

GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL

SMALL CAPS. GREAT VALUE.

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Bockenheimer Landstraße 2-4
OpernTurm
60306 Frankfurt am Main

+49 (0) 69 6677 48118
info@gbcvalue.com
www.gbcvalue.com

Letter to Partners #7

Q1 2020 (01.01.2020 – 31.03.2020)

21. April 2020

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

an das erste Quartal 2020 werden wir uns noch lange erinnern. Wie Sie wissen, ist es nicht unsere Art, kurzfristige Marktbewegungen zu kommentieren. Dieses Mal ist aber – offensichtlich – alles anders. In den ersten drei Monaten dieses Jahres hat sich aufgrund der großen Unsicherheit um die wirtschaftlichen Folgen des Coronavirus und des gleichzeitigen Niedergangs des Ölpreises eine regelrechte Panik am Aktienmarkt breit gemacht. Der DAX ist von seinem Höchststand am 19. Februar bis zum Tiefpunkt am 18. März um 39% gefallen, der MSCI Europe Small & Micro Cap um 41%. Unser Fonds hat im gleichen Zeitraum 32% verloren. Am Ende des Quartals standen die oben erwähnten Indices 25% und 29% im Minus. Unser Fonds notiert 27% niedriger als zu Jahresbeginn.

In unserem Zwischenbericht vom 16. März haben wir die großen Risiken der aktuellen Situation erwähnt. Eine bloße Rezession, auch wenn sie sehr schwerwiegend ist, reicht für gewöhnlich nicht, um einen solch vehementen Absturz der Aktienmärkte zu rechtfertigen. Der Einbruch, den wir in den letzten Wochen erlebt haben, wurde vielmehr von Zweifeln der Marktteilnehmer an der Stabilität des ganzen Systems hervorgerufen.

In den letzten Tagen mehren sich die Nachrichten zu Erfolgen bei der Eindämmung des Virus. Die Lockdowns scheinen in nahezu allen Ländern Erfolg zu zeigen, auch wenn die Geschwindigkeiten unterschiedlich sind. In einigen europäischen Ländern werden bereits erste Lockerungen veranlasst. Andere diskutieren den Zeitplan.

Darüber hinaus haben die Politik und vor allem auch die Zentralbanken keinen Zweifel an der unbedingten und quasi unbegrenzten Unterstützung der Wirtschaft aufkommen lassen. Sie haben bis heute sehr schnell und entschlossen gehandelt. **Durch Zinssenkungen und Aufdrehen der Geldhähne, in Kombination mit den ersten Erfolgen der Viruseindämmung, wurde die Gefahr eines Systemkollapses erheblich reduziert.**

Im Zuge dessen haben sich auch die Kapitalmärkte seit ihrem Tief Mitte März bereits stark erholt. Auch unser Fonds hat hiervon profitiert und ist seit dem Tief im März 17% im Plus, 9% davon seit Quartalsende. Es scheint dabei merkwürdig, dass Kurse in einer Woche zweistellig zulegen, in der katastrophale wirtschaftliche Daten sowie nie da gewesene Arbeitslosenzahlen in den USA und anderen Regionen berichtet werden. Der Aktienmarkt schaut jedoch in die Zukunft und die Gewinne von ein oder zwei Jahren haben nur einen geringen Einfluss auf den heutigen Wert eines Unternehmens.

Aus heutiger Sicht weiß niemand, wie schnell und gut die Öffnung des Lockdowns voranschreiten wird, wie effektiv die Umsetzung flächendeckender Tests in der Praxis umgesetzt wird oder wann es erste Heilmittel (Impfstoffe) gibt, und wie hoch die Gefahr eines erneuten Lockdowns ist. Darüber hinaus kann niemand genau abschätzen, welche kurz-, mittel- und langfristigen Folgen die wirtschaftlichen Stimuli der Politik und Zentralbanken haben werden. Es fehlt schlicht an vergleichbaren Ereignissen aus der Vergangenheit. Aus diesen Gründen denken wir, dass es kaum möglich ist, einen Vorteil bei der Betrachtung und Einschätzung des Gesamtmarktes zu gewinnen.

Wir sind allerdings von etwas anderem überzeugt: **Das aktuelle Umfeld ist eines der besten, welches es in den letzten Jahrzehnten für die individuelle Auswahl von Aktien gegeben hat.** Für uns als Investoren, die ausschließlich an der Auswahl individueller Unternehmen interessiert sind, ist das ziemlich aufregend. Warum sind wir der Ansicht?

Die historischen Zahlen und aktuellen Vorhersagen sind quasi über Nacht bedeutungslos geworden. Die Bandbreite der möglichen Ausgänge ist unfassbar weit und die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung extrem hoch. Ein Investor muss sich selbst ein Bild davon verschaffen, wie hoch die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens in verschiedenen Szenarien sein wird, wie es finanziell aufgestellt ist und ob und wie es den Weg durch die Krise bewerkstelligen wird.

Auch ein genauer Blick auf die Hauptakteure der Unternehmen ist wichtiger denn je. **Gut aufgestellte Unternehmen, die von Managern mit den richtigen Anreizen und mit einem langfristigen Horizont geführt werden, werden die Möglichkeit haben, enorme Werte zu schaffen** (z.B. durch Zukäufe von strauchelnden Wettbewerbern oder gute operativen Entscheidungen, die es ihnen erlauben, Marktanteile zu gewinnen).

Nicht zuletzt gibt es heute viele Sektoren, gerade diese, die sich im „Auge des Sturms“ befinden, in denen die Aktien der Unternehmen nahezu gleich stark unter Druck gekommen sind. **Die Gewinner in diesen Sektoren zu finden, könnte zu Investments führen, deren Werte sich in den nächsten Jahren vervielfachen werden.**

Auch wenn diese Krise eine der größten wirtschaftlichen Herausforderungen der Nachkriegsgeschichte darstellt, sehen wir daher aktuell auch außergewöhnliche Chancen für uns als langfristig orientierte Investoren. Die Aktienkurse vieler Unternehmen handeln auf äußerst niedrigen Bewertungen. Wir sind überzeugt, dass sich herausstellen wird, dass viele Aktien zum heutigen Zeitpunkt viel zu günstig gewesen sind.

Aus unserer Sicht sind wir mit unserem Investmentansatz, der auf unseren eigenen unabhängigen Analysen und einer möglichst tiefen Kenntnis der Unternehmen beruht, optimal positioniert, um in dieser Zeit die Basis für eine deutlich überdurchschnittliche Rendite zu schaffen.

Bei der Analyse neuer Opportunitäten hat **Tim Dannemann** uns im ersten Quartal sehr tatkräftig als **Praktikant** unterstützt. Er hat in dieser bewegten Zeit einen sehr wertvollen Beitrag geleistet.

Ende März konnten wir außerdem **Kory Kaunisto** als **neues Teammitglied** willkommen heißen. Kory hat zusammen mit Daniel den Master of Finance an der London School of Economics absolviert. Im Anschluss hat er vier Jahre in Hong Kong bei der Citigroup, einer der weltweit größten Investmentbanken, gearbeitet. Gerade in der aktuellen Zeit ermöglicht Korys Unterstützung es uns, mehr Unternehmen anzuschauen und zu analysieren – die Liste an spannenden Investment-Ideen ist länger als je zuvor!

Der im letzten Letter to Partners angesprochene Wechsel des Fonds zur neuen Verwahrstelle **Donner & Reuschel** wurde erfolgreich abgeschlossen. Unsere ersten Erfahrungen mit dem Aktienhandel von D&R sind sehr positiv. Das neue Set-up bietet eine merkbare Verbesserung auf der Handelsseite. Gerade bei einigen der besonders kleinen Werte kann diese Verbesserung wesentliche Einsparungen für die tatsächlichen Handelskosten bedeuten.

Anstelle der sonst üblichen Case Study haben wir uns aufgrund der aktuellen Situation entschieden, auf drei unserer größten Positionen genauer einzugehen. **Mit einem Blick über die kurzfristigen Herausforderungen hinweg sind wir der festen Ansicht, dass viele unserer Unternehmen mittelfristig sogar von der aktuellen Situation profitieren könnten.** Abschließend finden Sie eine detaillierte Übersicht über die Performance seit Auflage und das aktuelle Portfolio.

Wir danken Ihnen besonders herzlich für Ihr Vertrauen in dieser herausfordernden Zeit und für Ihre Unterstützung. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen. Über Ihr Feedback freuen wir uns wie immer sehr. Wir hoffen, dass Sie alle gesund und wohlauf sind. Wir wünschen Ihnen nachträglich frohe Ostern.

Mit herzlichen Grüßen,

Daniel Gehlen

Marc-Lennart Bräutigam

Folgen Sie uns:  

Akwel

Als Automobilzulieferer leidet Akwel gerade unter nahezu vollständigen Produktionsstopps. Auch mittelfristig könnte das Unternehmen darunter leiden, dass in einem schwächeren wirtschaftlichen Umfeld und bei höherer Arbeitslosigkeit weniger Autos produziert werden.

Kurzfristig kann Akwel gut reagieren. Das Unternehmen hat durch den Abbau von temporären Arbeitskräften und mithilfe von staatlichen Programmen einen sehr großen Teil der Kosten reduzieren können. Im Gegensatz zu vielen Konkurrenten besitzt Akwel außerdem einen Großteil der Fertigungsstätten und wird daher nicht durch fortlaufende Mietzahlungen belastet. Außerdem hat Akwel eine starke Bilanz, die Firma ist fast schuldenfrei, und ist überdurchschnittlich profitabel.

Im Gegensatz zu Akwel waren viele andere Autozulieferer aufgrund des ohnehin herausfordernden Umfelds bereits vor der Corona-Krise in finanziellen Schwierigkeiten. Wir erwarten generell, dass die Autohersteller ihre Zulieferbasis in Zukunft konsolidieren und enger mit einer geringeren Anzahl an ausgewählten Zulieferern zusammenarbeiten werden. Die aktuelle Situation könnte diese Entwicklung beschleunigen.

Wir sehen Akwel mit seiner beeindruckenden auf Effizienz und Zuverlässigkeit ausgerichteten Kultur bestens positioniert. Auch wenn Akwel einem sehr schwierigen Jahr entgegenblickt, könnte ein ausgedünntes Wettbewerbsumfeld mittelfristig sogar positiv sein und sich als Rückenwind herausstellen.

Darüber hinaus wird die Autoindustrie als einer der wesentlichen Arbeitgeber nach dieser Zeit voraussichtlich von Konjunkturprogrammen unterstützt werden. In China wurde bereits in der letzten Woche angekündigt, dass Autokäufe staatlich subventioniert werden. In Deutschland steht eine Wiederbelebung der Abwrackprämie im Raum. Eine mögliche Übernahme von FCA (Fiat, Chrysler) durch PSA (u.a. Peugeot und Opel) könnte zudem starken Rückenwind bieten. Peugeot ist heute Akwels größter Kunde, mit Fiat könnte das Geschäft in Zukunft aber noch stark wachsen. Dies war bereits geschehen, nachdem Peugeot Opel übernommen hatte und in der Folge Akwel Opel belieferte.

Sto

Als Hersteller von Wärmedämm-Verbundsystemen und Farben ist Sto von der Entwicklung der Bauindustrie abhängig. Die direkten Effekte von Corona sind dabei geringer als bei vielen anderen Unternehmen. Auch wenn es an der ein oder anderen Stelle Engpässe geben wird, zum Beispiel bei der Verfügbarkeit des Personals oder auch bei Warentransporten, kann grundsätzlich weiter gebaut werden. Die Baubranche ist jedoch zyklisch und wird von einem schwächeren wirtschaftlichen Umfeld überproportional betroffen sein.

Da die Umsätze allerdings nicht kurzfristig einbrechen werden, kann Sto angemessen auf mögliche Rückgänge reagieren und die Kosten gegebenenfalls anpassen. Darüber hinaus ist das Unternehmen aufgrund seiner konservativen Führung finanziell außergewöhnlich gut aufgestellt. Eigentlich zu gut. Die Nettokasse beträgt >€100 Mio. Vergleichbare Unternehmen finanzieren für gewöhnlich einen wesentlichen Teil des Geschäfts mit Krediten.

Auch wenn wir die doch sehr konservative Finanzierung in der Vergangenheit als nicht optimal angesehen haben, bietet sie in der aktuellen Zeit außergewöhnliche Chancen. Sto wird keinesfalls in finanzielle Schwierigkeiten geraten und wird keine unangenehmen Gespräche mit Banken führen müssen. Im Gegenteil, sie können das Kapital in dieser Zeit womöglich sehr profitabel anlegen.

Schon länger sucht Sto aktiv nach Unternehmen, die sie übernehmen können, um ihr Geschäft zu erweitern und den Wettbewerb zu konsolidieren. Das Management ist aber sehr konservativ und hat in den letzten Jahren kaum Opportunitäten zu attraktiven Preisen gefunden. Das könnte sich in der aktuellen Lage ändern.

Selbst wenn sie keine Zukäufe machen, sind wir der festen Ansicht, dass Sto aus dieser herausfordernden Zeit Profit schlagen und Marktanteile gewinnen wird. Wir sind daher sehr positiv, dass Sto aus dieser Krise als Gewinner hervorgehen und mittelfristig sogar profitieren wird.

DO & CO

DO & CO ist das Unternehmen in unserem Portfolio, welches den Einfluss der Reisebeschränkungen und Kontaktverbote am härtesten zu spüren bekommt. Als Caterer für Fluggesellschaften und Events (inkl. für die Formel 1, EM und das Stadion des FC Bayern), ist das Geschäft quasi komplett zum Erliegen gekommen. Wir erwarten auch nicht, dass es dieses Jahr noch eine signifikante Erholung geben wird.

DO & CO hat allerdings vorteilhafte Verträge. Die Kunden zahlen, unabhängig von der Aktivität, einen Teil der Kosten (z.B. Miete). Auf diese Weise erhält DO & CO auch in dieser Zeit wenigstens ca. 20% der Umsätze. Auf der anderen Seite haben wir vom Unternehmen erfahren, dass die Kosten kurzfristig um ca. 80% zurückgefahren werden können.

Die starke Expansion der letzten Jahre hat DO & CO auch teilweise durch die Aufnahme eines Kredits finanziert. Die Verschuldung ist insgesamt jedoch moderat. Außerdem hat das Unternehmen erst Anfang März eine komplette Refinanzierung der Kredite durchgeführt. Vor Kurzem hat DO & CO dann auch gegenüber dem Kapitalmarkt verkündet, dass sie trotz der fehlenden Gewinne in diesem Jahr den Fortbestand des Geschäfts gesichert haben.

Wir erwarten, dass sich das Flug- und Eventgeschäft ab dem nächsten Jahr merklich erholen wird. Auch wenn es keine volle Erholung geben wird, sehen wir den Kursverfall von >60% als deutlich zu hoch an. DO & CO wird zwar dieses Jahr voraussichtlich keinen Gewinn erwirtschaften. Aber der Wert eines Unternehmens besteht nicht aus den Gewinnen eines Jahres, sondern aus den Gewinnen aller Jahre in der Zukunft. Wir haben diese Situation daher in den letzten Wochen für Zukäufe genutzt.

Die Aktienkurse unserer Portfoliounternehmen haben bereits vor der Krise die Werte der Geschäftsmodelle nicht annähernd widerspiegelt. Wir sind überzeugt, dass der Wert aller Unternehmen in unserem Portfolio weit über dem heutigen Marktpreis liegt. Diese Einschätzung berücksichtigt noch nicht die oben angesprochenen Opportunitäten, aus denen viele von ihnen sogar von der Krise profitieren könnten.

Aus unserer Sicht ist es in dieser Zeit besonders wichtig, einen kühlen Kopf zu bewahren, um sorgfältig die bestehenden Chancen zu nutzen und gleichzeitig unnötige Risiken zu vermeiden. Auch wenn es in Zeiten starker Kursschwankungen besonders schwierig erscheint, gilt es gerade dann die nötige Geduld mitzubringen und unseren Überzeugungen zu folgen.

Abschließend ein weiterer Punkt, der uns sehr positiv stimmt: **Alle unserer zehn größten Investments haben große Anteilseigner, in acht Fällen die Gründer der Unternehmen. In allen Fällen handelt es sich nach unserem Wissen um einen wesentlichen Anteil der Vermögen der Hauptakteure.** Die Verantwortlichen werden also höchst motiviert sein, ihre Unternehmen bestmöglich durch die aktuelle Zeit zu führen. Fast alle haben auch bereits vergangene Krisen miterlebt. Wir sind überzeugt, dass sie auch die derzeitige Krise meistern werden.

- Akwel: 70% Coutier Familie
- Sto: 60,5% Stotmeister Familie
- Gamesys: ~25% mehrere Gründer und Manager
- Ferronordic: >30% mehrere Gründer und Manager
- Koenig & Bauer: ~5% CEO Claus Bolza-Schünemann, darüber hinaus mehrere Großaktionäre
- 7C Solarparken: knapp 5% Gründer und CEO Steven de Proost (30-40x Bruttojahresgehalt)
- Serviceware: 62,8% Gründer und Geschäftsführer Dirk K. Martin und Harald Popp (jeder 31,4%)
- DO & CO: 32,3% Gründer und CEO Attila Dogudan
- Traumhaus: 73,7% Gründer und CEO Otfried Sinner

Aktuell sind alle drei Tranchen unseres Fonds für Neuinvestitionen geöffnet:

Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren 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:

-S- Tranche: A2JF8Z **-R- Tranche:** A2JQHQ **-I- Tranche:** A2N811

Netto-Performance-Zahlen (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 Q1	-27,1%	-27,3%	-27,2%	-28,8%
Seit Auflage	-21,9%	-22,5%	-21,2%	-23,1%*

* 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.

Allokation nach Branchen und Auflageland zum 31. März 2020:

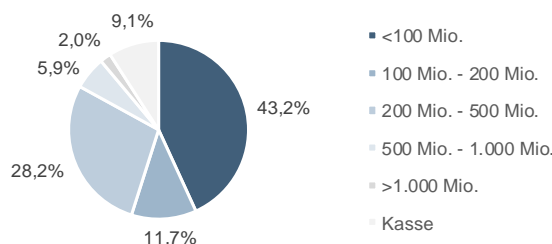


Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 31. März 2020:

1	CTT – Correios de Portugal	8,0%	6	Koenig & Bauer	4,4%
2	Akwel	7,4%	7	7C Solarparken	4,4%
3	Sto	6,7%	8	Serviceware	3,9%
4	Gamesys	5,9%	9	DO & CO	3,8%
5	Ferronordic	4,4%	10	Traumhaus	3,8%

Notiz: CTT ist seit dem 15.4. nicht mehr Teil unseres Portfolios.

Allokation nach Streubesitz-Marktkapitalisierung (EUR) zum 31. März 2020:



Disclaimer:

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: 15. Oktober 2019*

Herausgeber: 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 Erftstadt. Die 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.