

# GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL

## SMALL CAPS. GREAT VALUE.

### Letter to Partners #3

**Q1 2019** (01.01.2019 – 31.03.2019)

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

wie bereits im letzten Letter to Partners angekündigt, lag unsere oberste Priorität für das erste Quartal 2019 darin, neben dem Monitoring bestehender Investments, weitere Unternehmen für unser Portfolio zu finden. Wir freuen uns sehr, Ihnen in dieser Ausgabe des Letter to Partners unseren Anlageansatz anhand von ausgewählten Beispielen weiter näherzubringen.

Bevor wir jedoch wie gewohnt auf zwei Case Studies eingehen, möchten wir Ihnen zunächst von unserem dreitägigen Field-Trip nach London und Berlin berichten.

Am Vormittag des ersten Tages haben wir Jonathan Lander, CEO unserer aktuellen Top 7 Position Volvère, in der Londoner City getroffen. Unser Eindruck aus vorherigen Telefonaten und unserem Research hat sich dabei bestätigt. Neben seinem sehr sympathischen Auftreten überzeugt uns besonders sein ausgezeichnete Track Record und seine Denkweise zur Allokation von Kapital (später mehr dazu in der Case Study).

Im Anschluss an das Gespräch mit Jonathan haben wir am Nachmittag die Londoner Spielzeugmesse (London Toy Fair) besucht. Hierbei konnten wir uns vor Ort von den Produktneuheiten unserer Top 1 Position, der Character Group (siehe Case Study im Letter to Partners #2), überzeugen. Unser Dank geht hierbei an Kiran Shah (Co-CEO und Co-Gründer) und Michael Hyde (verantwortlich für den Einkauf und die Produktion der Spielzeuge in Asien), welche sich trotz des enorm hohen Andrangs am Messestand viel Zeit für uns genommen haben. Zudem konnten wir mit der Brand Managerin für die neuen Pokémon-Figuren sprechen. Aus diesem Gespräch haben wir erfahren, dass intern die Erwartungen an diese neue Kooperation sehr hochgesteckt werden.

An Tag 2 ging es dann um Spielzeug für große Kinder. Grange Hatfield gehört zum Autohändler Cambria Automotive, ebenfalls einem unserer Portfoliounternehmen. In diesem frisch renovierten Autohaus werden neben den Marken Jaguar und Land Rover auch Autos von McLaren und Aston Martin vertrieben. Besonders attraktiv ist hierbei das hoch-margige und konjunkturunabhängige Geschäft mit Ersatzteilen und Reparaturen. In einem persönlichen Gespräch und einer anschließenden Werkstattbesichtigung mit Mark Lavery (CEO, Gründer und größter Aktionär) sowie James Mullins (CFO) konnten wir ein umfassenderes Bild des Geschäfts vor Ort und der Strategie für die nächsten Jahre gewinnen.

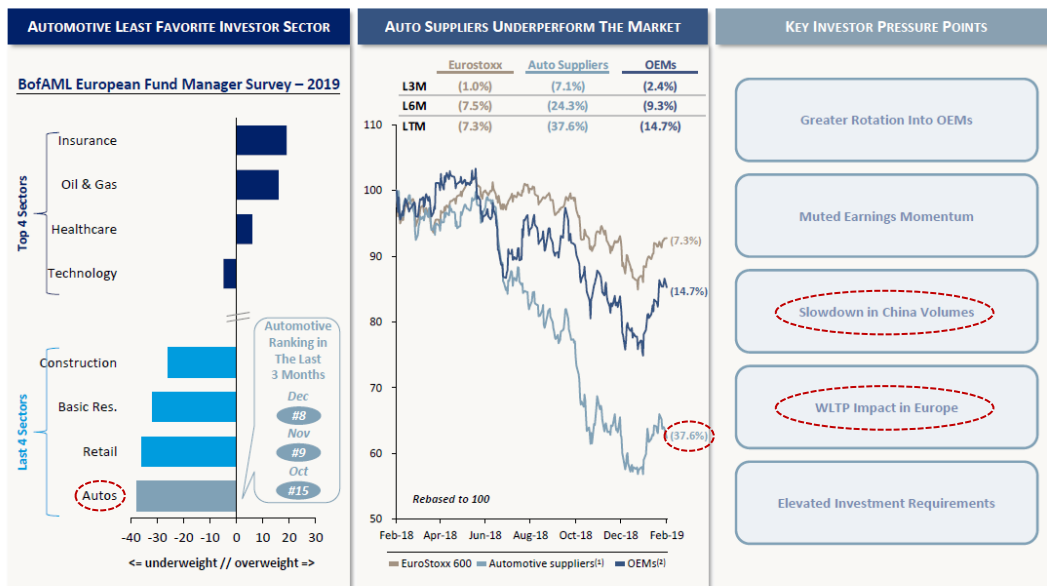
Vom nahegelegenen Stansted Airport ging es dann am späteren Nachmittag direkt weiter nach Berlin. Am Folgetag besuchten wir dort den Investorentag unserer Top 2 Position, Francotyp-Postalia. Das Management und die Mitarbeiter rund um CEO Rüdiger Andreas Günther haben keine Mühe gescheut, den anwesenden Investoren nicht nur die Strategie, sondern auch die neuen Produkte und Dienstleistungen näherzubringen. Während der einzelnen Workshops konnten wir auch mit einigen Mitarbeitern sprechen und so einen noch tieferen Einblick in die Produkte und die dynamische Kultur im Unternehmen gewinnen.

Neben dem Monitoring bestehender Investments und dem Field-Trip nach London und Berlin haben wir sehr viel Zeit für die Auswahl neuer Investments aufgewendet. Wir konnten insgesamt vier neue Titel finden, die uns überzeugen. Die Investitionsquote des Gehlen Braeutigam Value HI Fonds liegt zum 31. März 2019 bei **76%** (66% zum Jahresende). Das Portfolio besteht aus **21** (zuvor 17) sorgfältig ausgewählten Einzeltiteln.

Bei der Auswahl neuer Titel stand besonders eine Branche stark im Fokus. Unternehmen der Automobilbranche stehen aktuell vor zahlreichen Herausforderungen. Rückläufige Absatzzahlen in China oder die Umstellung auf den neuen Teststandard WLTP sind nur zwei Beispiele. Dazu kommen strukturelle Veränderungen und Unsicherheiten um die Zukunft des Motors (e-Mobilität, Hybride, Wasserstoff, etc.) und eine Generation, die womöglich häufiger auf den Luxus eines Autos verzichten könnte.

Stand Februar 2019 ist die Automobilbranche unter Fondsmanagern die aktuell unbeliebteste Branche. Entsprechend stark sind die Aktienkurse unter Druck gekommen:

## Auto Investor Sentiment Remains Muted



4 Source: FactSet as of February 2019, BofAML January 2019 European Fund Manager Survey.  
 (1) Automotive supplier companies include Autoliv, BorgWarner, Brembo, Continental, ElringKlinger, Faurecia, Gestamp, Hella, Leoni, Norma Group, Plastic Omnium, Rheinmetall, Schaeffler, SHW, Sogefi, Stabilus and Valeo.  
 (2) OEMs companies include Daimler, BMW, Volkswagen, Renault, Peugeot SA.

Als konträre Investoren versuchen wir, vom Herdenverhalten anderer Marktteilnehmer zu profitieren. Wenn man in der Lage ist, die Spreu vom Weizen zu trennen, können sich gerade in solchen Situationen sehr spannende Investmentmöglichkeiten ergeben. Aufgrund unseres limitierten Fondsvolumens können wir zudem auch bei kleinen und weniger liquiden Werten aktiv werden und sind somit in der Auswahl nicht eingeschränkt. Unserer Erfahrung nach geraten die Kurse dieser Unternehmen in solchen Situationen häufig besonders stark unter Druck.

In der Folge haben wir uns tiefer in den Automobilsektor eingearbeitet. Bei der Analyse haben uns auch Branchenexperten, u.a. aus unserem Investorenkreis, tatkräftig unterstützt. An dieser Stelle möchten wir uns nochmal herzlich für diese besonders wertvolle Unterstützung bedanken, welche wir bereits in zahlreichen Fällen nutzen konnten.

Aus einer Vielzahl von Unternehmen aus dem Sektor haben uns, nach sehr intensiver Analysearbeit, die Chance/Risiko-Profile von drei Unternehmen letztendlich überzeugt. Neben einer (sehr) attraktiven Bewertung, haben uns weitere Charakteristika angesprochen. So verfügen beispielsweise alle drei Unternehmen über eine starke Corporate Governance, d.h. dass unsere Interessen mit denen des Managements gleichgestellt sind.

Zwei dieser Unternehmen stammen aus Frankreich und eines aus Deutschland. Da wir zudem in ein schwedisches Unternehmen investiert haben, ist unsere geografische Diversifikation von bisher sechs auf acht Länder angewachsen. Hierbei sind weiterhin Deutschland (31,0%) und Großbritannien (25,8%) am stärksten repräsentiert. Zum Ende des ersten Quartals 2019 waren wir in sechs verschiedenen Branchen investiert. Wie erwartet und passend zu unserem Credo „easy ones“ sind weiterhin besonders die Branchen Konsumgüter (28,2%) und Industrie (25,9%) vertreten. Nachfolgend finden Sie die Top 10 Positionen zum 31. März 2019 mit Gewichtung:

1	Character Group	8,2%	6	McKesson Europe	4,5%
2	Francotyp-Postalia	8,0%	7	Volvere	4,2%
3	7C Solarparken	6,1%	8	Koenig & Bauer	3,7%
4	JPJ Group	5,4%	9	Walker Greenbank	3,5%
5	Telepizza	4,8%	10	DO & CO	3,0%

Bevor wir zu den beiden angesprochenen Case Studies kommen, möchten wir Sie nochmals darauf hinweisen, dass die -S- Tranche (WKN: A2JF8Z) Ende September 2018 für Investments von Neuinvestoren geschlossen wurde. **Bestehende Seed-Investoren können weiterhin ab einem Mindestbetrag von EUR 10.000 neue Anteile der Tranche erwerben.** Bitte geben Sie uns Bescheid, wenn Sie eine Erhöhung Ihres Investments planen, damit wir in kurzer Abstimmung die Durchführung ermöglichen können.

Die **-R- Tranche (WKN: A2JQHQ) ist weiterhin ohne Ausgabeaufschlag und ohne Mindestanlagevolumen verfügbar.** In die **-I- Tranche (WKN: A2N811) kann ab einem Mindestanlagevolumen von EUR 200.000 investiert werden.** Insgesamt verfügt unser Fonds aktuell über ein Volumen von ca. EUR 6,7 Mio.

Die Performance der jeweiligen Tranchen dürfen wir aus regulatorischen Gründen erst nach 12 Monaten veröffentlichen. Daher bitten wir um Verständnis und verweisen an dieser Stelle auf die untenstehenden Links. Über diese können Sie, neben weiteren Informationen zu den einzelnen Tranchen, jeweils die aktuelle Performance für das laufende Jahr sowie die Performance seit Auflage abrufen:

[-S- Tranche](#) / [-R- Tranche](#) / [-I- Tranche](#)

Natürlich steht Ihnen auch unsere [Webseite](#) zur Verfügung.

## **Volvere | „Nur schlagen, wenn man sich sicher ist, dass man auch trifft“**

Warren Buffet ist ein großer Baseball Fan und er ist insbesondere ein großer Fan von Ted Williams. Ted ist einer der besten Baseball-Spieler aller Zeiten und spielte zwischen 1939 und 1960 für die Boston Red Sox. In einem seiner vielen bekannten Zitate zieht Buffett einen Vergleich zwischen Baseball und Investieren:

*“Ted Williams described in his book, ‘The Science of Hitting,’ that the most important thing – for a hitter – is to wait for the right pitch. **And that’s exactly the philosophy I have about investing – wait for the right pitch, and wait for the right deal. And it will come... It’s the key to investing.**”*

Eine bessere Beschreibung gibt es wohl nicht für die Herangehensweise von Volvere. Und auch wir waren uns sicher, dass wir hier treffen würden!

Volvere (vom Lateinischen: *rollen, drehen*) ist eine 2002 gegründete Turnaround-Investmentgesellschaft mit Sitz in London.

Aufgrund ihrer geringen Marktkapitalisierung von GBP 35 Mio. (zum Vergleich, Buffetts Berkshire Hathaway: USD ~500 Mrd.) und einem noch geringeren Streubesitz (ein wesentlicher Anteil der Aktien wird vom Management gehalten) ist die Aktie von Volvere sehr illiquide. Sie wird außerdem von keinem einzigen Broker analysiert.

Auch die Manager (später mehr zu ihnen) legen keinen großen Wert auf die Vermarktung der Aktie, sondern konzentrieren sich viel mehr auf das operative Geschäft. Die jährliche Erklärung des Chairman ist ein Dreizeiler, die Erklärung des CEO umfasst knapp zwei Seiten. Der gesamte Geschäftsbericht ist gerade einmal 60 Seiten lang.

Aus diesen Gründen wird Volvere quasi gar nicht von institutionellen Investoren beachtet. Aus unserer Sicht sind dies sehr gute Voraussetzungen für eine mögliche Fehlbewertung durch die Marktteilnehmer und wir haben uns diese interessante Beteiligungsfirma daraufhin genauer angeschaut.

### **Attraktiver Investment-Ansatz und eine Philosophie, die wir teilen**

Volvere fokussiert sich auf Unternehmen, welche aktuell Verluste schreiben oder nur marginal profitabel sind. Das Umfeld, in dem sie aktiv sind, ist für gewöhnlich nicht für traditionelle Private Equity Investoren geeignet, da sie sehr kleine Unternehmen anschauen und die Umstände häufig sehr schnelles Handeln erfordern.

Volveres Manager sind äußerst wählerisch und investieren nur sehr selten in ein Unternehmen. Sie können sehr lange auf die richtigen Opportunitäten warten, u.a. weil sie selbst die größten Anteilseigner ihrer Firma sind und daher keinen Druck von externen Investoren erhalten. Sie investieren nur dann, wenn die Möglichkeit vor ihnen außergewöhnlich ist. Oder anders gesagt: *Sie schlagen nur dann, wenn sie ganz sicher sind, dass sie auch treffen.*

Sie treten für gewöhnlich dort in Erscheinung, wo es einen besonderen und akuten Finanzierungsbedarf gibt. Zum Beispiel wurden bei zwei der letzten Investments alle Einnahmen für die Rückzahlung von Bankschulden und die Bereitstellung von kurzfristig benötigtem Betriebskapital genutzt. Volvere kann dabei sehr schnell und flexibel agieren, was in Situationen, in denen die Insolvenz unmittelbar bevorsteht, von entscheidender Bedeutung ist. Entsprechend vorteilhaft können die Preise sein – laut Volveres Management betragen sie häufig nicht mehr als 10-20% (!!!) des Netto-Buchwertes der Zielunternehmen.

Darüber hinaus ist es Volvere wichtig, dass das Management der Zielunternehmen auch nach dem Investment an Bord bleibt und das Unternehmen weiterführt. Bevorzugt übernimmt Volvere 70-80% der Unternehmen, sodass die bestehenden Manager investiert bleiben und somit Interessengleichheit herrscht.

### **Überzeugendes Management mit einem herausragenden langfristigen Track Record**

Das Team von Volvere besteht aus einem Dreigespann aus Jonathan Lander (CEO & Co-Gründer), Nicholas Lander (Bruder von Jonathan; COO, CFO und Co-Gründer) und David Buchler (Chairman). Die Landers haben zu unserem Kaufzeitpunkt zusammen 38,5% der ausstehenden Aktien gehalten, David Buchler weitere 3,2%. Wie bei vielen anderen unserer Investments hat uns auch hier die wesentliche Beteiligung der Manager sehr gut gefallen.

Insbesondere bei sehr kleinen Unternehmen wie Volvere legen wir einen besonderen Wert auf eine vertrauensvolle Unternehmensführung. Auch aufgrund der wenig ausführlichen Berichterstattung ist für uns eine transparente Kommunikation Grundvoraussetzung für ein Investment.

Aus unserem Netzwerk haben wir sehr positive Rückmeldungen zu Jonathan Lander erhalten. Auch unser erstes Telefonat mit ihm empfanden wir als sehr ehrlich und transparent. Wir haben darüber hinaus unseren London-Trip im Januar dazu genutzt, Jonathan auch persönlich zu treffen. Dabei hat sich unser vorheriger Eindruck bestätigt.

Im Folgenden gehen wir kurz auf die in der Vergangenheit getätigten Investments und den Track Record von Volvere ein:

**Vectra** wurde im Mai 2003 für GBP 2,1 Mio. übernommen. Zu der Zeit betragen die jährlichen Verluste über GBP 2,4 Mio. In den folgenden vier Jahren hat Volvere mehr als den Kaufpreis aus den Cash Flows zurückerhalten. Das Unternehmen wurde in 2007 für GBP 5,4 Mio. nach Kosten verkauft. Insgesamt wurde das **3,6-fache zurückverdient**.

Ende 2005 / Anfang 2006 hat Volvere die **Sira Test & Certification Businesses** für insgesamt GBP 1,4 Mio. übernommen. Mitte 2009 wurden diese für GBP 8,1 Mio. verkauft. Eine **Rendite von 5,8x innerhalb von 3,5 Jahren**.

Das Online Marketing und Data Services Unternehmen **Interactive Prospect Targeting (IPT)** wurde in 2008 für 1,45 Mio. GBP übernommen. Im Laufe der nächsten fünf Jahre hat Volvere insgesamt GBP 3,65 Mio. aus dem Investment erhalten. Da ein Großteil der Gewinne sehr früh nach Abschluss realisiert wurde, lag die jährliche **Rendite auf das eingesetzte Kapital bei ca. 160%**. Insgesamt wurde das **2,5-fache des Kaufpreises erwirtschaftet**.

In 2013 hat Volvere einen Großteil an dem Beratungsunternehmen **JMP Consultants** für GBP 0,42 Mio. übernommen. Zwei Jahre später wurde das Unternehmen für GBP 8,5 Mio. verkauft, der Wert von Volveres Anteil betrug dabei GBP 6,5 Mio. In der Zwischenzeit wurde außerdem eine Dividende von GBP 0,45 Mio. vereinnahmt, sodass insgesamt das **16,5-fache des Kaufpreises erwirtschaftet** wurde.

Entsprechend der Erfolge der getätigten Investments ist der Aktienkurs von Volvere seit dem IPO in 2002 um ca. 16% p.a. gestiegen. Dabei ist besonders erwähnenswert, dass für gewöhnlich ein großer Teil der liquiden Mittel in der Kasse lag. Ein Investment in Volvere hatte also ein substanziiell niedrigeres Risiko-Profil als ein Investment in vergleichbare Gesellschaften oder in den Markt.



### Aktuelle Investments mit vielversprechendem Potenzial

Zum Zeitpunkt unseres Investments war **Impetus Automotive** das größte Investment von Volvere. Impetus wurde im März 2015 übernommen. Das Unternehmen erbringt Beratungsleistungen für den Automobilsektor. Es beschäftigt ca. 400 Mitarbeiter (eine Verdopplung seit der Übernahme) und bietet eine Reihe von Nischenprodukten und -dienstleistungen. Der größte Kunde ist Volkswagen. Impetus ist mit dem gesamten technischen Training der VW-Händler in Großbritannien beauftragt. Weitere Kunden sind z.B. Jaguar Land Rover oder BMW.

Damals hat Volvere **GBP 1,25 Mio. für Impetus bezahlt**. Das Unternehmen konnte bereits in den ersten neun Monaten nach der Übernahme einen Vorsteuergewinn von GBP 0,58 Mio. erwirtschaften, was fast der Hälfte dessen entspricht, was dafür bezahlt wurde. Nach starkem Umsatzwachstum in 2016 (+44%) und 2017 (+57%) wurde im Jahr 2017 ein Vorsteuergewinn von GBP 3,6 Mio. ausgewiesen.

Aus der Studie von Pressenachrichten auf der Webseite, neuen Case Studies zu erfolgreichen Projekten mit Kunden sowie den offenen Stellenanzeigen konnten wir ein gutes Gefühl dafür bekommen, dass Impetus auch

weiterhin wächst. Aufgrund der Informationen sollte der aktuelle Marktwert der Firma unserer Meinung nach bei mindestens GBP 30 Mio. liegen.

Kurz nach unserem Einstieg bei Volvere wurde Impetus tatsächlich verkauft, für einen **Gesamtpreis von GBP 31 Mio.**, was nach Abzug der Transaktionskosten einem Wert von GBP 23,1 Mio. für Volveres Anteil von ~83% entspricht. Letztendlich konnte Volvere auch hier eine verblüffende **Rendite von ~19x in 3,5 Jahren** erwirtschaften.

Aktuell hält Volvere einen Anteil von 80% an **Shire Foods**, einem Hersteller von Tiefkühlprodukten. Die restlichen 20% werden weiterhin von der Gründerfamilie gehalten. Das Unternehmen hat damals zu schnell expandiert und ist aufgrund der fehlenden Unterstützung seiner Bank in finanzielle Probleme geraten. Volvere hat den 80%-Anteil im Jahr 2011 für GBP 540 Tsd., erworben, wobei die bestehenden Vermögenswerte alleine GBP 4 Mio. wert waren. Zusätzlich hat Volvere eine Betriebsmittelfinanzierung von GBP 2 Mio. bereitgestellt.

Das initiale Investment wurde in der Zwischenzeit komplett an Volvere zurückgezahlt. Aktuell erwirtschaftet Shire einen Umsatz von GBP 18,3 Mio. und einen Vorsteuergewinn von GBP 600 Tsd. Der Wettbewerb ist sehr hoch. Aufgrund einiger Maßnahmen erwarten wir allerdings einen höheren Gewinn in 2019 und schätzen den Wert des Investments auf mindestens GBP 5 Mio.

Das dritte Investment im Portfolio, **Sira Defence & Security Limited**, ist ein Forschungsunternehmen, welches 2006 als Teil einer größeren Transaktion (s. Sira oben) übernommen wurde. Aktuell generiert es einen Umsatz von GBP 300 Tsd. und einen Gewinn von GBP 60 Tsd. Damit ist das Investment zurzeit nicht substanziiell für den Wert des Gesamtunternehmens. In den letzten Monaten wurden jedoch einige Partnerschaften hinzugefügt, welche zu einem erheblichen Anstieg der Ergebnisse in den nächsten Jahren führen könnten.

### **Hoher Discount zum fairen Wert trotz vergangener und aktueller Erfolge**

Zum Zeitpunkt unseres Investments in Volvere hatte das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von GBP 34 Mio. Demgegenüber lagen GBP 18,5 Mio. in der Kasse und kurzfristig liquidierbaren Geldanlagen. Wir haben außerdem den Wert des Investments von Impetus sehr konservativ auf über GBP 20 Mio. geschätzt. Allein in der Kasse und dem Impetus-Investment haben wir also Upside im Vergleich zur Marktbewertung gesehen. Shire Foods, dessen Wert wir auf mindestens GBP 5 Mio. schätzen, und das Upside von Sira gibt es umsonst dazu.

Aufgrund der sehr starken Bilanz, insbesondere der hohen Kassenposition, haben wir das Risiko eines Verlusts als äußerst gering angesehen. Das vorhandene Upside gepaart mit der Möglichkeit neben den Landers zu einem erheblichen Discount investiert zu sein, hat Volvere aus unserer Sicht zu einem **No-Brainer Investment** gemacht.

Seit unserem Investment im letzten Jahr hat die Aktie über 20% zugelegt. Die Entwicklung wurde durch den Verkauf von Impetus und die kürzliche Offenlegung der aktuellen Bilanzzahlen geprägt. Wir sind sehr glücklich mit der bisherigen Entwicklung, vor allem da wir das Risiko, mit Volvere Geld zu verlieren, besonders niedrig einschätzen.

### **Discount bleibt weiterhin bestehen**

Heute, nach dem Verkauf von Impetus, hat Volvere GBP 34,1 Mio. in der Kasse, fast die komplette Marktkapitalisierung (GBP 35,1 Mio.)<sup>(1)</sup>. Rechnet man auch die weiteren Vermögenswerte mit ein, liegt der Nettovermögenswert pro Aktie bei GBP 12,48. Bei dem aktuellen Preis entspricht das also immer noch einem Discount von ca. 10%. Darüber hinaus ist der tatsächliche Wert von Shire Foods aus unserer Sicht deutlich höher als in der Bilanz angesetzt und bietet somit zusätzliches Upside.

Im Gespräch mit Jonathan in London haben wir erfahren, dass in Zukunft ein größerer Fokus auf der Erweiterung des Lebensmittel-Geschäfts rund um Shire Foods liegen soll. Aufgrund des schwierigen Umfelds in diesem Bereich ist Volvere aktuell in der Lage einige Unternehmen für äußerst niedrige Preise zu erwerben. Diese sollen profitabel fortgeführt und stärker auf Zukunftstrends im Essensbereich, insbesondere vegetarisches bzw. veganes Essen und gesunde ‚Pies‘, ausgerichtet werden. Aufgrund der ausgesprochen vorsichtigen Herangehensweise der Landers sind wir zuversichtlich, dass sie auch in Zukunft nicht zu viel bezahlen werden und sehen eine hohe Chance für weitere sehr erfolgreiche Investments.

Neben den Plänen für Shire Foods liegt unserer Meinung nach zu viel Geld ungenutzt in der Kasse von Volvere. Wie wir sind auch die Landers der Ansicht, dass sehr gute Anlagemöglichkeiten selten sind und dass zu viel Kapital sie in der Suche einschränkt. Bereits in der Vergangenheit haben sie daher regelmäßig Gewinne mittels Aktienrückkaufprogrammen an ihre Aktionäre zurückgegeben. Die Landers bevorzugen diesen Weg gegenüber Dividenden und haben die Aktien häufig zu einem Discount zu ihrem intrinsischen Wert zurückkaufen können. Die regelmäßigen Aktienrückkäufe bieten uns außerdem, neben einem Verkauf über die Börse, gelegentlich die Möglichkeit, einen Teil unseres Investments in einem illiquiden Titel wie Volvere zu realisieren.

*(1) Trotz des gestiegenen Aktienkurses ist die aktuelle Marktkapitalisierung nur unwesentlich höher als bei unserem ersten Kauf, da Volvere in 2018 6,1 Mio. GBP für Aktienrückkäufe ausgegeben hat.*

## Ringmetall | Hidden Champion im Ausverkauf

Ringmetall bietet als Unternehmen eine tolle Kombination aus einem guten Geschäftsmodell mit einer sehr starken Marktstellung, attraktiven Möglichkeiten für zukünftiges Wachstum und dem richtigen Management. Zum Ende des letzten Jahres haben wir eine Position in diesem attraktiven Nebenwert aufgebaut. Aber warum waren wir nicht schon vorher investiert?

Ganz einfach, weil der Preis aus unserer Sicht nicht niedrig genug war. Im Gegensatz zu vielen anderen Small Cap Investoren sind wir nicht bereit für Qualität eine Prämie zu bezahlen. Von Zeit zu Zeit bietet der Markt allerdings auch Qualität an, ohne eine Prämie zu verlangen. Unser Ziel ist es, diese Gelegenheiten zu finden und zu nutzen. *Aber zurück zum Anfang.*

Ringmetall ist ein Spezialanbieter in der Verpackungsindustrie. Das Unternehmen bietet mit Deckeln, Dichtungen und Spannringen die gesamte Palette an Fassverschlusskomponenten an. Im Bereich der Fassringe, dem wesentlichen Anteil der Umsätze (insgesamt EUR 110 Mio. in 2018) besitzt Ringmetall mit einem globalen Marktanteil von über 70% (80% in Europa und den USA) eine monopolartige Stellung. Diese Marktstellung wurde in den letzten Jahren durch sinnvolle und nicht überbeuerte Akquisitionen in Deutschland, Italien, der Türkei und mit einer größeren Übernahme in den USA erreicht.



Quelle: Ringmetall AG.

45% des Umsatzes werden mit den zwei größten Kunden, den Fassherstellern Greif und Mauser, erwirtschaftet. Normalerweise würden bei uns bei solch einer Kundenkonzentration die roten Lampen angehen. Bei Ringmetall ist die Situation allerdings besonders. Sowohl Zulieferer als auch Abnehmer befinden sich als global agierende Unternehmen aufgrund ihrer jeweils sehr hohen Marktanteile in einer gegenseitigen Abhängigkeit. Keiner von beiden kann sich erlauben, auf den jeweils anderen zu verzichten.

Die Endkunden sind zahlreich und kommen im Wesentlichen aus der chemischen, petrochemischen, pharmazeutischen und lebensmittelverarbeitenden Industrie. Sie beinhalten global tätige Firmen wie BASF, Bayer, Exxon Mobil, Nestle oder Novartis.

### **Wieso sind wir der Meinung, dass Ringmetall mit einem simplen Produkt wie Fassringen langfristig erfolgreich sein und profitabel agieren kann?**

Fassringe sind günstig. Kleinere Ringe, zum Beispiel für die Lebensmittelindustrie, kosten ca. EUR 0,50. Größere Ringe, zum Beispiel für die chemische Industrie, kosten ungefähr EUR 1,00. Sie machen damit lediglich einen kleinen Anteil an den Gesamtkosten eines Industriefasses aus. Jedoch ist ihre Funktion – nämlich die Vermeidung von Lecks – sehr wichtig in der gesamten Wertschöpfungskette.

Sicherheit ist insbesondere in der chemischen Industrie ein sehr wichtiges Thema. In der Regel enthalten die Fässer gefährliche Inhaltsstoffe. Würden die Fässer bei einem Transport, zum Beispiel in Folge eines Unfalls, auslaufen, dann könnte ein Schaden in Höhe von mehreren Millionen Euro entstehen. Außerdem könnte ein derartiger Vorfall eine negative Presse nach sich ziehen. Aus denselben Gründen müssen die Spannringe strenge UN-Sicherheitsnormen einhalten und entsprechend zertifiziert sein.

Die Fasshersteller würden nicht das Risiko eingehen, bei ihren Endkunden in Ungnade zu fallen, nur weil sie bei dem Einkauf des entscheidenden Bausteins 3 oder 4 Cent sparen konnten. Daher besitzt Ringmetall eine gewisse Preissetzungsmacht. Diese Situation führt aus unserer Sicht außerdem zu langfristigen Kundenbeziehungen und zu einer hohen Kundenbindung.



Eine weitere Eintrittsbarriere liegt im Herstellungsprozess der Ringe. Um diese möglichst effizient zu produzieren, verändert Ringmetall die eingekauften Maschinen wesentlich und hat die Prozesse über die Zeit optimiert. Erst kürzlich hat das Unternehmen eine neue Maschinengeneration entwickelt, die gleichzeitig produzieren und die Qualitätskontrolle durchführen kann. Dies wird in Zukunft zu weiteren Effizienzgewinnen führen. Wir schätzen, dass Ringmetall allein dadurch die Marge um einen Prozentpunkt erhöhen kann, was einen Anstieg der Gewinne um 10% bedeuten würde.

Nicht zuletzt ist die Nähe zum Kunden entscheidend. Aufgrund der Form von Ringen wird sehr viel Luft mittransportiert. Das schützt Ringmetall zusätzlich vor Billigimporten, z.B. aus China.

Ein wichtiger Pfeiler von Ringmetalls Wachstumsstrategie sind Übernahmen. Für gewöhnlich sind wir keine großen Fans von Akquisitionen. Zu häufig verfolgen Manager das Ziel, ein größeres Imperium aufzubauen. Sie versprechen sich davon u.a. ein höheres Gehalt (i.d.R. steigen Manager-Gehälter mit der Größe des Unternehmens) sowie ein höheres Ansehen bei ihren Wettbewerbern und in der Öffentlichkeit. Da die Manager in der Regel nicht ihr eigenes Geld ausgeben bzw. nicht (ausreichend) am Unternehmen beteiligt sind, sind sie auch durchaus bereit für diese Annehmlichkeiten (zu) hohe Preise zu bezahlen.

Bei Ringmetalls Doppelvorstand, bestehend aus Christoph Petri und Konstantin Winterstein, sehen wir die Sache jedoch anders. Sie agieren sehr bedacht und sind auf den nachhaltigen Erfolg des Unternehmens fokussiert. Bevor sie riskieren, zu viel für ein Unternehmen zu bezahlen, lassen sie lieber eine Opportunität liegen.

Aus unserer Sicht der entscheidende Grund: Die beiden halten mit ca. 54,5% die Mehrheit am Unternehmen. Sie bezahlen also nicht mit dem Geld dritter Aktionäre, sondern vor allem mit ihrem eigenen Geld. Wir sind der Meinung, dass sie gerade deshalb in der Vergangenheit sehr erfolgreich mit ihrer Akquisitionsstrategie gewesen sind, und sind überzeugt, dass sich daran auch in Zukunft nichts ändern wird.

Wir haben Herrn Petri im letzten Jahr auch persönlich in Frankfurt getroffen. Unser Eindruck war sehr positiv. Er ist jung und dennoch sehr erfahren, dynamisch und nicht zuletzt hoch motiviert, mit Ringmetall weiter eine erfolgreiche Zukunft aufzubauen.

<b>1997</b>	Company Foundation as H.P.I. Holding AG
<b>1998</b>	Acquisition of August Berger
<b>2007</b>	IPO of HPI Holding AG
<b>2012</b>	Market Entry China Acquisition of production sites in Italy and Turkey
<b>2013</b>	Acquisition in Industrial Handling Division (Germany) Acquisition of leading company in Packaging Solutions Division (Italy)
<b>2015</b>	Acquisition of Self Industries (USA) Rebranding of H.P.I. Holding to Ringmetall
<b>2017</b>	Acquisition of HongRen (China), effective 2018 Acquisition of Latza (Germany)
<b>2018</b>	Acquisition of Nittel (Germany), effective 2019

Quelle: Ringmetall AG.

Im November 2018 hat Ringmetall seine jüngste Transaktion, die Übernahme der Nittel Halle GmbH getätigt. Nittel ist ein Hersteller von Innenhüllen mit einem Umsatz von EUR 13 Mio. und 130 Mitarbeitern. Mit dieser Akquisition erweitert Ringmetall sein Produktangebot sinnvoll und eröffnet ein neues Feld, in dem es in den nächsten Jahren organisch und durch weitere Akquisitionen wachsen möchte.

### Zurück zur Preisfrage

Wir sind keineswegs der Meinung, dass die Ringmetall Aktie in der Vergangenheit überbewertet gewesen ist. Allerdings ist die Sicherheitsmarge, der Abschlag zum von uns geschätzten (konservativen) fairen Wert, bisher nicht hoch genug gewesen, um uns zu einem Investment zu überzeugen.



In den hektischen Zeiten am Ende des letzten Jahres eröffnete sich jedoch die Möglichkeit, dieses qualitativ hochwertige und toll geführte Unternehmen zu einem attraktiven Preis zu erwerben.

Über die Gründe können wir nur spekulieren. Einige Fonds haben im letzten Jahr Abflüsse erlitten, auch Aktionäre von Ringmetall. Außerdem haben einige (größere) Investoren in der volatilen Zeit im vierten Quartal wohl ohne große Differenzierung Aktien im Markt verkauft, insbesondere Nebenwerte. In einem Umfeld, in dem die meisten Investoren sich mit Käufen zurückhalten, kann eine solche Situation besonders bei Nebenwerten zu starken Preisverlusten führen. Der Chart des Aktienkurses zeigt das beeindruckend:



Allerdings hat keiner der Gründe etwas mit dem Geschäft und dem fundamentalen Wert des Unternehmens zu tun. Auch wenn wir die erhöhten Risiken einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung, die natürlich auch das Geschäft von Ringmetall belasten würde, sehen, fällt es uns schwer zu glauben, dass das Unternehmen 35% weniger wert sein soll. Übrigens hat Ringmetall in der Zwischenzeit alle seine Ziele erreicht und ist weiterhin optimistisch für die naheliegende und langfristige Zukunft gestimmt.

Wenn andere kurzfristig agieren (müssen), ergeben sich Chancen für uns. So war es auch bei Ringmetall. Hier überzeugt die sehr seltene Kombination aus fähigem Management, einem starken Geschäftsmodell und einem günstigen Preis. Wir sehen eine sehr gute Chance, mit Ringmetall ein äußerst attraktives langfristiges Investment gefunden zu haben.

Wir freuen uns, in beiden Fällen als unternehmerisch denkende Aktionäre neben vertrauensvollen und langfristig denkenden Managern investiert zu sein. Wir sind sowohl von den Landers als auch von dem Doppelvorstand bei Ringmetall sehr überzeugt.

Wir hoffen, dass Ihnen die Lektüre Spaß gemacht hat und freuen uns über Ihr Feedback. Bitte melden Sie sich auch sehr gerne jederzeit bei Rückfragen. Spätestens in der Mitte des Jahres melden wir uns mit der Ausgabe #4 des Letter to Partners. In diesem werden wir auch rückblickend über das erste Jahr berichten.

Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam



**Disclaimer:**

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „WM“ 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.

Diese „WM“ ist nur für natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde 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 „WM“ nicht berücksichtigt.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. neben Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten, den veröffentlichten Wertpapierprospekt samt der Risikoangaben sorgfältig prüfen oder eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater treffen.

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 „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 09. Oktober 2018

Herausgeber: Daniel Gehlen, Marc-Lennart Bräutigam – Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Ertstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen.