

GEHLEN BRÄUTIGAM

CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Kurfürstendamm 11
10719 Berlin

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

Letter to Partners #11

Q1 2021 (01.01.2021 - 31.03.2021)

19. April 2021

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im ersten Quartal 2021 hat unser Fonds **+19,3%** zugelegt, womit wir laut [Citywire](#) Platz 1 aus 136 vergleichbaren Fonds (Equities - Europe Small & Mid Cap) belegen. Der Jahresauftakt hätte kaum besser verlaufen können.

Seit den Tiefstständen im März hat unser Fonds in jedem Quartal eine positive Performance erzielt. **In den vergangenen vier Quartalen ist er >100% gestiegen.** Den Zeitraum der letzten 12 Monate konnten wir damit als #3 von 135 vergleichbaren Fonds abschließen. Das Fondsvolumen steht aktuell bei ca. EUR 17 Mio.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 156,42. Der kumulierte Nettozuwachs seit Auflage beträgt **+56,4%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+17,6%** (ggü. +26,0% bzw. +8,8% p.a. für unseren Referenzindex).

Portfolio

Die endgültigen Ergebnisse des abgelaufenen Jahres sind für viele unserer Unternehmen deutlich besser ausgefallen, als wir es noch vor ein paar Monaten hätten erwarten können.

Italian Wine Brands hat als Profiteur der stay-at-home Politik ein starkes Jahr mit einem Wachstum von fast 30% abschließen können. Das beschleunigte Wachstum war aus unserer Sicht nicht nur durch positive Einmaleffekte getrieben. IWB gewinnt mit bestehenden und neuen Marken Marktanteile im B2B-Geschäft mit Supermärkten. Auch der Vertrieb über die eigene Webseite entwickelt sich positiv. Ende letzten Jahres ist das Unternehmen mit [Svinando](#) auch in Deutschland gestartet. Wir haben den Onlineshop bereits ein paar Mal getestet. Nach den (ganz normalen) anfänglichen Start-Schwierigkeiten funktioniert der Service nach unseren persönlichen Erfahrungen zunehmend besser.

Auch der Ausblick für die nächsten Jahre ist vielversprechend. Der CEO und größte Aktionär Alessandro Mutinelli hat eine große Vision. Er möchte die führende unabhängige Weingruppe Italiens schaffen. Vor diesem Hintergrund schauen wir auch gespannt auf mögliche Akquisitionen in den nächsten Monaten. Wir sehen eine gute Chance, dass die Erfolgsgeschichte von Italian Wine Brands gerade erst begonnen hat.

Sto, der Spezialist für Wärmedämm-Verbundsysteme und Farben, konnte trotz der Pandemie in 2020 den Umsatz leicht und das operative Ergebnis um 40% (!) steigern. Gerade vor dem Hintergrund der Ankündigungen massiver Förderungen für die energetische Sanierung in Europa und den USA sehen wir auch den nächsten Jahren sehr positiv entgegen. Im Zuge des europäischen Green Deals hat sich die EU eine Verdopplung der Renovierungsquote bis 2030 zum Ziel gesetzt und entsprechend gigantische Förderungen in Aussicht gestellt. In den USA wird ein Infrastruktur-Paket von über USD 2 Billionen auf den Weg gebracht. Eine wesentliche Zielsetzung ist auch hier eine Steigerung der Renovierungsaktivitäten. Gerade Dämmungen leisten dabei einen sehr positiven Beitrag zur Verringerung schädlicher Emissionen. Diese langfristigen Rückenwinde werden von einer Bewertung, die auch nach dem Kursanstieg des letzten Jahres kaum Wachstum einpreist, aus

unserer Sicht nach wie vor nicht annähernd widerspiegelt – insbesondere vor dem Hintergrund, dass Sto in den letzten Jahren sogar kontinuierlich stärker als der Markt gewachsen ist.

Besonders bei konjunkturabhängigen Geschäftsmodellen überprüfen wir den Track Record des Unternehmens bzw. des Managements in Krisen wie bspw. der Finanzkrise von 2008/09. Eine Analyse, wie sich die Profitabilität und die Liquidität verhalten hat, hilft ggf. Rückschlüsse für zukünftige Krisen zu ziehen. Gute Unternehmen sind dabei nicht nur in der Lage, Krisen erfolgreich zu meistern, sondern auch gestärkt aus diesen hervorzugehen.

“History doesn't repeat itself, but it often rhymes” – Mark Twain.

Tatsächlich haben sich unsere zyklischen Beteiligungen wie bspw. **Akwel**, **JOST Werke** oder **SAF-Holland** im letzten Jahr ähnlich robust wie in vergangenen Krisen verhalten. **Akwel** möchten wir an dieser Stelle besonders hervorheben. Im [Letter to Partners #4](#) hatten wir eingangs der Case Study die langfristige Sichtweise des Managements hervorgehoben. In den Jahren vor der Corona-Krise wurde stark in die Automatisierung der Produktionsprozesse investiert, um die „Profitabilität in einem schwierigen Umfeld [zu] stützen.“

Im Krisenjahr 2020, was zu einem Umsatzrückgang von ca. -15% geführt hat, konnten die Investitionen in das eigene Unternehmen reduziert und **eine höhere Marge als im Vorjahr und eine noch nie dagewesene Cashflow-Generierung** erreicht werden. Wahnsinn! Der Börsenkurs sprang wenig überraschend am Tag der Bekanntgabe stark an. Auch die Aktien der anderen zyklischen Titel konnten erfreuliche und bestätigende Nachrichten vermelden und haben zu unserer Fonds-Performance beigetragen.

Wir sind sehr zufrieden mit unserer Entscheidung, unsere Position inmitten der Corona-Krise zu Kursen von ca. EUR 10 deutlich ausgebaut zu haben. Damals hat der Markt das Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von ca. EUR 270 Mio. bewertet. Dagegen konnte Akwel im letzten Jahr einen Free Cashflow in Höhe von EUR 128 Mio. generieren! Aktuell handelt die Aktie über EUR 30. Auch wenn die Cash-Generierung im letzten Jahr außergewöhnlich hoch war, ist sie unserer Meinung nach auf diesem Level immer noch sehr günstig.

In der jüngsten Veröffentlichung hatte das Unternehmen einen vorsichtigen Ausblick für 2021 gegeben. Keine Überraschung, wenn man das Management kennt. Aus finanzieller Sicht sehen wir Akwel in einer exzellenten Position, in den kommenden Jahren organisch und vor allem auch anorganisch zu wachsen. Was uns besonders zuversichtlich macht: Das Management legt bei Akquisitionen keinen großen Wert auf die Größe, sondern vielmehr auf den Preis sowie die Profitabilität und das technologische Know-how des Zielunternehmens.

Ende März haben wir mit **Gamesys** ein Übernahmeangebot für ein weiteres Unternehmen in unserem Portfolio erhalten. Der Preis von GBP 18,50 bietet leider lediglich eine Prämie von 14% auf den letzten Kurs. Auch wenn wir seit unserem Einstieg ein Plus von über 150% verzeichnen können, bewertet er aus unserer Sicht leider nicht das volle Potenzial des Unternehmens. Obwohl Gamesys sicherlich als „Covid-Gewinner“ zu werten ist, zeigt der Preis auch, wie hoch die Unterbewertung bei unserem Einstieg gewesen ist. Insgesamt war unser Engagement trotz des leicht unzufriedenstellenden Abschlusses dennoch sehr erfolgreich.


Im folgenden Abschnitt gehen wir auf einen der entscheidenden Aspekte bei der Analyse und Selektion von möglichen Investments ein. Anschließend stellen wir Ihnen vor, wie es zu unserem erfolgreichsten Investment im letzten Jahr, **SAF-Holland**, gekommen ist. Auf den letzten Seiten finden Sie wie gewohnt weitere Informationen zu unserer Performance und dem Portfolio.

Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen und für Ihre Unterstützung. Bitte melden Sie sich sehr gerne jederzeit bei Fragen oder Anmerkungen.

Mit herzlichen Grüßen,

Daniel Gehlen

Marc-Lennart Bräutigam

Folgen Sie uns: 

Moats - das Herzstück von Qualitäts-Unternehmen

Ganz allgemein betrachtet gibt es zwei Arten von Value-Investments – diejenigen, die dem traditionellen ‚Cigar Butts‘-Ansatz von Benjamin Graham näher stehen, und die „modernerer“ Investments vom Typ Buffett & Munger. Während erstere eher Aktien meinen, die mit einem tiefen Abschlag auf den Wert der aktuellen Vermögenswerte in der Bilanz gehandelt werden, beziehen sich letztere auf qualitativ hochwertige Unternehmen mit der Möglichkeit, lange zu wachsen (oft auch als "Compounder" bezeichnet).

Uns ist bewusst, dass mit beiden Ansätzen attraktive Renditen erzielt werden können. Wir sind für beide offen und suchen zu jedem Zeitpunkt nach den besten Ideen.

Nach unserer Definition ist ein qualitativ hochwertiges Unternehmen eines mit hohen Kapitalrenditen und Möglichkeiten, weiteres Kapital zu diesen attraktiven Renditen zu investieren. Anteile an solchen Unternehmen zu erwerben, klingt im Allgemeinen nach einer klugen Strategie. Allerdings ist Vorsicht geboten. Wir sind der Meinung, dass sehr schlechte Investments getätigt werden können, wenn man Anteile an profitablen Unternehmen kauft, die nicht in der Lage sind, ihre Profitabilität mittel- bis langfristig zu verteidigen. Vor allem wenn man hohe Preise bezahlt, kann man leicht auf der falschen Seite der Transaktion landen.

Eine hohe Profitabilität zieht naturgemäß neue Wettbewerber an und kommt dadurch in den meisten Fällen unter Druck. Tatsächlich sind nur wenige Unternehmen in der Lage, über einen langen Zeitraum hinweg eine hohe Rentabilität zu erzielen. Manche schaffen es allerdings viel länger als andere. Aber warum?

"In business, I look for economic castles protected by unbreachable 'moats'." – Warren Buffett

Buffett verwendet den Begriff *moat* (Burggraben), um die Eigenschaft eines Unternehmens zu beschreiben, die es ihm ermöglicht, neue Konkurrenten abzuwehren und auf diese Weise weiterhin hohe Renditen mit zukünftigen Investitionen zu erzielen. In unseren Analysen bewerten wir sorgfältig die Qualität zukünftiger Erträge, indem wir die Beständigkeit des *moats* eines Unternehmens analysieren. Es ist dabei leicht sich einzureden, dass ein Unternehmen etwas Besonderes ist. Nur sehr wenige sind es allerdings wirklich.

In *The Little Book that Builds Wealth* hat Pat Dorsey die Herausforderung angenommen, die verschiedenen Arten und Stärken einiger *moats* zu skizzieren. Im Folgenden finden Sie einen Auszug der wichtigsten Ideen des Buches, die sich auch in unserer internen Due-Diligence-Liste wiederfinden. Neben dem *moat* gibt es noch weitere qualitative Faktoren, die für den Erfolg eines Unternehmens wichtig sind wie z.B. interne Prozesse und die Kultur eines Unternehmens sowie die Fähigkeit des Managements, Kapital zu allozieren – aber heben wir uns diese für ein anderes Mal auf...

Beispiele für stärkere *moats*:

Network economics: Steigt der Wert des Produkts oder der Dienstleistung mit der Anzahl der Nutzer?

Customer switching costs: Ist der Nutzen eines Wechsels vom Produkt der Firma A zum Produkt der Firma B geringer als die damit verbundenen Kosten?

- Wie tief ist das Produkt oder die Dienstleistung in das Ökosystem des Kunden integriert?
- Wie hoch sind die Erneuerungsraten („retention rates“)?
- Ist die Qualität ein Faktor und wie bedeutend wäre ein Qualitätsmangel für das Endprodukt?

Beispiele für schwächere *moats*:

Intangible assets:

- Marken:
 - Preissetzungsmacht: Sind Kunden bereit, einen Aufschlag für die Marke zu bezahlen?
 - Senkt die Marke die Kosten der Suche nach einem geeigneten Produkt?
- Patente:
 - Hat das Unternehmen eine erfolgreiche Historie bei Innovationen? Sind wir überzeugt, dass diese fortgesetzt werden kann? Kann das Unternehmen eine Vielzahl von patentierten Produkten vorweisen?
- Lizenzen:
 - Benötigt das Unternehmen eine (behördliche) Genehmigung, um in einem Markt zu agieren, unterliegt aber keiner wirtschaftlichen Aufsicht hinsichtlich der Preisgestaltung?
 - Andere Lizenzen

Cost advantages: Kann das Unternehmen im Vergleich zu seinen Mitbewerbern auf die kostengünstigsten Inputs zurückgreifen?

- Hat es einen wesentlichen Größenvorteil in einer Branche, in der es Größenvorteile gibt?
 - Distribution: Bspw. ein großes oder dichtes Verteilernetz. Sobald die Fixkosten gedeckt sind, sind die variablen Kosten für die Auslieferung eines zusätzlichen Pakets fast Null
 - Fertigung: Bspw. eine höhere Verarbeitungsmenge bei geringeren marginalen Kosten für die Produktion zusätzlicher Teile
 - Erlaubt der Zugriff auf mehr Daten dem Unternehmen, das Produkt zu verbessern oder die Effizienz zu steigern?
 - Nischenmärkte: Ist es für einen neuen Marktteilnehmer wirtschaftlich sinnvoll, in den Markt einzutreten?
- Zugang zu einem einzigartigen Asset (z. B. Zementwerken, Rohstoffe, Daten, etc.)
- Bessere Standorte: Bspw. für geringere Transport- oder Logistikkosten

Um diese theoretischen Konzepte etwas anfassbarer zu gestalten, geben wir im Folgenden drei Beispiele für verschiedene Arten von Burggräben aus unserem bestehenden Portfolio.

Ein gutes Beispiel für ein Unternehmen, das *Netzwerkeffekte* genießt, ist unserer Meinung nach **Gamesys**. Je mehr Spieler auf der Bingo-Plattform aktiv sind, desto besser ist die Erfahrung, die ein Spieler macht, und desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass neue Spieler der Plattform beitreten und ihr treu bleiben (bestätigt durch niedrige Abwanderungsraten). Ein neuer Marktteilnehmer müsste viel Zeit und Mühe aufwenden, um das Erlebnis zu replizieren. Dieses zeichnet sich besonders auch durch das soziale Element aus – viel mehr als andere Glücksspielarten. Das gibt Gamesys einen weiten und verteidigbaren *moat* (im Bingo-Geschäft). Indem das Unternehmen einen starken Fokus auf die Qualität des Produkts und das Kundenerlebnis legt, kann es die Konkurrenz fernhalten, neu investiertes Kapital mit hohen Raten verzinsen und dadurch auch einen hohen Wert für die Aktionäre schaffen.

Endor ist aus unserer Sicht ein hervorragendes Beispiel für ein Unternehmen mit einer fantastischen *Marke* und sehr loyalen Kunden. Darüber hinaus ist die Premium-Positionierung des Unternehmens durch ein Portfolio an *Lizenzverträgen* gut geschützt. Das Unternehmen verfügt über langjährige und starke Beziehungen zu Konsolenherstellern (Xbox und PlayStation), Autoherstellern (Porsche, BMW, etc.) sowie zu Betreibern von Rennserien wie F1, NASCAR und GT. Aufgrund von Exklusivverträgen ist es Wettbewerbern schlichtweg nicht erlaubt, die F1- oder Porsche-Logos auf ihren Produkten anzubringen und sie können nicht mit dem Ruf des Unternehmens für Exzellenz und Qualität sowie mit den emotionalen Komponenten der Marken mithalten.

Ein letztes Beispiel ist **SAF-Holland**. Die Produkte von SAF sind *sicherheitskritisch* und können schwere Schäden verursachen, wenn sie nicht einwandfrei funktionieren. Die Marken genießen seit vielen Jahrzehnten einen hervorragenden Ruf. Die Produktion von Komponenten in großem Umfang und die Bedienung der Kunden mit Ersatzteilen durch ein dichtes Netz von Dritt-Werkstätten macht es neuen Marktteilnehmern besonders schwer, in dieser Branche Fuß zu fassen (*Netzwerkeffekte*). Ein Hersteller von LKW-Komponenten mag heutzutage nicht eins der angesagtesten Unternehmen sein. In der folgenden Case Study zeigen wir, dass er aber sehr wohl eine großartige Investition sein kann.

SAF-Holland - ein LKW-Zulieferer wird zum Vervielfacher

In unserem [Letter to Partners #5](#) haben wir Ihnen unser Investment in den LKW-Zulieferer JOST Werke vorgestellt. Im Zuge der Analyse von JOST haben wir uns auch den ebenfalls börsennotierten Wettbewerber SAF-Holland genauer angeschaut. Wir haben uns damals für ein Investment in JOST entschieden, da das Unternehmen aus unserer Sicht deutlich besser geführt wurde.

Allerdings haben wir SAF – natürlich auch durch unsere Position in JOST – immer sehr eng beobachtet. SAFs Profitabilität ist seit Ende 2017 unter Druck geraten. Der wesentliche Grund dafür war eine Fehlentscheidung, die in den USA – zugegebenermaßen zu einem sehr unglücklichen Zeitpunkt – getroffen wurde. SAF hat seine Produktionsstätten in Erwartung eines schwächeren Marktes zusammengelegt. Allerdings folgte unmittelbar auf diese Entscheidung ein Boom im amerikanischen Markt. Der sehr hohen Nachfrage konnte SAF inmitten der Restrukturierung nur sehr schwer gerecht werden. Um die Kunden nicht zu verärgern, hat das Unternehmen große zusätzliche Kosten in Kauf genommen.

Auch darüber hinaus hat nicht nur der Vergleich mit JOST für uns darauf hingedeutet, dass das Unternehmen nicht sein volles Potenzial ausschöpft und dass viele Ineffizienzen im Unternehmen bestehen. Dennoch, oder vielleicht auch gerade deshalb, haben wir auch SAF immer als potenzielles Investment betrachtet. Das Geschäftsmodell an sich ist sehr attraktiv und aufgrund der geringen Kapitalintensität auch bei niedrigeren Margen profitabel. SAF wurde außerdem – damals zu Recht – niedriger bewertet als JOST.

Vor diesem Hintergrund haben wir mit großem Interesse vernommen, dass Alexander Geis im Februar 2019 zum neuen CEO ernannt wurde. Er war vorher für die Region EMEA (i.W. Europa) verantwortlich, welche sich als einzige der drei großen Regionen auch in den vorherigen Jahren erfolgreich entwickelt hat. Bereits in den Vormonaten sowie im darauffolgenden Jahr wurde ein Großteil des Senior-Managements ausgetauscht. Uns gefällt besonders der starke Fokus auf das Cashflow-Management der neuen CFO Inka Koljonen, welche ihre Expertise bereits bei vorherigen Stationen erfolgreich unter Beweis gestellt hatte.

Allein mit einem Management-Wechsel ist natürlich nichts erreicht. In der Folge konnten wir allerdings auch bereits erste Zeichen einer Verbesserung erkennen. Die Zahlen in Europa waren neben ersten Verbesserungen in Amerika nach wie vor sehr zufriedenstellend, was insgesamt den Wert nach unten abgesichert hat.

Trotz dieser Veränderungen hat sich die Aktie von SAF-Holland rückläufig entwickelt. Im März letzten Jahres ist der Kurs dann nochmal stark gefallen. Ein Grund hierfür ist sicherlich auch die nicht unerhebliche Verschuldung. Im Zusammenhang mit der Zyklizität und der Bedeutung der Lockdowns für die Weltwirtschaft sicherlich keine allzu angenehme Situation für viele der bestehenden Investoren.



Quelle: Yahoo Finance. Notiz: JOST Werke standardisiert auf SAF-Hollands ersten Aktienkurs (EUR) der Zeitreihe.

Aus unseren Analysen der Vergangenheit von JOST und SAF, wussten wir allerdings, dass die Geschäftsmodelle viel stabiler sind als die eines typischen Zyklikers und wohl auch als ihre Wahrnehmung am Kapitalmarkt. In unserer [JOST Case Study](#) haben wir bereits mehr dazu und zur generellen Attraktivität des Geschäftsmodells (und dem ‚moat‘) geschrieben. Durch die Verringerung des Betriebsvermögens ist der Cash Flow außerdem in schlechten Zeiten positiv, was zu einer weiteren Entspannung der finanziellen Situation führt.

Nicht zuletzt wurden die bestehenden Schulden fast komplett neu finanziert. Wir konnten es kaum glauben, dass das geplante Schuldscheindarlehen am 9. März aufgrund mehrfacher Überzeichnung von einem ursprünglichen Ziel von über EUR 100 Mio. auf EUR 250 Mio. aufgestockt wurde. Zu dem Zeitpunkt war Corona bereits in Europa angekommen und die Kapitalmärkte waren im Panikmodus. SAFs finanzielle Situation war damit allerdings erstmal gesichert.

Unsere Sicht der Dinge: Wir waren sehr zuversichtlich, dass SAF die Corona-Pandemie mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit überstehen wird. Und in diesem Fall waren die Aktien in fast jedem denkbaren Szenario zu günstig, und in den meisten deutlich zu günstig.

Am 19. März 2020 hat Herr Geis als CEO für mehr als EUR 800 Tsd. Aktien des eigenen Unternehmens gekauft. Das war aus unserer Sicht ein starkes Zeichen und hat uns in unserer Einschätzung der Situation bestätigt. Am nächsten Tag haben wir begonnen unsere Position aufzubauen.

Bis heute haben sich die Aktien im Vergleich zu unserem Einstieg fast vervierfacht. Diese Performance wird auch durch die teilweise unerwartet positiven Entwicklungen gerechtfertigt. Wir sind auch nach dem kräftigen Anstieg nach wie vor der Ansicht, dass die aktuelle Bewertung der Qualität des Unternehmens nicht gerecht wird. Gerade die internen Verbesserungen - die zu einer höheren Marge in den USA führen und eine effizientere Nutzung des Kapitals erlauben - werden noch nicht vollständig vom Markt gewürdigt.

In unserem Investment bei SAF haben wir allerdings einen wesentlichen Fehler gemacht. Wir haben *zu wenige Aktien gekauft*. Natürlich lässt sich das im Nachhinein leicht sagen. Es war auch nicht einfach, Anteile an einem zyklischen Unternehmen zu einem Zeitpunkt zu kaufen, an dem die Welt quasi stillstand und der wirtschaftliche Ausblick sehr unsicher und wahrscheinlich miserabel war. Es wird umso schwerer, wenn andere Investoren (mit mehr Erfahrung) zur Vorsicht raten.

Letztendlich waren wir aber überzeugt, dass unsere Analyse der Situation robust war und das ist entscheidend. So attraktive Investment-Möglichkeiten wie SAF im letzten März gibt es nicht häufig. Auch wenn es schwierig erscheint, werden wir in Zukunft versuchen, in solchen Situationen noch unabhängiger zu handeln, uns noch mehr auf unsere eigenen Analysen zu verlassen und größere Positionen aufzubauen.

Aktuell sind alle drei Tranchen unseres Fonds für Investitionen 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

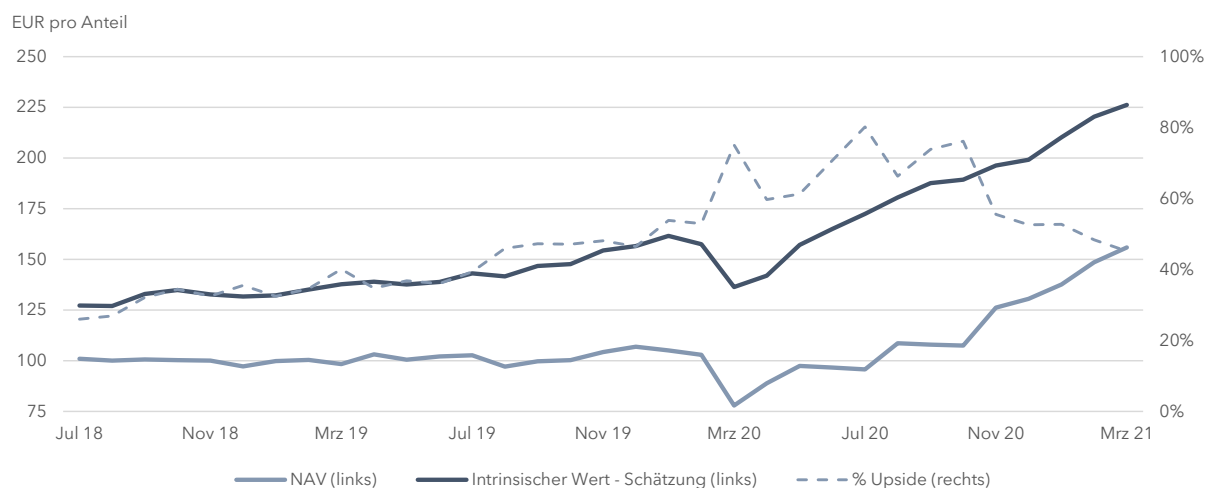
Netto-Performance-Zahlen (inkl. Ausschüttung), nach Abzug aller Kosten, der -S-, -R- und -I- Tranchen:

	-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	+22,3%	+20,9%	+21,3%	+5,8%
2021	+19,3%	+19,2%	+19,5%	+10,2%
Seit Auflage	+56,4%	+53,7%	+57,0%	+26,0%*
Jährliche Entwicklung	+17,6%	+16,9%	+17,8%	+8,8%*

* 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.

Entwicklung des intrinsischen Wertes und Differenz zum aktuellen NAV:



Portfolio Überblick

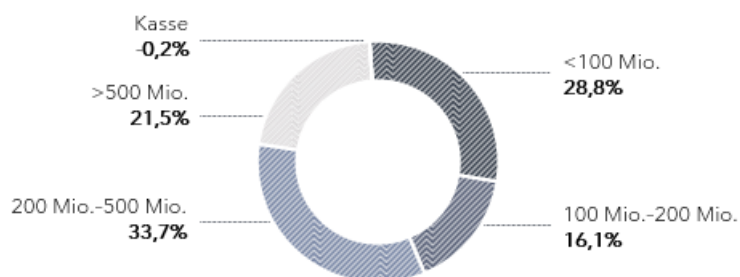
Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung zum 31. März 2021:

1	Endor	7,7%	6	Muehlhan	4,7%
2	Sto	7,6%	7	Gamesys	4,6%
3	The Gym Group	7,6%	8	Italian Wine Brands	4,3%
4	Akwel	7,5%	9	Basic-Fit	4,2%
5	Naked Wines	6,7%	10	Ferronordic	4,1%

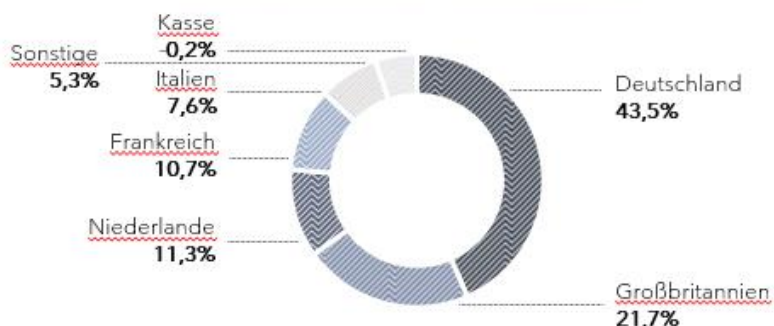
Quelle: HANSAINVEST.

Allokation zum 31. März 2021:

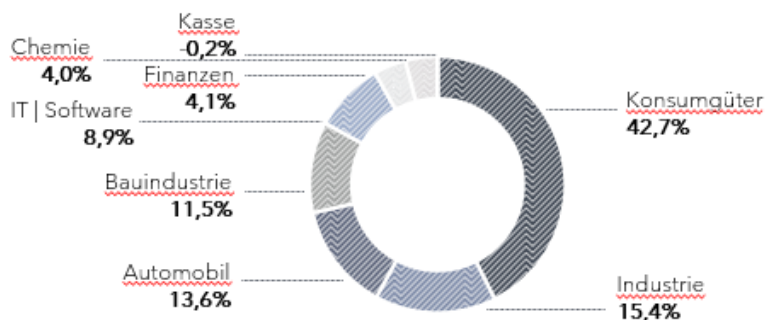
ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



ALLOKATION NACH AUFLAGELAND



ALLOKATION NACH BRANCHEN



Quelle: 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: 19. April 2021

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Kurfürstendamm 11, 10719 Berlin, 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.