abgesichert. Außerdem kann Villeroy die gestiegenen Kosten durch regelmäßige und aktuell sehr hohe Preissteigerungen weitergeben. Tatsächlich erwirtschaftet das Unternehmen die sehr erfreulichen Gewinne bereits mit Energiepreisen, die nahe der aktuellen (sehr hohen) Niveaus liegen. Die sehr günstige Bewertung (~6x EV/EBIT) für ein Unternehmen mit der Qualität von Villeroy preist auch eine schwächere Nachfrage bereits mehr als ein.

SAF Holland ist ein LKW-Zulieferer. Die Endnachfrage ist zyklisch. Das Unternehmen selbst ist dank des sehr starken Aftermarket-Geschäfts deutlich weniger zyklisch – die Marge ist in der Vergangenheit (auch beim Wettbewerber JOST Werke) sogar bei großen Umsatzrückgängen relativ stabil gewesen. Aktuell ist die Nachfrage ungebrochen hoch. Wir rechnen allerdings damit, dass das Jahr 2023 herausfordernder wird. Die Bewertung ist aus unserer Sicht jedoch auch unter dieser Annahme viel zu niedrig. Für SAF ist u.a. Stahl ein Kostenfaktor, der sich in den letzten Wochen nochmal stark erhöht hat. Die Preissteigerungen kann das Unternehmen aber – mit einer Verzögerung von ein paar Monaten – nahezu komplett weitergeben.

Die Automobilzulieferer (**Akwel** / **Sogefi**) sind aus unserer Sicht in einer der schwierigsten Positionen. Aufgrund der Stärke der Autobauer (OEMs) ist es für diese Unternehmen nicht einfach, Preissteigerungen (zeitnah) weiterzugeben. Energiekosten spielen eher eine geringe Rolle (<0,5% des Umsatzes), aber andere Rohstoffe sind sehr relevant. Auch kurzfristige Produktionsstopps und die unregelmäßigen Produktabrufe sind eine große Herausforderung. Die Bewertungen der beiden Firmen sind allerdings so niedrig, dass wir kaum ein aus unserer Sicht realistisches Worst Case-Szenario rechnen können, indem der heutige Aktienkurs fair ist. Darüber hinaus könnte die aktuelle Situation des Automarkts – er befindet sich eher an einem zyklischen Tief – trotz eines sehr herausfordernden Umfelds zu Wachstum in den nächsten Jahren führen. Wir sind sehr vorsichtig bei unseren Einschätzungen, aber sehen die Chancen für eine bessere Entwicklung eigentlich sehr gut.

Insgesamt sind wir gerade bei Unternehmen, die direkt von den aktuellen Veränderungen betroffen sind, bisher zurückhaltend. Wir fühlen uns aber sehr wohl mit den Unternehmen, in die wir investiert sind. Wir sind überzeugt, dass sie in der Lage sind, die Preissteigerungen aufgrund ihrer Marktpositionen (größtenteils) weiterzugeben und dass sie im Wettbewerbsvergleich sehr gut aufgestellt sind.

Die Bewertungen vieler – auch konjunkturunabhängiger – Unternehmen befinden sich in der Nähe historischer Tiefststände. Auch wenn sich in diesem Moment nach wie vor schwer einschätzen lässt, wie sich die aktuelle Situation und die Wirtschaft in den nächsten Jahren entwickeln werden, sehen wir mit einem mittel- bis langfristigen Blick heute außergewöhnlich viel Potenzial für unser Portfolio.

Im folgenden Abschnitt erörtern wir, wie Experteninterviews uns helfen bessere Investitionsentscheidungen zu treffen. Abschließend stellen wir Ihnen unser Investment in Villeroy & Boch im Detail vor.

Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen und wünschen Ihnen und Ihren Familien schöne und erholsame Ostertage. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen.

Mit herzlichen Grüßen,

Daniel Gehlen *Marc-Lennart Bräutigam*

Experteninterviews
Das gestiegene Fondsvolumen – auch dank der eingangs beschriebenen Nettomittelzuflüsse in den Fonds in diesem Jahr – und die damit verbundene höhere absolute Verwaltungsvergütung ermöglicht es uns, mehr in Research zu investieren. Im LtP #13 haben wir bereits über die Erweiterung unseres Teams berichtet.

Bisher haben wir zahlreiche Management-Interviews mit den Verantwortlichen unserer Portfoliounternehmen geführt und stehen generell im regelmäßigen Austausch mit ihnen. Darüber hinaus suchen wir stets das Gespräch mit möglichst vielen weiteren Stakeholdern wie (ehemaligen) Mitarbeitern, Kunden oder Wettbewerbern. Wir sind überzeugt, dass wir uns durch solche „Experten"-Interviews gerade bei weniger beachteten Nebenwerten einen Vorteil verschaffen können.

In der Vergangenheit haben wir dazu vorwiegend unsere eigenen Netzwerke genutzt. Beispielsweise hatten wir uns intensiv mit mehreren Kontakten aus der Automobilbranche unterhalten, bevor wir unsere Investments in Akwel und Le Bélier getätigt haben. Natürlich stößt die eigenständige Recherche, gerade bei der Suche nach Leuten mit speziellen Erfahrungen rund um ein kleines Unternehmen, schnell an ein Limit.

Bestärkt durch die positiven Erfahrungen und mit der Ambition, immer etwas mehr als die anderen Marktteilnehmer zu wissen, haben wir uns intensiv mit den Möglichkeiten der Expertenplattform Tegus beschäftigt.

Tegus besitzt eine große Datenbank an geeigneten Interview-Kandidaten. Darüber hinaus sucht ein spezialisiertes Team nach neuen möglichen Kandidaten anhand unserer Anforderungen und Wünsche. Das bietet uns die Möglichkeit, mit einem geringen (zeitlichen) Aufwand an die besten Experten zu kommen, um mehr über ein Unternehmen zu erfahren.

Außerdem wird jedes Interview, welches von Investoren über Tegus geführt wurde, als Transcript auf der Plattform gespeichert und allen Kunden von Tegus zur Verfügung gestellt. Durch diese sehr wertvolle Datenbank können wir uns häufig schnell ein umfassendes Bild zu einem Unternehmen schaffen. Die Informationen gehen dabei weit über das hinaus, was im Geschäftsbericht veröffentlicht oder vom Management berichtet wird – sowohl in der Breite als auch in der Tiefe und häufig in ihrer Objektivität.

Experteninterviews sind aus Kostengründen eher für große Hedge Funds oder Private Equity Firmen zugänglich – teilweise kosten einzelne Interviews über EUR 1,000 pro Stunde. Das Modell von Tegus ermöglicht es Investoren, Interviews für deutlich geringe Kosten als bei vergleichbaren Plattformen zu führen. Tegus finanziert sich vor allem durch die Gebühr für den Zugang auf die Datenbank aller Interviews.

Die Kultur und der Umgang mit Tegus gefällt uns bisher sehr gut. Im Vergleich zu anderen Anbietern ist das Unternehmen noch relativ jung und hat sehr dynamische Wachstumspläne in Europa. Aufgrund der gleichgerichteten Interessen – Tegus will in Europa möglichst schnell seine Datenbank ausbauen und wir wollen möglichst viel über unsere Zielunternehmen lernen – konnten wir uns auf einen attraktiven Deal einigen. Seitdem haben wir über 20 Interviews zu bestehenden, ehemaligen und möglichen neuen Portfoliopositionen geführt. Nach zwölf Monaten sehen wir, dass die Plattform einen großen Mehrwert für unseren Investmentprozess liefert.

Sto – ein praktisches Beispiel
Im Fall von Sto wollten wir einen besseren Überblick über die Dynamiken im Unternehmen gewinnen. Wir nehmen den Hersteller von Wärmedämmungen als einen recht innovativen Mittelständler wahr, bei dem es naturgemäß auch noch Verbesserungsmöglichkeiten in der Effizienz gibt (welche das Unternehmen selbst kommuniziert).

60% der Wärmedämmungen, die Sto verkauft, basieren auf dem Dämmmaterial Polystyrol. Da es über Polystyrol von Zeit zu Zeit negative Nachrichten in der Presse gibt – kürzlich wurde von einem Gebäudebrand in Essen berichtet, bei dem auch das Dämmmaterial (Polystyrol & Steinwolle) ein Thema war – wollten wir ein besseres Bild davon bekommen, wie einfach Sto seine Produktionsprozesse von Polystyrol auf andere Dämmstoffe umstellen könnte. Auch wenn wir das Risiko in den nächsten Jahren als gering einschätzen, war es uns – gerade aufgrund der Größe der Position in unserem Portfolio – wichtig, eine Bestätigung von einem „Außenstehenden" zu erhalten.

Aufgrund der hervorragenden Recherchearbeit des Tegus Teams konnten wir bereits nach kurzer Zeit, mit einem ehemaligen Vorstandsmitglied von Sto sprechen. Dieser hatte das Unternehmen in 2019 verlassen. Neben einem tieferen Einblick in das Unternehmen – welcher unsere Wahrnehmung von außen weitestgehend

bestätigt hat – konnte er außerdem viele Argumente zur Polystyrol-Diskussion nennen. So sieht er nur ein geringes Risiko, dass sich die Haltung gegenüber Polystyrol in den nächsten Jahren deutlich verschlechtert. Das Kernargument: Es werden dringend mehr Dämmungen benötigt und Polystyrol ist nun mal die kostengünstigste Alternative. Sollte sich das Umfeld dennoch anders entwickeln, könnte Sto seinen Vertrieb relativ problemlos stärker auf Dämmsysteme basierend auf anderen Dämmstoffen fokussieren. Bereits heute basieren laut Vorstand ca. 30% der verkauften Dämmsysteme auf Mineralwolle.

Fazit: Mittelfristig ist der Investment Case von Sto aus unserer Sicht sogar besser geworden. Der Trend zu Wärmedämmungen sollte mit gestiegenen Energiepreisen stärker sein (es ist wirtschaftlicher, diese einzubauen). Die Politik wird außerdem ein noch größeres Interesse haben, den Energieverbrauch der Gebäude und damit die Abhängigkeit von russischem Öl und Gas (und dem anderer Staaten) zu reduzieren. Sto ist für ein produzierendes Unternehmen nicht besonders energieintensiv, dennoch werden die gestiegenen Preise natürlich zu höheren Kosten führen. Sto gibt diese über Preiserhöhungen weiter, dabei gibt es aber für gewöhnlich eine Verzögerung. Wir rechnen mit einer leicht schwächeren Marge in diesem Jahr. Dennoch hat sich unsere Einschätzung der Aktie aufgrund der noch stärkeren mittelfristigen Treiber verbessert. Sto ist nach wie vor eine unserer größten Positionen.

Villeroy & Boch – ein Traditionsunternehmen poliert sich auf

Villeroy & Boch hat eine lange Tradition von über 250 Jahren und umfasst heute zwei Geschäftsbereiche. Im Segment Bad & Wellness produziert und verkauft das Unternehmen Toiletten, Duschen, Badewannen sowie Bademöbel und -accessoires aller Art. Außerdem verkauft Villeroy im Segment Dining & Lifestyle hochwertiges Geschirr-, Glas- und Besteckkollektionen sowie Accessoires sowohl in eigenen Läden als auch vermehrt online. Villeroy erwirtschaftet 30% der Umsätze in Deutschland und über 75% in Europa. Darüber hinaus ist Asien – und besonders China – ein potenzieller Wachstumsmarkt.

Wir haben Villeroy bereits vor der Fondsgründung analysiert und beobachten das Unternehmen seitdem, mittlerweile also seit mehr als vier Jahren. Neben der in den letzten Jahren durchgehend recht günstigen Bewertung hat uns immer schon die starke und sehr nachhaltige Positionierung sehr gut gefallen. Villeroy ist unbestritten eine Premium-Marke. Auch wenn die Marke aus unserer Sicht vom Unternehmen nicht immer ins beste Licht gerückt wurde (gerade in den 2000ern), hat sie nie einen Schaden genommen, was ihre Wertigkeit unterstreicht.

Neben der starken Marke stellt der zwei- bzw. dreistufige Vertrieb im Bereich Bad & Wellness – also der Verkauf über Handwerker, Architekten, Interior Designer und Fachplaner – eine wesentliche Eintrittsbarriere dar. In Verbindung mit der starken Marke führt er zu einer Preissetzungsmacht, da der Endkunde nicht immer direkt die Preise vergleicht.

Warum interessieren wir uns gerade heute für die Aktie? Bei einem genaueren Blick auf die historischen Zahlen fällt auf, dass die Profitabilität im letzten Jahrzehnt – seit 2012 – kontinuierlich gestiegen ist. Im letzten Jahr hat sie allerdings nochmal einen Sprung gemacht. Die EBIT-Marge ist von ~6% auf ~9,5% gestiegen. Natürlich liegt die Vermutung nahe, dass diese Verbesserung primär mit den Rückenwinden (u.a. Cocooning) durch Corona zusammenhängt. Wir sind allerdings, wie das Management, überzeugt davon, dass die Verbesserungen strukturell und nachhaltig sind. Die Gründe, die uns zuversichtlich stimmen:

- Im Jahr 2021 hat Villeroy & Boch ~13% mehr Umsatz als in 2019 erwirtschaftet. Im gleichen Zeitraum ist die Anzahl der Mitarbeiter allerdings um mehr als 10% gesunken. Die Personaleffizienz, gemessen als Umsatz/Mitarbeiter, hat sich also erheblich erhöht;
- Die Bruttomarge konnte trotz erheblicher Steigerungen der Energie- und Logistikpreise sowie der Kosten für Rohstoffe und Verpackungsmaterialien von ~40-42% in den letzten Jahren auf ~44% gesteigert werden;
- Villeroy hat im letzten Jahr EUR 23 Mio. mehr in Marketing investiert als im Vorjahr und dennoch eine deutlich höhere Marge erwirtschaftet;
- Auch einige (nicht börsennotierte) Wettbewerber konnten in den letzten Jahren bereits deutlich höhere Margen erzielen. Im Vergleich zu vielen von diesen sehen wir in Villeroy ein besser

positioniertes Unternehmen. Auch das unterstreicht, dass eine höhere Profitabilität möglich und nachhaltig sein sollte;

- Für das nächste Jahr erwartet das Management eine im Vergleich zu 2021 höhere Marge. Darin sehen wir eine weitere Bestätigung, dass die Verbesserungen strukturell sind, insbesondere da die Prognosen von Villeroy für gewöhnlich konservativ sind.

Bei einem Margenniveau von ~10% liegen die Kapitalrenditen von Villeroy bei 20-25%. Das ist ein hervorragender Wert für ein produzierendes Unternehmen.

Neben der gesteigerten Profitabilität sind wir vor allem von Villeroys Marketingaktivitäten aus den letzten Jahren angetan. Gerade für ein Traditionsunternehmen ist es beeindruckend, wie Villeroy seine Produkte und seine Marke heute präsentiert und positioniert. Auf der letzten Analystenkonferenz im Februar hat das Management (wie bereits im letzten Jahr) sehr ausführlich beschrieben, wie man gerade via Social Media auf Kunden zugeht. Die Erfolge lassen sich mehr als sehen:

Quelle: Villeroy & Boch – Präsentation der Analystenkonferenz (17.02.2022)

Wir sehen auch darin einen wesentlichen Treiber des jüngst sehr starken Wachstums. In der Vergangenheit (vor 2021) konnte Villeroy seine Umsätze mit Raten von 2-4% pro Jahr steigern – also leicht über dem generellen Wirtschaftswachstum. Wir sehen aufgrund der neuen Stärke der Marke und des Marketings die Möglichkeit, dass die nächsten Jahre von einem deutlich schnelleren Wachstum gekennzeichnet sein werden.

Im letzten Jahr konnte Villeroy, natürlich auch dank der Corona-Rückenwinde, die Umsätze um einen Rekordwert von 18% steigern. Wir rechnen keineswegs damit, dass solche Raten mittelfristig erreichbar sind. Wir sehen aber die Möglichkeit, dass das Unternehmen mit 5%+ pro Jahr wachsen kann – auch ausgehend von der höheren Basis aus dem Jahr 2021.

Wie bereits am Anfang des Letters kurz angedeutet, ist Villeroy ein Unternehmen, welches (indirekt) von der aktuellen Situation betroffen ist. Villeroy hat zwar nur ein geringes direktes Exposure zu Russland – die Umsätze in Russland machten in der Vergangenheit ~2% des Gesamtumsatzes aus. Es gibt auch keine Produktion in Russland oder der Ukraine. In der Ukraine gibt es lediglich einen kleinen Vertriebsstandort mit fünf Mitarbeitern. Die Produktionsstätten befinden sich in Westeuropa – Deutschland (Mettlach), Frankreich, Schweden und Benelux – sowie in Ungarn und Rumänien. Außerdem betreibt Villeroy ein großes Werk in Thailand.

Jedoch spielen die Energiepreise eine wichtige Rolle, da das Brennen von Keramik ein energieintensiver Prozess ist, für den Erdgas benötigt wird. Auf der kürzlich gehaltenen Hauptversammlung hat Villeroy erklärt, dass die Ausgaben für Erdgas im letzten Jahr EUR 12 Mio. betragen haben. Natürlich ist das ein signifikanter Betrag. Allerdings belaufen sich die Kosten letztendlich „nur" auf 3% der Umsätze. Ein Blick in den kürzlich veröffentlichten Nachhaltigkeitsbericht zeigt, dass Villeroy 2021 450 GWh Erdgas verbraucht hat. Das würde bedeuten, dass der durchschnittliche Preis bei ~EUR 25/MWh gelegen hat. Eine Verdreifachung der Gaspreise würde also einen zusätzlichen Aufwand von 6% der Umsätze bedeuten.

Wir gehen davon aus, dass Villeroy die Preise in diesem Jahr zumindest für einen Teil der Produkte um fast 10% steigern wird. Diese Steigerungen kommen zusätzlich zu den Erhöhungen aus dem letzten Jahr. Insgesamt sind wir sehr zuversichtlich, dass Villeroy die Kostensteigerungen durch höhere Preise ausgleichen kann. Das ist der große Vorteil eines Unternehmens mit Preissetzungsmacht, gerade in einem inflationären Umfeld.

Kurzfristig (für die nächsten 2-3 Jahre) hat Villeroy den Großteil seines Energiebedarfs übrigens abgesichert und wird die Auswirkungen höherer Energiepreise daher auf der Kostenseite frühestens ab dem nächsten Jahr stärker zu spüren bekommen. Das generelle Versorgungsrisiko besteht natürlich weiterhin. Wenn Villeroy gar kein Gas bekommt, kann das Unternehmen auch nicht produzieren.

Neben dem Risiko steigender Energiepreise kann auch ein schwächeres wirtschaftliches Umfeld die Nachfrage nach Produkten von Villeroy beeinflussen. In der Finanzkrise – welche den Immobilienbereich besonders schwer getroffen hat – ist der Umsatz um ~15% zurückgegangen. Das ist ein vergleichsweise geringer Rückgang und stimmt uns auch für den Fall einer schlechten Entwicklung der Wirtschaft in den nächsten Jahren zuversichtlich.

Wie immer zählt am Ende der Preis, den wir vor dem Hintergrund der Risiken zahlen. Im letzten Jahr hat Villeroy ein EBIT von ~EUR 90 Mio. erwirtschaftet. Die Marktkapitalisierung liegt beim aktuellen Kurs bei ~EUR 575 Mio. Villeroy hat eine starke Bilanz mit ~EUR 320 Mio. Cash und finanziellen Verbindlichkeiten von EUR 110 Mio., das „Net Cash" beträgt also ~EUR 210 Mio. Es gibt darüber hinaus eine Pensionsverbindlichkeit von EUR 175 Mio. In Summe ergibt sich ein Unternehmenswert von EUR 540 Mio. (575 – 210 + 175). Villeroy wird aktuell also ungefähr mit dem 6-fachen des EBITs aus dem letzten Jahr bewertet. Ohne die Wachstumsinvestitionen (Kapazitätserweiterungen), die für das nächste Jahr geplant sind, würde Villeroy auf einer zweistelligen Free Cash Flow-Rendite handeln.

Für dieses Jahr plant Villeroy mit einem Umsatzwachstum von 5-6%. Dieses kommt i.W. aus Preissteigerungen. Außerdem peilt das Unternehmen wie oben beschrieben eine weitere Steigerung der Marge an, sodass das operative Ergebnis um 5-10% steigen soll.

Aus unserer Sicht ist diese Bewertung viel zu niedrig. Aufgrund der beschriebenen Stärke der Marke im Premium-Bereich – welche sich vor allem darin zeigt, dass Villeroy hohe Kapitalrenditen erwirtschaften und Preise erhöhen kann – und der Stabilität des Geschäfts, hat die Aktie eine viel höhere Bewertung verdient.

Der Wettbewerber Geberit handelt bei >20x EBIT. Es gibt mit Sicherheit einige Charakteristika, die Geberit attraktiver erscheinen lassen. Die beiden Unternehmen sind aber grundsätzlich nicht zu verschieden. Die Höhe der Bewertungsdifferenz verdeutlicht aus unserer Sicht die Unterbewertung von Villeroy.

Wie oben beschrieben hat Villeroy eine sehr starke Bilanz. Das Management möchte das Geld bevorzugt in Zukäufe anderer Unternehmen investieren. Wir würden es lieber sehen, wenn Villeroy eine höhere Dividende ausschütten würde. Aktuell schüttet das Unternehmen EUR 1,00 an die Vorzugs-Aktionäre aus (beim aktuellen Kurs eine Dividendenrendite von 4,5%). Es wäre aber auch eine doppelt so hohe Dividende und zusätzlich eine Sonderausschüttung möglich. Noch besser wäre aus unserer Sicht ein Aktienrückkauf – insbesondere bei der aktuell sehr niedrigen Bewertung wird es schwierig sein, ein ähnlich gutes Unternehmen zu finden, welches man für einen vergleichbaren Preis kaufen kann. Da sich alle Aktien mit Stimmrechten in den Händen von Familien (Nachkommen) der Unternehmensgründer befinden, können wir allerdings keinen Einfluss auf diese Entscheidungen nehmen.

Zuletzt besitzt Villeroy noch einige versteckte Reserven außerhalb des operativen Geschäfts. Es bestehen insbesondere Chancen bei der Entwicklung und Vermarktung operativ nicht mehr benötigter Immobilien. Im Jahr 2019 wurde bereits eine Immobilie in Luxemburg, bis auf das Schlossareal, für über EUR 100 Mio. (!) verkauft. Villeroy arbeitet an der Modifikation des bestehenden Flächennutzungsplans und der Ausarbeitung eines Bebauungsplans für das Gesamtgelände. Der Beschluss zur Aufstellung des Bebauungsplans wurde mittlerweile von den zuständigen Gremien in Luxemburg gefasst. Wenn die Genehmigungsprozedur erfolgreich durchlaufen wird (geplant für Ende diesen Jahres), ist mit weiteren Ertragspotenzialen zu rechnen. Wir schätzen diese auf mind. EUR 25 – 30 Mio. – vielleicht gibt es im nächsten Jahr eine Sonderdividende.

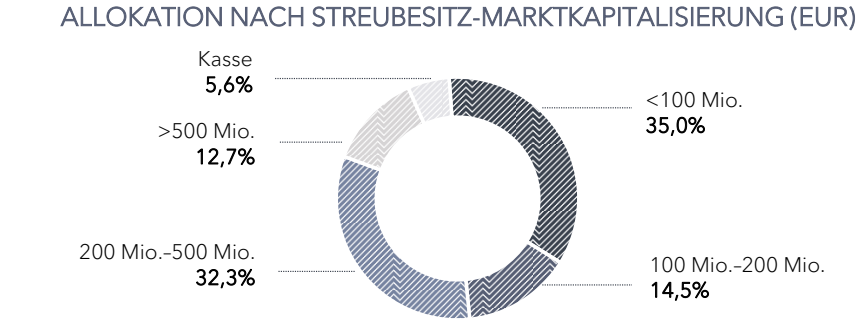
Portfolio Überblick – zum 31.03.2022

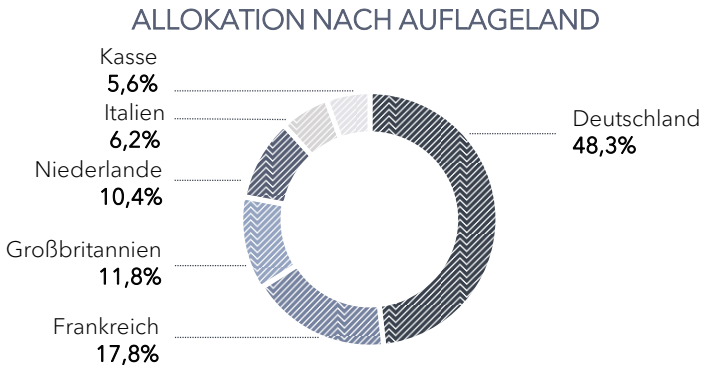
Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

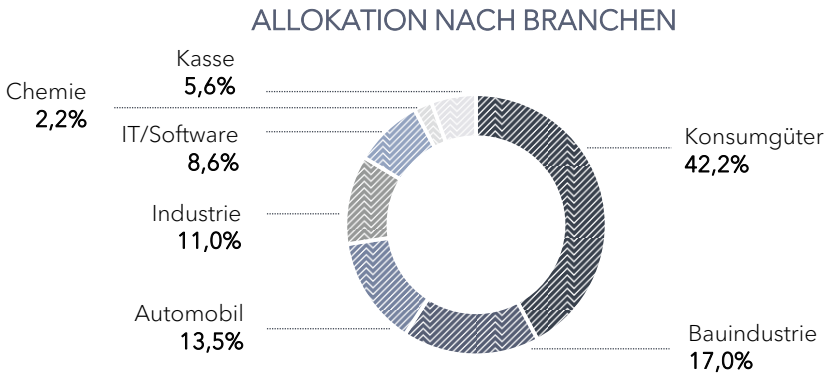
1	Muehlhan	8,1%	6	Villeroy & Boch	5,0%
2	Sto	8,0%	7	Basic-Fit	4,7%
3	The Gym Group	7,4%	8	home24	4,6%
4	Guillemot	6,6%	9	Catana	4,6%
5	Akwel	6,6%	10	Naked Wines	4,5%

Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

Allokation:

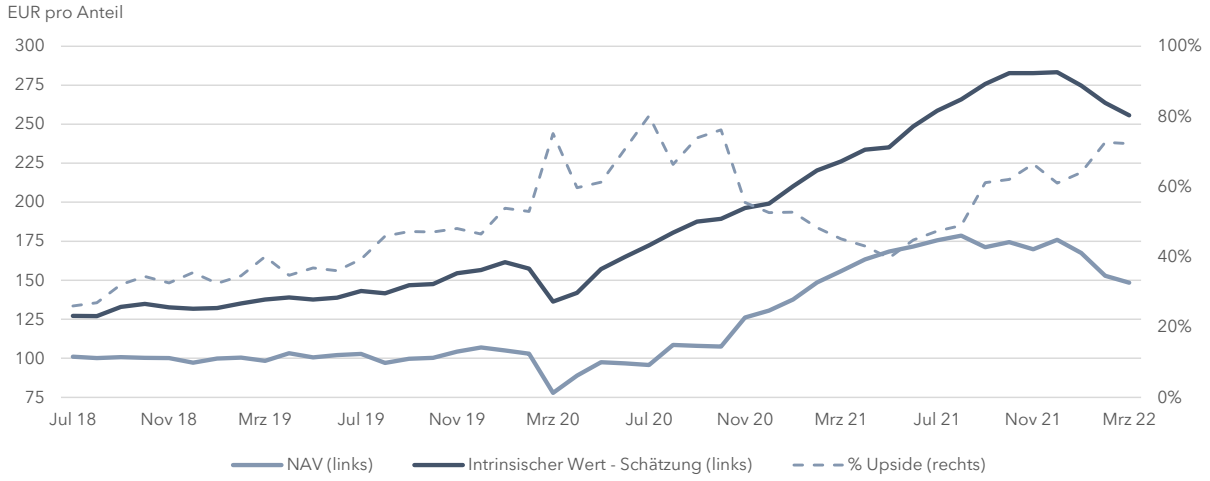






Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

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: 14. April 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.