

## Georgien - Auf der Jagd nach versteckten Werten an der Grenze zwischen Osteuropa und Westasien

*"I'd say the necessary condition for the existence of bargains is that perception has to be considerably worse than reality. That means the best opportunities are usually found among the things most others won't do. After all, if everyone feels good about something and is glad to join in, it won't be bargain-priced." – Howard Marks*

Kürzlich hatten wir die Gelegenheit unsere Portfolioholding Georgia Capital **vor Ort in Tiflis** zu besuchen. Für uns war es das erste physische Management-Meeting seit Beginn der Covid-19-Pandemie und ein willkommene Abwechslung zu der Vielzahl an Zoom/Teams/Skype-Calls mit Unternehmensrepräsentanten über das letzte Jahr.

**Georgia Capital, eine Investment-Holding**, die sowohl in börsengehandelte als auch private georgische Unternehmen investiert, könnte als untypisches Investment für Healthcare-fokussierte Investoren wie uns gesehen werden. Unser Engagement in dem Titel entstand durch die Annahme eines Übernahmeangebots von Georgia Capital für unsere vorherige Portfolioholding **Georgia Healthcare Group**. Trotz der nicht mehr ausschließlichen Fokussierung auf Healthcare, ergab die Annahme des Übernahmeangebots für uns einen Sinn. Denn neben der Chance weiterhin an der gültigen **Wachstumsstory im georgischen Healthcare-Sektor** exponiert zu bleiben ergibt sich über die Holdinggesellschaft die Möglichkeit, bei einer attraktiven Bewertung, in eine Reihe weiterer Qualitätsunternehmen und lokalen Marktführern in den verschiedenen Bereichen wie Banken, Versicherung, Versorger und Bildung in Georgien zu investieren.

Bei unserem Besuch in Tiflis bekamen wir nicht nur die Gelegenheit den **CEO von Georgia Capital, Irakli Gilauri**, zu treffen, der unserer Meinung nach ein außergewöhnlicher Kapitalallokator ist, sondern konnten mit Vertretern von Georgia Healthcare Group und Bank of Georgia, eines ihrer größten Krankenhäuser, ihr diagnostisches Großlabor "Megalab" und eine Bankfiliale der SOLO Brand, einer Subeinheit der Bank mit Fokus auf gehobene Privatkunden, besuchen. Der Austausch mit den Geschäftsführern operativer Einheiten war aufschlussreich und wir haben den Eindruck gewonnen, dass einige Maximen sich wie ein roter Faden durch das Konglomerat ziehen: operative Exzellenz, profitables Wachstum und optimale Kapitaleffizienz.

Wir sind nach wie vor zuversichtlich was die idiosynkratische Wertschöpfung bei Georgia Capital angeht, zudem ist unsere Überzeugung von der **Nachhaltigkeit des Wachstums der georgischen Wirtschaft** gestiegen, welche laut verschiedener Schätzungen bereits in 2021 zu realen BIP-Wachstumsraten von >5% zurückkehren dürfte. Bei den aktuellen Kursen wird die Aktie von Georgia Capital mit einem Abschlag von ca. 40% zum Nettoinventarwert (NAV) und dem 7-fachen unserer Schätzung des GJ21e „Look-Through“ EBIT gehandelt, was unseren Erachtens nach ein attraktives Bewertungsniveau angesichts des zugrundeliegenden Wachstumspotentials darstellt. Das Zusammenspiel von noch immer weitestgehend attraktiven Wachstumsperspektiven für Portfoliounternehmen von Georgia Capital und ein vermutlich weiterhin anhaltendes signifikantes Wachstum der georgischen Wirtschaft selbst, stellt eine vielversprechende Grundlage für zukünftiges Wachstum in Georgia Capital's NAV dar. Darüber hinaus glauben wir, dass das Unternehmen eine interessante Möglichkeit bietet, ein diversifiziertes Engagement gegenüber einer schnell wachsenden Volkswirtschaft zu erlangen, welche für Anleger sonst nur schwer zugänglich ist.



## LACUNA | On Site | Georgien

Hintergrund.....	1
Georgien - Ein kurzer Exkurs über eine wirtschaftliche Erfolgsgeschichte.....	2
Georgia Capital.....	4
Zusammenfassung .....	10

## Hintergrund

Unser Interesse an Georgien begann mit einer Investition in die ehemals börsennotierte Georgia Healthcare Group (GHG), welche wir 2019 über unseren Lacuna Global Health tätigten. Als wir in GHG investiert haben, wurde die Aktie mit 10x „Owner Earnings“ gehandelt, was wir als attraktive Bewertung für einen **lokalen Branchenführer im Bereich Krankenhäuser/Polykliniken sowie Pharmagroßhandel/-distribution** erachteten. Darüber hinaus haben wir die Möglichkeit gesehen sich an einer säkularen Wachstumsstory zu beteiligen, da das georgische Gesundheitssystem noch recht unausgereift ist und ein hohes Wachstumspotenzial birgt, welches zusätzliche von steigendem Gesundheitsbewusstsein der georgischen Bevölkerung und wachsendem Einkommensniveau getragen wird.

Kurz nach Initiierung unserer Position in 2019, beschloss die damalige Muttergesellschaft Georgia Capital (GCAP) die ebenso **von uns festgestellte Unterbewertung der GHG Aktie zu nutzen und gab ihre Absicht bekannt GHG durch ein Aktientauschangebot zu übernehmen**. Wir waren damals bereits mit GCAP und ihrem starken Track Record, den das Management der Investmentholding zuvor über einen Zeitraum von mehr als 15 Jahren in Georgien aufgebaut hatte, vertraut. **Unserer Ansicht nach war GCAP damals selbst deutlich unterbewertet** und wir konnten mit dem Aktientausch nicht nur unser Engagement in einem langfristigen Wachstumsbereich, der georgischen Gesundheitsbranche, beibehalten, sondern konnten bei einer bedeutenden Sicherheitsmarge Exposition gegenüber einer Vielzahl anderer lokaler Qualitätsunternehmen im Banken-, Versicherungs- und Versorgungssektor erlangen. Daher war es für uns ein einfacher Entschluss, **unsere GHG-Position in eine GCAP-Position zu wandeln um weiterhin in Georgiens Gesundheitsmarkt investiert zu bleiben**.

Im Juli 2021 haben uns dann unsere Investoren-Kollegen und Freunde von EM Value AG, Alpay Ece und Axel Krohne, die Möglichkeit gegeben, sie bei einem ihrer Field-Research Trips nach Tiflis zu begleiten. Folglich konnten wir vor Ort noch tiefere Due-Diligence durchführen und den Austausch mit dem Management von GCAP über Kapitalallokationsinitiativen und zugrundeliegende Geschäftsaussichten suchen.

## Georgien - Ein kurzer Exkurs über eine wirtschaftliche Erfolgsgeschichte

Georgien hat einen langen Weg von einer ehemaligen Sowjetrepublik zu einem wirtschaftsfreundlichen und politisch stabilen Land zurückgelegt. Das Land wird von einer Regierung geführt, die freie Märkte und freien Handel mit ausländischen Handelspartnern sowie wirtschaftliche Freiheit und Unabhängigkeit befürwortet.

**Die friedliche Rosenrevolution** im Jahr 2003, die den damaligen Präsidenten Eduard Schewardnadse zum Rücktritt veranlasste, **markiert den Wendepunkt in der Entwicklung des Landes**. Im Januar 2004 wurde Micheil Saakaschwili neuer Präsident, der wichtige Wirtschaftsreformen und Initiativen zur Bekämpfung der damals hohen Korruption durchsetzte und in seiner Außenpolitik eine Pro-NATO- sowie Pro-Westliche-Politik verfolgte, was dazu beitrug, Georgien näher an westliche Mächte heranzuführen.

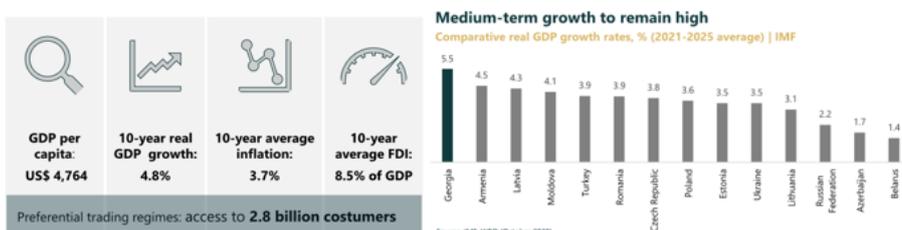
Nach einigen Jahren begannen die **Wirtschafts- und Liberalisierungsreformen Früchte zu tragen und führten zu einem erheblichen Wirtschaftswachstum**, steigenden ausländischen Direktinvestitionen und einer Verbesserung des Lebensstandards der derzeit 3,7 Mio. Georgier - **das BIP/Kopf stieg von 1.010 USD auf 4.764 USD seit 2003**.

**Steigerung BIP/Kopf von 1.010 USD im Jahr 2003 auf zuletzt rund 4.764 USD.**

Durch den militärischen Konflikt mit Russland im Jahr 2008, in welchem Russland die ehemaligen georgischen Provinzen Südossetien und Abchasien annektierte, und die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2009, die großes Chaos in der georgischen Bankenlandschaft verursachte, wurden die positiven wirtschaftlichen Entwicklungen durch eine vorübergehende Stagnation über einen 3-Jahreszeitraum unterbrochen. Die Arbeitslosenquote erreichte 2010 einen Höchststand von 27% und auch das BIP Niveau von 2008 konnte erst wieder in 2011 übertroffen werden. Zeitgleich bekam Georgien im Rahmen eines Wirtschaftshilfeprogramms ca. 1 Mrd. USD Unterstützung durch die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD).

**Seit 2010/2011 befindet sich die georgische Wirtschaft aber wieder im Aufschwung**. Das reale BIP-Wachstum lag in den letzten 10 Jahren im Durchschnitt bei 4,8% p.a. und ab 2021 wird erwartet, dass die Wirtschaft **bis 2025 wieder ein jährliches reales BIP-Wachstum von 5,5% p.a. generieren wird**.

**Seit 2010/2011 durchschnittliches Wirtschaftswachstum von rund 4,8% p.a.**



Quelle: GCAP FY20 Investor Day Presentation.

Trotz der hohen Wachstumsraten lag die **Inflation in den letzten zehn Jahren im Durchschnitt bei 3,7%**. Im Vergleich zu anderen Ländern in Osteuropa und Zentralasien verzeichnete Georgien in den letzten zehn Jahren damit das zweithöchste reale BIP-Wachstum (die Türkei liegt auf Platz 1). Da das Wachstum in vielen Industrieländern in den kommenden Jahren wahrscheinlich schwächer ausfallen wird, halten wir die Aussichten auf hohes, anhaltendes real BIP-Wachstum in Georgien für sehr attraktiv.

**Inflation von durchschnittlich rund 3,7% p.a. in den letzten 10 Jahren**



Quelle: GCAP FY20 Investor Day Presentation.

Als Investoren schätzen wir ebenso den Fortschritt, den das Land gemacht hat. In den frühen 2000er Jahren zum Beispiel gehörte es noch zu den korruptesten Ländern der Welt und ist heute laut Statistiken in Bezug auf **Korruption- und Bestechungsrisiko auf Augenhöhe mit den EU-Staaten**. Die Entwicklung zu einem zuverlässigen Wirtschaftsstandort trug ebenfalls zu kontinuierlich hohen ausländischen Direktinvestitionen bei, was die georgische Währung maßgeblich gestützt hat.

Erwähnenswert ist auch der **Economic Liberty Act (ELA)**, der 2014 in Kraft trat und den Grundrahmen für **makroökonomische Stabilität verkörpert**. Der ELA begrenzt die Staatsausgaben auf 30% des BIP, die Verschuldung im Verhältnis zum BIP auf 60 % und das Haushaltsdefizit auf 3% des BIP, wodurch eine umsichtige Geld- und Fiskalpolitik gewährleistet werden soll.

Im Nachhinein hat sich die **Reform auch als hilfreich erwiesen um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie abzufedern**, da die zuvor stabile Finanzlage Georgiens eine ausreichende Kreditaufnahmekapazität (3 Mrd. USD, ca. 17% des BIP) ermöglichte, um ein maßgebliches staatliches Konjunkturprogramm aufzulegen. Allerdings hat gerade der **hohe Anteil der Tourismusbranche am georgischen BIP** (ca. 19% in 2019) die **Situation verschlimmert**, da der Einreiseverkehr zwischen April 2020 und Januar 2021 nahezu vollständig zum Erliegen kam. Weiterer Druck auf die Handelsbilanz entstand durch zurückgegangene Exporte, welche jedoch seit April 2021 einen positiven Wendepunkt verzeichnet zu haben scheinen (+3% YoY im Vergleich zum Niveau vor der Pandemie). Das Konjunkturprogramm hat die georgischen Staatsfinanzen an die Grenzen der ELA gebracht, da die Verschuldungsquote nun bei ca. 60%, die Staatsausgaben/BIP bei ca. 27% und das Haushaltsdefizit bei satten 9,3% liegen. Die Regierung beabsichtigt diese Situation in den nächsten 2-3 Jahren zu normalisieren und in den von ELA vorgegebenen Rahmen zurückzukehren.

**Jüngste Makro-Indikatoren zeigen zudem, dass sich die Georgische Wirtschaft bereits wieder in einem Aufwärtstrend befindet**. Die Exporte verzeichnen eine positive Entwicklung und auch die zu beobachtende Belebung des Reiseverkehrs hat den Erholungstrend weiter begünstigt. Darüber hinaus ist der **Georgische Lari (GEL) aus seinem vorherigen Trend ausgebrochen** und hat seit Mai gegenüber dem USD, von USD/GEL 3,46 auf USD/GEL 3,14, aufgewertet.

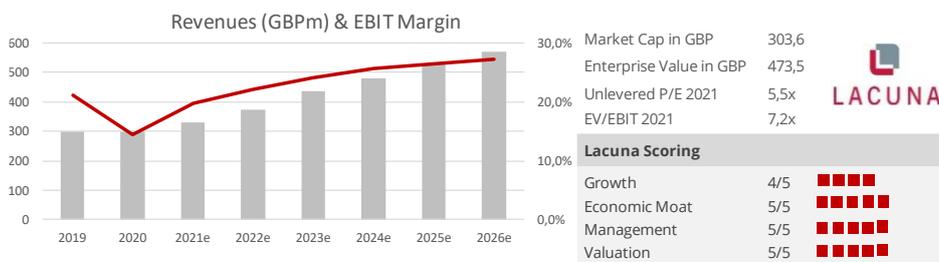
Das Korruptions- und Bestechungsrisiko ist auf dem Niveau der EU-Mitgliedsstaaten. Freundliches Geschäftsklima und Seriosität ziehen ausländische Direktinvestitionen an.

Der Economic Liberty Act (ELA) bildet die Grundlage für eine umsichtige Finanz- und Geldpolitik.

Die georgische Wirtschaft befindet sich wieder im Erholungsmodus nach der Covid-19 Delle.

## Georgia Capital

Look-Through Financials (GBPm)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Growth		1%	11%	13%	17%	10%	10%	8%
Revenue	298	300	332	373	436	479	527	570
EBIT (Incl. Mgmt. P&L)	63	44	65	83	105	123	139	156
EBIT Margin	21,1%	14,5%	19,7%	22,2%	24,1%	25,7%	26,4%	27,3%
NOPAT	53	37	56	70	89	105	118	132
NOPAT Margin	17,9%	12,3%	16,8%	18,9%	20,5%	21,9%	22,4%	23,2%
CEPS in GBP	1,16	0,81	1,21	1,53	1,94	2,28	2,57	2,88



Quelle: Company Filings, Lacuna Estimates.

**GCAP ist eine börsennotierte Investmentholding**, die sich auf Aktieninvestitionen in Georgien konzentriert und in die wir Ende 2019 erstmals investiert haben.

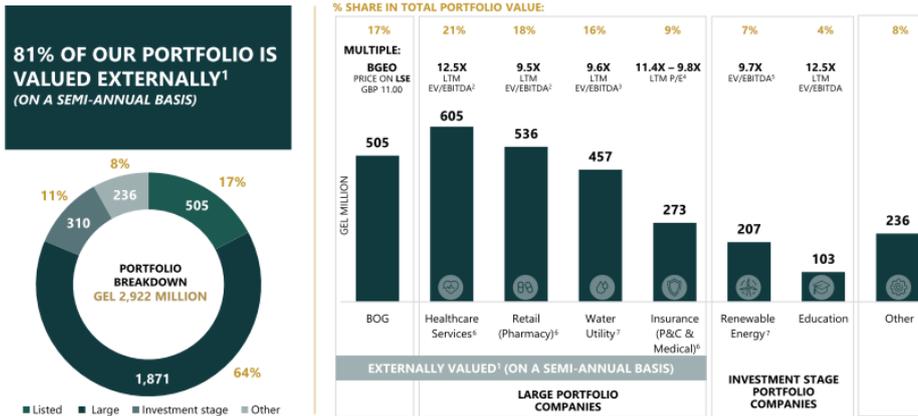
Das Unternehmen wurde **2018 als eigenständiges Unternehmen an der Londoner Börse notiert**, als es von seiner früheren Muttergesellschaft BGEO Holdings abgespalten wurde. BGEO Holdings war der ursprünglich an der LSE gelistete Konzern und umfasste die Bank of Georgia, die zweitgrößte Universalbank Georgiens, sowie den ursprünglichen Investmentarm der Bank, der sinnvoller Weise aufgrund der steigenden Größe des Investmentportfolios abgespalten wurde. GCAP ist eines von nur drei börsennotierten Unternehmen Georgiens und unserer Ansicht nach eine sowohl vielversprechende als auch attraktiv bepreiste Möglichkeit, um eine Exposition gegenüber dem Wachstumspotential der georgischen Wirtschaft zu erlangen.

Das **Hauptabsicht von GCAP ist es PE-Investitionen in georgische Unternehmen zu tätigen**. Diese können sich entweder durch den Erwerb von inhabergeführten, bereits existierenden privaten Unternehmensplattformen oder durch Greenfield-Initiativen in Branchen mit hohem Wachstumspotenzial und struktureller Untersättigung ergeben. Generell zielt GCAP darauf ab Marktführer in den Branchen aufzubauen, welche vom **anhaltenden Wachstum und der zunehmenden Diversifikation der lokalen Wirtschaft maßgeblich profitieren**. GCAP sieht sich selbst in 3 Aufgabenbereichen: 1) Bereitstellung strategischer Beratung und Managementfähigkeiten für Tochterunternehmen, 2) Unterstützung bei der Unternehmensführung und Kapitalallokation, und 3) Zugang zu günstigen Finanzierungsmöglichkeiten für organische- und anorganische Wachstumsinitiativen. Die Erfahrung von mehr als 15 Jahren, begrenzte Konkurrenz durch andere lokale institutionelle Investoren und ein breites lokales Netzwerk helfen dem Unternehmen bei der Akquise von Investitionsmöglichkeiten zu attraktiven Preisen. Bislang ist es **GCAP gelungen mehrere lokale Marktführer in Branchen wie Banken, Gesundheitswesen und Versicherungen aufzubauen**.

Die **folgende Abbildung gibt einen guten Überblick über die Portfoliostruktur**, die implizite Bewertung jeweiliger Beteiligungen und deren relativer Anteil am Portfoliowert.

**PE-fokussierte Investmentholding mit Londoner Börsenlisting, die diversifizierte Exposition gegenüber dem Wachstumspotential der georgischen Wirtschaft bietet.**

**GCAP vereint Erfahrung, Kreditwürdigkeit, ein breites Netzwerk und einen starken operativen Track Record – Marktführer in Banking, Versicherungen und Healthcare wurden bereits erfolgreich aufgebaut.**



Source: GCAP 1Q21 Investor Presentation.

**Positiv ist, dass 81 % des Portfolios extern durch Ernst & Young bewertet werden**, was die Ableitung des NAV weniger willkürlich macht und somit potenzielle Probleme, die bei der Betrachtung von Holdinggesellschaften mit einem hohen Anteil an Privatmarktinvestitionen auftreten können, abmildert.

### Bank of Georgia (BOG)

BOG ist die **marktführende Universalbank** in Georgien, die in einem grundsätzlich **duopolistischen Markt** mit dem etwas größeren Akteur TBC Bank konkurriert. Die **beiden Akteure halten zusammen einen Marktanteil von 74% bei Bruttokrediten und 75 % bei den Kundeneinlagen**, während BOG selbst 35% aller Bruttokredite und rund 39% der Einlagen verantwortet.

TBC und BOG sind dabei **die einzigen Banken in der Industrie, die maßgeblich profitabel sind**. Anderen Akteuren fehlt es an der nötigen Größe, um mit BOG und TBC zu konkurrieren. Des Weiteren sind die etablierten Akteure ebenfalls **führend in der Digitalisierung und Automation im Bankenwesen**, was bedeutet, dass ein weiterer Ansatzpunkt für mögliche Disruption durch Konkurrenz ausgeschlossen werden kann. **BOG ist die einzige börsennotierte Beteiligung im Portfolio von GCAP** und wird mark-to-market bewertet (GCAP hält rund 20% an BOG).

Wir halten die **aktuelle Bewertung von BOG mit 5,6x Fwd PE für günstig**, wenn man die starke Erfolgsbilanz der Bank mit durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen von ~20% and jährlichen Wachstumsraten im Buchwert von ~15% über die letzten 10 Jahre berücksichtigt.

Außerdem gab das Unternehmen kürzlich bekannt, dass es über mehr als ausreichend aufsichtsrechtlich gefordertes Eigenkapital verfügt und daher die Dividendenzahlungen wieder aufzunehmen wird. Dies impliziert zugleich, dass die **faulen Kredite, die durch die Pandemie entstanden sind, vermutlich bereits den Höhepunkt erreicht** haben und das Kreditrisiko geringer ist als andere Marktteilnehmer befürchten. BOG geht davon aus, dass sie ihr **Kreditbuch mittelfristig weiter um 10% p.a. wachsen** lassen kann. Höhere Adaption and Penetration von Digital Banking im BOG Kundenstamm sollte unterstützend wirken, um die Cost-Income-Ratio weiter in Richtung 35% zu verringern, was deutliche Margesteigerungspotential für den Investor mit sich bringen wird.

**Zweitgrößte Bank in einem de-facto „Duopol“ mit starker operativer Performance von ca. 20% EK-Rendite und ca. 15% durchschnittlichen Lohnbuchwachstum in den letzten 10 Jahren.**

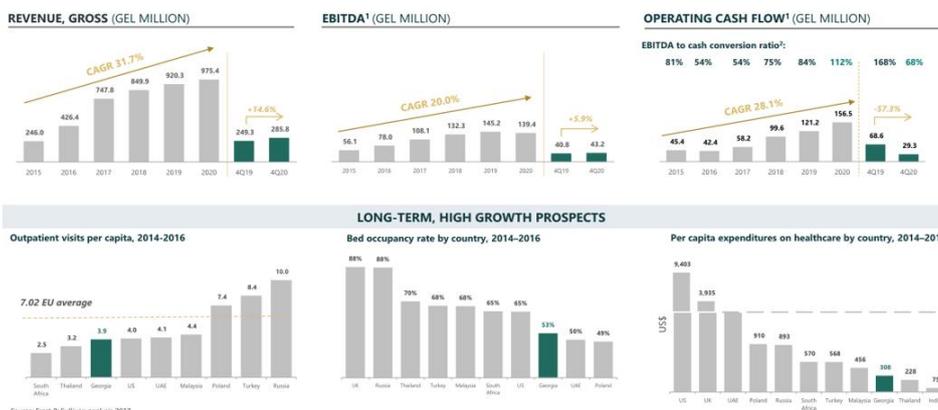
## Georgia Healthcare Group (GHG)

GHG umfasst alle Aktivitäten der GCAP-Tochtergesellschaften die in der georgischen Gesundheitsbranche tätig sind. GHG ist der einzige voll integrierte Gesundheitsdienstleister in der Region. Das Geschäft kann in zwei wesentliche Teile unterteilt werden; **Healthcare Services | 29% Umsatz, 45% EBITDA** und **Retail/Pharmacy | 71% Revenue, 55% EBITDA**. Healthcare Services umfasst 17 Krankenhäusern, 19 Gemeinschaftskliniken, 15 Polikliniken und das so genannte "Megalab", das größte Diagnostiklabor in der Kaukasusregion sowie das einzige Labor in Georgien das die JCI-Standards erfüllt. **Retail/Pharmacy umfasst 309 Apotheken** und ist gemessen am Umsatz sowie ausgestellten Rechnungen das **größte Einzelhandelsunternehmen Georgiens**. Das Unternehmen verfolgt einen zweigleisigen Marktansatz mit der Marke GPC für das gehobene Kundensegment und Pharmadepot als Marke für das Massensegment.

Gemessen an der **Anzahl der Krankenhausbetten hält GHG einen Marktanteil von 20%** und ist damit **viermal so groß wie der größte Mitbewerber Aversi**. In Retail/Pharmacy ist die Gruppe mit einem Marktanteil von ca. 30% ebenfalls marktführend, wobei die Branchenstruktur eher oligopolistisch ist und die Wettbewerber PSP und Aversi 28% bzw. 19% Marktanteil kontrollieren.

GHG hat über die Jahre, mit einem Umsatz- und EBITDA-CAGR von ca. 32% und ca. 20% seit 2015, eine **starke operative Performance** gezeigt.

**GHG ist der einzige vollständig integrierte Gesundheitsdienstleister in Georgien und Marktführer im Klinikgeschäft und Pharmagroßhandel.**



Source: GCAP 1Q21 Investor Presentation.

Verschiedene Indikatoren wie die Krankenhausbettenauslastung oder Pro-Kopf-Ausgaben für Gesundheit deuten darauf hin, dass **der georgische Gesundheitssektor nach wie vor unterentwickelt** ist (selbst im Vergleich mit anderen Schwellenländern) und sich somit auch in den folgenden Jahren große Aufhol- und Entwicklungschancen für die Branche ergeben werden. Die **mittelfristigen Ziele für das Healthcare Services Segment implizieren ein jährliches Umsatzwachstum von >10%**. EBITDA und Cashflow dürften dabei wahrscheinlich schneller wachsen, da eine operative Hebelwirkung, durch die angestrebte Steigerung der Bettenauslastung von 60% auf 75% einsetzen und ein rückläufiger Bedarf an Wachstumsinvestitionen eine höhere Cash Conversion Rate in den folgenden Jahren ermöglichen sollte. **Retail/Pharmacy dürfte weiterhin mit ~10% p.a. wachsen**, während ein gewisser erwarteter Margendruck wahrscheinlich zu etwas langsamerem Gewinnwachstum führen wird. Wir schätzen es, dass GHG die Bedeutung einer angemessenen Kapitalrendite hervorhebt und eine **Steigerung des ROIC in Richtung 15% - 17%** (1Q21: 13,9%) durch Verbesserung des Kapitalumschlags anstrebt.

**Seit 2015 hat die GHG jährliche Umsatz- und EBITDA-Wachstumsraten von 32% und 20% erzielt. Eine Vielzahl an Indikatoren zeigt, dass sich der georgische Gesundheitssektor immer noch in einem frühen Stadium befindet und weiteres Wachstum ermöglicht.**

**Eine Verbesserung der Kapazitätsauslastung und überschaubare Wachstumsinvestitionen erlauben beschleunigtes Gewinn- und Cashflow-Wachstum.**

GHG lud uns zu einer Besichtigung in das Caucasus Medical Center, eines der größten Krankenhäuser der Gruppe, sowie in das daran angrenzende Megalab ein. Wir waren von den Qualitätsstandards und der Infrastruktur beeindruckt, welche sich unserer Meinung nach nicht merklich von einem herkömmlichen deutschen Krankenhaus unterscheiden.

Ein Besuch vor Ort zeigte, dass die Infrastruktur eines der größten Krankenhäuser der Gruppe und das Megalab nahe am deutschen Standard liegen.



Haupteingang Caucasus Medical Center und ein Chirurg beim Vorführen eines Alcon-Augenlasers.

Obwohl der **wirtschaftliche Beitrag von Megalab bisher noch überschaubar** ist, denken wir, dass dieses Tätigkeitsfeld eine positive Realoption für GHG darstellt und sich mittel- bis langfristig zu einem hochprofitablen Wachstumsmotor entwickeln könnte. Die aktuelle Auslastung des Diagnostiklabors liegt bei 3 Mio. Tests pro Jahr und 8.000 Tests pro Tag, was einer Gesamtauslastung von ca. 50% entspricht. In den kommenden 2 Jahren will das Labor auf 15.000 Tests pro Tag hochfahren und eine positive Umsatzmixveränderung mit einem höheren Anteil an B2C-Diagnostik herbeiführen, was zu einer Verdreifachung des Umsatzes führen soll (GJ20: 1,5% des GHG-Umsatz, zuletzt bereits >30% ROIC). Darüber hinaus **erwägt Megalab Markteintritte in Nachbarländer Georgiens**. Dieser Schritt ist sinnvoll, da es im weiteren Kaukasusraum derzeit eine strukturelle **Unterversorgung bezüglich hochwertiger diagnostischer Dienstleistungen zu geben scheint** (Megalab hat in 2 Jahren rund 25% Marktanteil gewonnen). **GHG ist mit einem Anteil von 39% am GCAP-Portfolio** nicht nur der aktuell wichtigste Vermögenswert, sondern wird unserer Ansicht nach auch in Zukunft ein wichtiger Wert- und Wachstumstreiber bleiben.

## Wasserwerk

Monopolbetreiber von Wasser- und Abwasserservice für ca. 36.000 Unternehmen und 1,4 Mio. Einwohner in der Hauptstadt Tiflis. GCAP erwirtschaftet eine regulatorisch festgesetzte Rendite auf diese Investition, was sie planbar und kalkulierbar macht. Das Geschäft ist jedoch nicht kapitalleicht und skalierbar wodurch das Wachstumspotential begrenzt ist.

**Monopolistischer Wasserversorger in der Hauptstadt Tiflis.**

## Versicherungen

Das Versicherungsgeschäft umfasst Versicherer im Bereich Schadens- und Unfallversicherung und private Krankenversicherungen.

**Aldagi z.B. ist der führende Akteur in der georgischen Schadens-/Unfallversicherungsbranche** (29% Marktanteil nach Versicherungsprämien), wobei das Krankenversicherungsgeschäft den größten in Georgien ansässigen Krankenversicherer repräsentiert (26% Marktanteil nach Versicherungsprämien). Aldagi weist eine **marktführende Combined-Ratio von 83%** auf (Branchendurchschnitt ca. 90%) und erwirtschaftet **Eigenkapitalrenditen zwischen 25%-30%**. In den letzten Jahren hat Aldagi relativen Marktanteil zur Erhaltung der Profitabilität geopfert, da auf ein Engagement an unwirtschaftlichen Underwriting-Praktiken der Konkurrenten verzichtet wurde.

Die **Marktdurchdringung bei Sachversicherungen in Georgien ist mit nur 1,3%** äußerst gering und die Erwägungen der georgischen Regierung, eine **obligatorische Kfz-Versicherung innerhalb der nächsten 2-3 Jahre einzuführen, stellt eine bedeutende Wachstumschance für Aldagi dar.**

Das Krankenversicherungsgeschäft ist auf Firmenkunden und Staatsunternehmen spezialisiert und wurde ursprünglich aufgrund seiner „Zulieferer“-Funktion für GHG's Krankenhäuser und Apotheker innerhalb GHG erfasst.

**GCAP kontrolliert mit Aldagi den marktführenden Sach- und Unfallversicherer in Georgien, welcher regelmäßige eine „best-in-class“ Combined Ratio von 83% und eine Eigenkapitalrendite von 25%-30% aufweist.**

## Erneuerbare Energiegewinnung

**Projektentwickler von Wasser- und Windkraftwerken in ganz Georgien** mit drei zu 100% kontrollierten, in Betrieb genommenen Anlagen - Wasserkraftwerk Mestiachala mit 50 MW, die drei Wasserkraftwerke Hydrolea mit 20 MW (inkl. einem 19-MW PV-Freiflächen Projekt, Abnahme Ende GJ22) sowie den Windpark Qartli mit 21 MW. Die Projektpipeline des Unternehmens umfasst Projekte von bis zu 172 MW für die nächsten 3 Jahre (u.a. Windparks in Tiflis und Kaspi, Wasserkraftwerke in Zoti und Darchi).

**Der Unternehmensbereich Erneuerbare Energie ist eines der Wachstumssegment im Portfolio von GCAP**, für das eine Ziel-Eigenkapitalbewertung von GEL 500 Mio. angestrebt wird. **Erneuerbare Energien** sind derzeit sehr gefragt und werden mit dem **11-18x LTM-EBITDA bewertet**. In Anbetracht eines **angestrebten EBITDA-Niveaus von GEL 120 Mio. in 3-5 Jahren** scheint eine **Ziel-Eigenkapitalbewertung von GEL 500 Mio.** nicht zu ehrgeizig, falls alle Projekte realisiert werden.

**Erneuerbare Energien und Privatschulen als zukünftige Wachstumstreiber. Für diese Unternehmungen wird mittelfristig eine EK-Bewertung von GEL 500 Mio. angestrebt.**

## Private Bildungseinrichtungen

**Der Bereich Bildung ist neben Erneuerbarer Energien das zweite Wachstumssegment im Portfolio.** GCAP will sowohl organische als auch anorganische Wachstumschancen im georgischen Markt für K-12-Privatschulausbildung nutzen. Obwohl die Branche zwischen 2013 und 2019 um jährlich 16 % gewachsen ist, ist der **Schüleranteil in privaten Bildungseinrichtungen in Georgien im internationalen Vergleich weiterhin niedrig** (10% vs. 15% für Europa vs. 15% für Ostasien).

**Des Weiteren weist die Branche eine hohe Fragmentierung auf** - GCAP ist Marktführer mit 4% Marktanteil (2x größer als Player #2). Die **Branchenstruktur ermöglicht signifikante Konsolidierungsmöglichkeiten**, insbesondere wenn man das **einzige Unternehmen mit Zugang zu günstigem Kapital ist** und als de-facto Preissetzer agiert. Seit 2HJ19 wurden drei Akquisitionen getätigt, sodass nun alle Facetten des Marktes von Low-Cost bis Premium abgedeckt werden.

Kapazität und EBITDA liegen im Moment bei 2.800 Schülern und GEL 10 Mio. Das **Unternehmen plant bis 2025 21.000 Schüler und GEL >50 Mio.** in EBITDA zu erreichen (Ein Portfolio von 15.000 lernenden Schülern soll im Low-Cost Bereich eingekauft werden).

**Das Geschäftsmodell weist allgemein eine attraktive Wirtschaftlichkeit** auf (ROIC >20%, EBITDA-Margen 30%-40%) und die **Branche scheint ein "Käufermarkt" zu sein**, was eine kapitalschonende Expansion ermöglicht.

## Sonstige Beteiligungen

Dieser Bereich umfasst Beteiligungen in Bereichen wie Immobilienentwicklung, Hotellerie/Gewerbeimmobilien, alkoholische Getränke (Weinanbau, Brauereien), Automobildienstleistungen und digitale Dienstleistungen. Abgesehen vom Auto-Service-Geschäft ist das **Wachstumspotenzial in diesen Aktivitäten begrenzt** und **GCAP hat signalisiert, den Großteil davon in den nächsten 2-3 Jahren zu veräußern.**

„Long-Tail“ des Portfolios besteht aus kleineren Unternehmen mit begrenztem Wachstumspotential.

**Neben der Kollektion an hochqualitativen Unternehmensbeteiligungen, ist ein Faktor,** der unserer Meinung nach hervorgehoben werden muss, die **Qualität des Managements.** GCAPs Chairman und CEO Irakli Gilauri leitete ursprünglich die ehemalige Muttergesellschaft der Investmentholding, die er schließlich verließ, um sich auf die Möglichkeiten des Spin-Offs zu konzentrieren. Während seiner Zeit als CEO von BGEO und der Bank of Georgia kann er eine starke Erfolgsbilanz vorweisen. In dem **12-Jahrezeitraum unter seiner Führung wuchs der Buchwert mit gut 14% pro Jahr** und es wurde eine **durchschnittlich jährliche Gesamtperformance von 13% p.a.** für die Aktionäre erzielt. Er erhält 100% seiner Vergütung in Form von Aktien und hält einen Anteil von 4,3% am Unternehmen, was wir begrüßen, da wir denken, dass dies sein Anreizsystem mit unseren Interessen als Minderheitsaktionäre in Einklang bringt.

GCAP wird von einem „Owner-Operator“ geführt, der Kapitalallokation und Grundsätze ökonomischer Wertschöpfung versteht.

**Wir trafen den CEO zu einem langen Abendessen** und erfuhren seine Sicht auf die Unternehmen in die GCAP investiert sowie die Aspekte, die für ihn in puncto Kapitalallokation am wichtigsten sind. Unser Eindruck ist, dass er wie ein **typischer „Owner Operator“** denkt und zuallererst an der Steigerung des Unternehmenswerts interessiert ist. Er denkt opportunistisch über den Kompromiss zwischen Aktienrückkäufen, Dividenden und Reinvestitionen in Wachstum nach und sagt, dass die Basis für jede Entscheidung die GCAP-Aktie selbst ist. So sieht er zum Beispiel den Rückkauf der eigenen Aktie stets als Opportunität bei der Abwägung von Investmententscheidungen. Innerhalb des Konglomerats **werden IRR und ROIC als Schlüsselmetriken verwendet**, wenn die relative Attraktivität neuer Investments bewertet wird oder wenn Entscheidungen über Reinvestitionen in Wachstumsprojekte auf Portfoliounternehmensebene getroffen werden müssen. Insbesondere mit Hinblick auf ROE/ROIC zeigt der kürzliche Verkauf eines der größten Krankenhäuser von GHG, welches auch nur einen unterdurchschnittlichen ROIC erwirtschaftete, darauf hin, dass das Management seinen Worten Taten folgen lässt.

Der anstehende Verkauf einer großen Portfoliobeteiligung sollte dabei helfen den Abschlag zum NAV zu verringern. Der potenzielle Erlös kann für die Tilgung des Fremdkapitals auf Holding Ebene verwendet werden.

Trotz all seiner vergangenen Erfolge **zeigte sich der Manager bescheiden und sprach offen und ehrlich über vergangene Fehler sowie Lehren**, die er daraus ziehen konnte.

Wir denken, dass er **viele wichtige Eigenschaften besitzt die einen guten Manager und „Value Creator“ auszeichnen.** In diesem **ganzen Kontext sieht er sich selbst insbesondere als Kapitalallokator** und will sich nicht zu sehr in das operative Tagesgeschäft einmischen. Das ermöglicht es ihm, einen unvoreingenommenen und strategischen Blick auf das große Ganze zu behalten.

Wir sind zuversichtlich, dass die kontinuierliche fundamentale Wertschöpfung in der Gruppe und anstehende geplante Wertrealisierungsmaßnahmen des Managements, zu einer sich allmählich verbessernden Konvergenz von Marktpreis und inneren Wert über die nächsten 12-18 Monate beitragen sollten. Die **Hauptpriorität ist der Verkauf einer der großen Portfoliobeteiligungen**, die sich für einen Trade-Sale-Exit im Bereich von GEL 500 Mio. bis Jahresende 2022 qualifiziert. Angesichts der angestrebten Ticketgröße für ein Exit kommen nur Teile von GHG oder das Wasserwerk in Frage, wobei wir es für wahrscheinlicher halten, dass das **Wasserwerk aufgrund des suboptimalen ROIC und dem beschränkten Wachstumspotential verkauft wird**. GCAP hat allerdings aus Liquiditätsgesichtspunkten keinen Zeitdruck Vermögenswerte zu veräußern und wartet daher auf ein passendes Angebot.

**Das Management ist der Auffassung, dass der Markt Zweifel an der Legitimität des NAV des Unternehmens hat** und daher ein **Verkauf über dem NAV als bestes Szenario angesehen werden würde**, um den NAV-Discount zu legalisieren. Wir denken es **besteht auch eine Möglichkeit**, dass die **Erlöse aus dem Exit zur Tilgung eines signifikanten Teils der Nettoschulden auf Holdingebene** in Höhe von GEL 760 Mio. verwendet werden, welche im Jahr 2023 fällig sind

## Zusammenfassung

Beim aktuellen Aktienkurs von GBP 6,50 wird die **Aktie mit einem Abschlag von 42% zum NAV gehandelt**. Während NAV-Discounts für Holding-Unternehmen ein Standardmerkmal im aktuell Marktumfeld sind, glauben wir, dass das **Ausmaß des Abschlags bei GCAP übertrieben ist** und sich, basierend auf der strategischen Roadmap für **Wertrealisierungsmaßnahmen in den nächsten 18-36 Monaten verringern sollte**. Darüber hinaus erscheint ein zukünftiges Wachstum des NAV angesichts des Wachstumsprofils von GCAPs Portfoliounternehmen und der georgischen Wirtschaft als wahrscheinlich. Zusätzlich können wir uns vorstellen, dass ein Aktienrückkaufprogramm bei dem aktuell hohen NAV-Abschlag bald angekündigt werden könnte, da eine sich über das ganze Portfolio hinweg kontinuierlich verbessernde Cashflow-Generierung zusätzliche freie Mittel schaffen sollte. Auf „Look Through“ **Basis handelt die Aktie momentan zum 7-fachen unserer Schätzung des aggregierten EBIT aller Portfoliounternehmen**. Angesichts potenziellen jährlichem Wachstum von 15% - 20% des aggregierten EBIT auf Basis mittelfristiger Geschäftserwartungen, erscheint das **Chancen-Risiko-Verhältnis aus unserer Sicht stark positiv asymmetrisch**. Des Weiteren eröffnet GCAP einen reibungslosen und diversifizierten Zugang zu einer kleinen, schnell wachsenden und sonst kaum zugänglichen Schwellenland-Marktwirtschaft

Nicht unerwähnt sollte bleiben, dass wir mehr als **idiosynkratische Risiken** eher das **geopolitische Risiko in Form einer erneuten russischen Aggression als zentrales Tail-Risk dieses Investments**. Wir denken jedoch, dass die heutige Affiliation Georgiens mit westlichen Mächten in der EU und Nordamerika jegliche Art von militärischer Intervention durch Russland weitaus schwieriger machen würde als noch in 2008.

Abgesehen von geschäftlichen Aspekten, haben wir Tiflis als eine lebendige, aufregende und schöne Stadt kennengelernt, die unserer Meinung nach viel fortschrittlicher und näher an dem ist was wir von kontinentaleuropäischen Standards gewohnt sind.