

# GEHLEN BRÄUTIGAM

## CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Kurfürstendamm 11  
10719 Berlin

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

### Letter to Partners #19

**Q1 2023** (01.01.2023 - 31.03.2023)

12. April 2023

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im ersten Quartal 2023 hat unser Fonds eine **Rendite von +6,10%** erzielt. Damit beträgt die Rendite seit dem Tiefpunkt am 30. September 2022 +16,36%. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 20,7 Mio. Seit Jahresbeginn hat der Fonds über EUR 1,0 Mio. an Nettomittelzuflüssen erhalten.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 116,19. Der kumulierte Nettowachstum seit Auflage beträgt **+16,19%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+3,21%** (ggü. +15,37% bzw. +3,05% p.a. für unseren Referenzindex).

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

	<b>-S- Tranche</b>	<b>-R- Tranche</b>	<b>-I- Tranche</b>	<b>MSCI Europe S&amp;M Cap</b>
2018	-2,87%*	-2,49%**	-	-17,22%*
2019	+10,36%	+9,40%	+8,31%***	+30,59%
2020	+22,29%	+20,88%	+21,31%	+5,82%
2021	+35,31%	+34,24%	+34,84%	+24,20%
2022	-38,26%	-38,72%	-38,48%	-22,83%
2023 Q1	+6,10 %	+5,91%	+6,02%	+5,23%
<b>Seit Auflage</b>	<b>+16,19%</b>	<b>+12,34%</b>	<b>+15,55%</b>	<b>+15,37%*</b>
<b>Jährliche Entwicklung</b>	<b>+3,21%</b>	<b>+2,58%</b>	<b>+3,46%</b>	<b>+3,05%*</b>

\* Seit Auflage der -S- Tranche am 02. Juli 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 6 Monate). \*\* Seit Auflage der -R- Tranche am 07. September 2018 bis Jahresende 2018 (ca. 4 Monate). \*\*\* Seit Auflage der -I- Tranche am 02. Januar 2019 bis Jahresende 2019. Notiz: Aufgrund der ungleichen Startzeitpunkte und Gebührenstrukturen kann es zu Abweichungen in der Performance der einzelnen Tranchen kommen. Die vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Alle Angaben gemäß BVI-Methode, die Kosten auf Fondsebene sind berücksichtigt. Quelle: HANSAINVEST.  
Notiz: MSCI Europe Small & Micro Cap Index; Netto-Rendite (EUR).

Aktuell sind alle drei Tranchen des Gehlen Braeutigam Value HI Fonds für Investitionen geöffnet. Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren der -S- Tranche können ab einer Mindestanlagesumme von EUR 10.000 zusätzliche Fondsanteile ordern. In die -R- Tranche kann ohne Mindestanlagesumme investiert werden. Bei der -I- Tranche liegt die Mindestanlagesumme für neue Investoren bei EUR 200.000. Bestehende Investoren der -I- Tranche können ohne Mindestbetrag zusätzliche Fondsanteile ordern. Die jeweilige Tranche finden Sie über die folgenden Wertpapierkennnummern sowie weitere Informationen über die Verlinkungen:

**[-S- Tranche: A2JF8Z](#)    [-R- Tranche: A2JQHQ](#)    [-I- Tranche: A2N811](#)**

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.**  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

## **Outperformer**

Im Januar sind wir auf die neu veröffentlichte Studie *Global Outperformers* unserer Kollegen von Jenga Investment Partners gestoßen. In der Studie werden einige Merkmale der erfolgreichsten Aktien des letzten Jahrzehnts analysiert. Um sich als „Global Outperformer“ zu qualifizieren, musste der Aktienkurs eines Unternehmens über einen Zeitraum von zehn Jahren (31. Mai 2012 – 31. Mai 2022) um mindestens 27% pro Jahr steigen, was zu einer Aktienrendite von mindestens 1.000% geführt hätte (ein „Verzehnfacher“). Für uns gibt es drei wichtige Erkenntnisse aus dieser Studie, die wir im Folgenden teilen möchten.

Im Gegensatz zu den Vorurteilen einiger Investoren bietet Europa ein exzellentes Universum für außergewöhnlich erfolgreiche Unternehmen und Aktien. Insgesamt wurden rund 30.000 Unternehmen weltweit in die Studie einbezogen, nur 446 davon (<1,5 %) qualifizierten sich als Verzehnfacher. Von diesen 446 Aktien entfielen auf Europa G4 (43), Skandinavien (33) und das übrige Europa (16) zusammen 92 Verzehnfacher (>20 % der Gesamtzahl). Interessanterweise lag die Region an der Spitze der Liste, noch vor den USA (60) oder China (34). Allein aus Schweden kamen beispielsweise 20 Unternehmen. Das ist ein Drittel der USA, obwohl das Land nur etwa 10 Mio. Einwohner hat, gegenüber ca. 330 Mio. in den USA. Weitere Beispiele sind das Vereinigte Königreich (16), Deutschland (15) und Frankreich (10).

Von Investoren gemiedene Märkte bieten oft besonders gute Möglichkeiten für erfolgreiche Investitionen. Die Athener Börse stürzte zwischen 2009 und 2012 um -45% ab, nachdem sie bereits zwischen 2007 und 2009 um -45% gesunken war. Griechenland, das im Zuge der europäischen Banken- und Schuldenkrise einen harten Restrukturierungsprozess durchlaufen hat, belegt allerdings die sechste Position unter den europäischen Ländern. Das Land hat vier Verzehnfacher hervorgebracht, während andere, wesentlich stabilere Länder wie die Schweiz oder Singapur insgesamt nur drei hervorgebracht haben. Natürlich sind solche Investitionen mit erheblichen Risiken verbunden, die sorgfältig geprüft und abgewogen werden müssen, insbesondere in komplexen Situationen wie damals in Griechenland.

Japan ist ein weiteres kontroverses Beispiel, da der Aktienmarkt des Landes über sehr lange Zeit (teilweise bis heute) unter einer sehr negativen Wahrnehmung internationaler Investoren gelitten hat. Allerdings brachte das Land in den zehn Jahren seit 2012 insgesamt 49 Verzehnfacher hervor und nimmt damit einen der führenden Plätze in der Studie ein. Mit Blick auf die heutige Situation sind wir der Meinung, dass Großbritannien und auch Europa im Allgemeinen in den Augen vieler Investoren ähnlich negativ gesehen und gemieden werden. Das könnte auch außergewöhnliche Chancen bieten.

Schließlich ergab die Studie, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu größeren Unternehmen bei der Suche nach den besten Opportunitäten eine weitaus breitere und bessere Auswahl bieten. Auf Nano-, Micro- und Small-Caps entfielen 97% aller Verzehnfacher. Large Caps hingegen lieferten die wenigsten „Outperformer“, auch im Verhältnis zur Anzahl der Unternehmen:

Size caps	Market cap (2012)	Number of outperformers	% subset group	% universe
Nano caps	< \$50 million	589	63.0%	46.5%
Micro caps	\$50 million - \$300 million	221	23.6%	26.3%
Small caps	\$ 300 million to \$2 billion	97	10.4%	18.9%
Mid caps	\$2 billion to \$ 10 billion	21	2.2%	6.2%
Large caps	> \$10 billion	7	0.7%	2.1%

Quelle: *Global Outperformers* - Jenga Investment Partners LLC.

Für uns ist es wichtig zu betonen, dass unser Fokus nicht einfach auf der Suche nach möglichen Vervielfachern liegt. Das kann eine schwierige und unkluge Strategie sein, da der bloße Fokus auf die Suche nach solchen Aktien zu einer höheren Risikobereitschaft führen kann. Unserer Meinung nach sind die besten Situationen diejenigen, die günstig bepreist sind und gemieden werden (begrenzt Downside Risiko), sich aber auch als Vervielfacher entpuppen können (erhebliches Kurspotenzial). Dies ist auch eine der wichtigsten Schlussfolgerungen der Studie, die jedoch leicht missverstanden werden kann.

Falls Sie Interesse an der vollständigen Studie haben, können Sie sich gerne an uns wenden. Als weitere Lektüre zum Thema *Vervielfacher* empfehlen wir die Studie [The Makings of a Multibagger](#) von Alta Fox sowie das Buch [100 Baggers](#) von Christopher W. Mayer.

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH.** KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

## **Portfolio**

Seit der Aufzeichnung unseres [Podcasts](#) zu **Basic-Fit** Ende letzten Jahres ist der Aktienkurs um mehr als 50% gestiegen (+45% allein in 2023). Mitte März gab das Unternehmen seine finalen Ergebnisse für das letzte Jahr sowie den Ausblick für 2023 bekannt. Nach der Vorankündigung der Studio- und Mitgliederzahlen am 29. Dezember gab es keine großen Überraschungen. Insgesamt hat sich unserer Ansicht nach nicht viel geändert und wir halten den Investment Case für intakt.

Der Aktienkurs von Basic-Fit ist ein gutes Beispiel für die Stimmungsschwankungen des Marktes, die die Kurse unserer Unternehmen (und viele Small Caps im Allgemeinen) im letzten Jahr beeinflusst haben. Nachdem Basic-Fit trotz der schwierigen wirtschaftlichen Bedingungen seine Mitgliederbasis wieder vollständig aufbauen konnte, sind wir sehr zuversichtlich für die Aussichten für die nächsten Jahre. Die Möglichkeit, die Preise zu erhöhen - im Gegensatz zu den Wettbewerbern hatte das Unternehmen dies bis Anfang dieses Jahres nicht getan - gibt einen weiteren Grund zur Zuversicht. Das Unternehmen sollte die Auswirkungen steigender Kosten auf diese Weise abfedern und seine hohe Rentabilität mittelfristig mindestens beibehalten können.

Im Gegensatz zu Basic-Fit hat **GYM Group** größere Probleme, die Mitgliederzahlen nach Covid wieder aufzubauen. Wir verstehen, dass gerade viele Konsumenten in Großbritannien durch die Inflation und steigende Energiepreise belastet werden und vor großen Herausforderungen stehen. Darüber hinaus hat GYM besonders mit seinen innerstädtischen Fitnessstudios („Home Office“) zu kämpfen. Das Ausmaß des Unterschieds in der Erholung der beiden Fitnessstudioketten verblüfft uns dennoch. Wir haben auch keinen bedeutenden Verlust von Marktanteilen an die Konkurrenz festgestellt.

Obwohl wir von den langsameren Fortschritten enttäuscht sind, gehen wir davon aus, dass GYM in den nächsten Jahren allmählich weitere Mitglieder von den derzeit niedrigen Niveaus (nur etwa 80% des Niveaus vor Covid) zurückgewinnen wird. An der strukturellen Fitnessnachfrage hat sich nichts geändert - die Mitglieder besuchen die Fitnessstudios im Durchschnitt häufiger als vor Covid.

Jede zusätzliche Erholung der Mitgliederzahlen würde die Gewinne und Cash Flows aufgrund des hohen operativen Leverages der Fitnessstudios erheblich verbessern - ein großer Teil der Kostenbasis (Mieten, Löhne für das Personal der Fitnessstudios sowie Energie) ist fix. Da die Aktie bereits basierend auf den aktuellen Zahlen nicht teuer ist, dürfte sie sich deutlich erholen, sobald es Anzeichen für eine weitere Erholung der Mitgliederzahlen gibt.

**Villeroy & Boch** hat seine Geschäftszahlen für das vergangene Jahr veröffentlicht und angesichts der Turbulenzen im Bausektor einen überraschend positiven Ausblick für 2023 gegeben. VIB prognostiziert einen leichten Umsatzzuwachs (aufgrund von Preiserhöhungen) und ein EBIT auf dem hohen Niveau von 2022, d.h. fast EUR 100 Mio. Nach der Jahrespressekonferenz und einem Gespräch mit dem Management haben wir sogar das Gefühl, dass der EBIT-Ausblick konservativ ist und einen erheblichen Puffer für unerwartet schlechte Entwicklungen enthält. Mit einer Marktkapitalisierung von weniger als EUR 600 Mio. (EUR 350 Mio. am Tief des letzten Jahres) ist die Bewertung für die Qualität und Widerstandsfähigkeit dieses Unternehmens nach wie vor sehr niedrig. Darüber hinaus ist die Bilanz sehr stark und Villeroy verfügt über eine hohe Nettokasse, die viel strategische Flexibilität für die nächsten Jahre bietet.

Die Jahresergebnisse von **Semperit**, einem österreichischen Industrieunternehmen, in dem wir kurz vor Weihnachten und Anfang 2023 eine Position aufgebaut haben, blieben aufgrund einer schwächeren Performance in allen Segmenten im vierten Quartal etwas hinter unseren Erwartungen zurück. Aufgrund des zyklischen Abschwungs und des Abbaus von Lagerbeständen bei den Kunden werden die Ergebnisse für 2023 voraussichtlich schwächer ausfallen als die insgesamt sehr gute Leistung im Jahr 2022.

Während der Telefonkonferenz zu den Ergebnissen stellte der CFO ein neues Framework für die Kapitalallokation vor. Seine Ausführungen zur Bewertung der finanziellen Performance des Unternehmens und neuer Investitionsmöglichkeiten (auf der Grundlage einer klaren Mindestzielvorgabe für die Cashflow-Rendite) sowie seine Bemerkungen zu einer effizienten Bilanz haben unseren Investment Case bestärkt. Die Vergütung der Aktionäre („Shareholder Returns“) ist ebenfalls ein wichtiger Bestandteil dieses neuen Frameworks.

Bereits Anfang März hatte Semperit angekündigt, dass der Vorstand eine Basisdividende von EUR 1,50 je Aktie und eine zusätzliche Sonderdividende zwischen EUR 2,00 und EUR 3,50 je Aktie für das abgelaufene Jahr vorschlagen wird. Dadurch könnte die Gesamtdividende in diesem Jahr auf bis zu EUR 5,00 je Aktie steigen. Bei der aktuellen Bewertung und der hohen Kassenposition nach dem Verkauf einer wesentlichen Geschäftseinheit sehen wir die Nachricht sehr positiv. Auch im Verhältnis zu unserem anfänglichen Kaufpreis von unter EUR 20 pro Aktie ist diese Ausschüttung sehr materiell (ca. 25% Rendite).

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH.** KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

**Koenig & Bauer** hat gute Ergebnisse für das vierte Quartal veröffentlicht, die die Rückkehr zur Profitabilität und die Fähigkeit des Unternehmens, mittelfristig eine deutlich höhere Profitabilität zu erreichen, untermauern. Darüber hinaus hat das Unternehmen seine mittelfristigen Ziele aktualisiert. Das Umsatzziel wurde angehoben und ein neues mittelfristiges EBIT-Margenziel von 8-9% festgelegt. Bereits bis 2025 will das Unternehmen eine EBIT-Marge von 6-7% erreichen.

Wir sind seit langem der Meinung, dass das Potenzial von Koenig & Bauer weitaus größer ist, als es die Ergebnisse der letzten Jahre vermuten lassen. Selbst nach einem Anstieg von mehr als 75% gegenüber dem Tiefstand im Jahr 2022 ist die Aktie sehr günstig (~4x EBIT), wenn die kurzfristigen Ziele für 2025 erreicht werden. Wir halten das für glaubhaft und wahrscheinlich. Konkretes weiteres Aufwärtspotenzial würde sich aus dem zunehmenden Erfolg beim Verkauf neuer, insbesondere digitaler, Druckmaschinen ergeben.

**SAF Holland** hat einen Kapitalmarkttag abgehalten, auf dem das Management die neuen Mittelfrist-Ziele des LKW-Zulieferers vorgestellt und die sehr hohen Synergien hervorgehoben hat, die SAF nach der Übernahme des schwedischen Wettbewerbers Haldex anstrebt. Operativ ist das Unternehmen ebenfalls auf einem guten Weg. Die jüngsten Ergebnisse haben erneut das Potenzial für hohe Margen in Nordamerika und Asien unterstrichen, welche über mehrere Jahre hinweg die Regionen mit einer schwachen Performance und geringen Rentabilität waren.

Ende März haben wir den Capital Markets Day (CMD) von **HelloFresh** in Berlin besucht. Eine überzeugende Präsentation und zusätzliche Daten zu der Profitabilität einzelner Produkte und Regionen haben uns weiter darin bestärkt, dass das Unternehmen eine sehr attraktive Rentabilität erzielen kann. HelloFresh investiert in erheblichem Umfang (über die Gewinn- und Verlustrechnung und via Bilanz-Investitionen) in neue Märkte und Produktkategorien. Gleichzeitig erzielt das Unternehmen selbst unter den derzeit schwierigen Bedingungen zweistellige EBITDA-Margen mit seinen Kochboxen in reiferen Märkten.

Viele Konkurrenten verschwinden zurzeit vom Markt, nachdem die Finanzierungsquellen für ihre nicht profitablen Geschäftsmodelle im aktuellen Umfeld versiegt sind. Dies könnte HelloFresh in den nächsten Jahren zusätzliches Geschäft bringen. Zumindest dürfte dadurch ein gewisser Druck wegfallen, da bestehende Kunden weniger Alternativen haben und der Wettbewerb um neue Kunden weniger hart ausfallen könnte. Neben der Kernkategorie der Meal Kits entwickelt sich vor allem das 2020 übernommene Unternehmen Factor - das Geschäft mit Fertiggerichten ("Ready-to-Eat") - sehr beeindruckend. Dieses hat das Potenzial, in den kommenden Jahren zu einem sehr bedeutenden Umsatz- und Gewinnstreiber zu werden.

HF strebt für das Jahr 2025 einen Umsatz von EUR 10 Mrd. und eine EBITDA-Marge von über 10% an. Diese Zahlen dürften zu einem Free Cashflow von mehr als EUR 500 Mio. führen. Vor dem CMD wurde das Unternehmen mit ~EUR 2,5 Mrd. bewertet (unter Berücksichtigung von einer Nettokasse von ca. EUR 500 Mio.). Selbst nach dem jüngsten Kursanstieg liegt die Bewertung nur bei ~EUR 3,5 Mrd. Wenn das Unternehmen seine Ziele in den nächsten 2,5 Jahren erreichen kann, sollte sich der Aktienkurs mindestens noch einmal verdoppeln. Wir haben die Kursschwäche der HF-Aktie genutzt, um unsere Position vor und unmittelbar nach dem CMD aufzustocken (zu Kursen unter 17 und 18 EUR).

In unserem letzten Letter haben wir unsere neue Position im IT-Dienstleister **Cancom** erwähnt. Diese haben wir in den letzten Wochen bereits wieder verkauft. Insgesamt haben wir in nur sechs Monaten einen Gewinn von ca. 30% verbucht, und das in einer Situation, in der wir nur ein sehr geringes Abwärtsrisiko gesehen haben. Dies ist auf eine sehr starke Bilanz mit einer hohen Nettokasse sowie auf ein widerstandsfähiges und wachsendes Geschäft zurückzuführen. Normalerweise suchen wir nicht nach schnellen Gewinnen, aber wir sind der Meinung, dass sich das Risiko-Rendite-Verhältnis durch den Anstieg des Aktienkurses verschlechtert hat und Alternativen heute interessanter sind. Darüber hinaus haben uns einige der jüngsten Kommentare und Maßnahmen zur Kapitalallokation abgeschreckt - insbesondere die mangelnde Bereitschaft, trotz der sehr niedrigen Bewertung mehr Geld an die Aktionäre zurückzugeben.

Im vierten Quartal ist der Umsatz von **Akwel** um fast 12% gewachsen, sodass das Umsatzwachstum für das Gesamtjahr 7% betrug. Das Unternehmen hat verstärkt die schwierige Aufgabe in Angriff genommen, die durch die Inflation gestiegenen Kosten über die Preisgestaltung weiterzugeben. Im Jahr 2022 war das Unternehmen nur in der Lage, 55% der Kosten für Rohstoffe, Komponenten, Energie und Löhne weiterzugeben. Im Jahr 2023 soll diese Zahl auf 80% erhöht werden, was sich positiv auf die Margen auswirken dürfte. Aufgrund dieser Verzögerung wies das Unternehmen für das Gesamtjahr eine überraschende und im historischen Vergleich sehr niedrige EBIT-Marge von 3,9% auf, die sich allerdings in der zweiten Jahreshälfte auf 4,3% verbesserte.

Akwel hat jetzt einen neuen Finanzvorstand, der sich dafür einsetzt, die Preisstrategie des Unternehmens zu verbessern und zu früheren Margen zurückzukehren. Sollte Akwel zu einem Profitabilitätsniveau zurückkehren, das dem der Vergangenheit näherkommt, ist das Unternehmen viel zu günstig bewertet. In der Zwischenzeit bietet die starke Bilanz mit einer hohen Nettokasse strategische Optionen für Zukäufe und Dividenden.

Die Ergebnisse von **Solar A/S** für das Gesamtjahr waren besser als erwartet, mit einem Umsatz von DKK 13,9 Mrd. gegenüber der letzten Prognose von DKK 13,7 Mrd. und der ursprünglichen Prognose für das Jahr von DKK 12,8 Mrd. Auch das EBITDA von fast DKK 1,2 Mrd. übertraf die Prognose. Noch wichtiger ist, dass die Aussichten von Solar für 2023 besser sind, als wir es vermutet hatten, da wir die negativen Effekte von einer geringeren Aktivität in der Bauindustrie stärker eingeschätzt haben. Die Prognose ist sogar konservativ, da sie nicht berücksichtigt, dass das Unternehmen in der Lage sein wird, die weiter gestiegenen Preise weiterzugeben. Wir wissen jedoch, dass das zumindest bis weit in die erste Hälfte dieses Jahres hinein der Fall sein wird. Alle Anzeichen deuten nach wie vor auf eine Verbesserung der zugrunde liegenden Marge und auf Wachstum in den strategischen Segmenten hin.

Seit der Veröffentlichung der Ergebnisse hat Solar auch eine kleine, aber interessante Übernahme eines Herstellers von industriellen Wärmepumpen (ThermoNova) bekannt gegeben. Solar setzt die Produkte selbst im eigenen neuen Lagerhaus ein. Es werden sehr hohe Umsatzsynergien mit dem Industriesegment erwartet, da ThermoNova eines der wenigen Unternehmen weltweit ist, das sich auf industrielle Wärmepumpen im Gegensatz zu standardisierten Wärmepumpen für Wohngebäude konzentriert.

Schließlich schüttet Solar die Cashflows weiterhin in hohem Maße an die Aktionäre aus. Im vergangenen Monat haben wir eine Dividende von DKK 45 pro Aktie (7,5% Rendite) erhalten, im weiteren Verlauf des Jahres werden darüber hinaus bis zu DKK 50 pro Aktie als Zusatzdividende ausgeschüttet (8% Rendite), sodass die gesamte Dividendenrendite in diesem Jahr über 15% betragen könnte. Wir gehen davon aus, dass wir mit dieser Aktie weiterhin ein attraktives Einkommen erzielen werden, und erwarten, dass auch der Markt für solch ein robustes Geschäft und aktionärsfreundliches Management irgendwann eine höhere Bewertung zahlen wird.

**Italian Wine Brands** hatte ein viel besseres zweites als erstes Halbjahr. Dennoch war 2022 insgesamt ein Jahr mit vielen Schwierigkeiten, auf die wir bereits in unserem [Letter #17](#) hingewiesen haben. Die gute Nachricht ist, dass die meisten Preisverhandlungen abgeschlossen sind und 2023 ein viel besseres Jahr werden sollte, mit einer Marge, die sich langsam wieder historischen Niveaus annähert. Nachdem das Unternehmen nun mehrere große strategische Akquisitionen abgeschlossen hat, wird der Schwerpunkt auf der Integration der Übernahmen und der Expansion in den USA liegen, wobei mittelfristig ein Wachstum im mittleren einstelligen Bereich und eine EBITDA-Marge von 11,5% angestrebt wird.

Die Ergebnisse von **Origin Enterprises** für das saisonal weniger wichtige erste Halbjahr lagen über den Erwartungen. Der andauernde Erfolg der brasilianischen Aktivitäten des Unternehmens war besonders beeindruckend. In dieser Region konnte der Umsatz und Betriebsgewinn im Vergleich zum Vorjahr verdoppelt werden. Die Anzeichen für die zweite Jahreshälfte sind aufgrund der Rückmeldungen der Kunden und des Wetters positiv. Allerdings wird das Unternehmen nicht mehr den Rückenwind der stark gestiegenen Preise im Düngemittelmarkt genießen.

**KSB**, unsere jüngste Top-Position im Fonds, hat ein starkes Gesamtjahresergebnis vorgelegt. Der Ausblick, der Auftragseingang und die aktuelle Geschäftsdynamik deuten auf ein weiteres Jahr mit großen Fortschritten zum Ziel einer EBIT-Marge von über 8% bis 2025 (2022: 6,8%) hin. Darüber hinaus hat das Unternehmen auf seiner jüngsten Pressekonferenz neue langfristige Ziele veröffentlicht, darunter eine EBIT-Marge von 10% und einen Auftragseingang von mehr als EUR 4 Mrd. Dies wäre sehr vielversprechend für den Investment Case und ist noch lange nicht im Aktienkurs eingepreist. Tatsächlich preist der Markt bei der aktuellen Bewertung weiterhin keine Verbesserung des derzeitigen Margenniveaus ein. Schließlich sind wir sehr erfreut über die auf 33% (2021: 22%) erhöhte Ausschüttungsquote für den Dividendenvorschlag 2022 von EUR 19,76 je Vorzugsaktie (eine Rendite von 5,2% auf unseren durchschnittlichen Einstiegskurs). Im folgenden Update zu unserer kürzlich veröffentlichten [Case Study](#) gehen wir etwas näher auf die technischen Aspekte und die Innovationsfähigkeit von KSB ein.

### **KSB SE & Co. KGaA - Pump Me Up (Update)**

Wir haben es positiv vernommen, dass wir von unseren Co-Investoren, anderen Investoren und Fondsmanagern sowie von der (Finanz-)Presse eine ganze Reihe von Rückmeldungen zu unserer KSB-Case Study erhalten haben. Einige Co-Investoren haben um eine etwas detailliertere Darstellung der technischen Seite der Produkte und der Innovationsfähigkeit von KSB gebeten. Daher gehen wir im Folgenden auf diesen Aspekt ein.

Es ist wichtig zu verstehen, dass KSB ein ingenieurwissenschaftlich geprägtes Unternehmen ist, das auf eine lange Erfolgsgeschichte zurückblickt. Im Großen und Ganzen bietet KSB seinem sehr breiten Kundenstamm ein Portfolio von Standard- und Spezialpumpen an. Standardpumpen sind mit verschiedenen Optionen für kundenspezifische Modifikationen erhältlich. Spezialpumpen werden für komplexere und anspruchsvollere Anwendungen eingesetzt, z. B. im Bergbau oder im Energiesektor.

Im High-End-Segment des Engineering-Spektrums hat KSB eine Reaktorkühlmittelpumpe als First-Mover-Produkt in diesem Bereich entwickelt. Diese Pumpen sind laut KSB für moderne Kernkraftwerke mit höchsten Sicherheitsanforderungen zertifiziert. Eine solche Pumpe gilt als hochkomplex, wiegt viele Tonnen und kostet pro Stück einen hohen zweistelligen Millionen-Euro-Betrag. KSB hat bereits erste Aufträge für die Belieferung eines chinesischen Kernkraftwerks erhalten und rechnet mit weiteren Aufträgen in der Zukunft.



*Oben abgebildet ist eine KSB-Reaktorkühlmittelpumpe. Quelle: KSB SE & Co. KGaA, März 2023.*

Im Rahmen unserer Due-Diligence haben wir zahlreiche Gespräche mit Branchenexperten und ehemaligen Führungskräften von Wettbewerbern geführt, die alle die Innovationsfähigkeit, die starke Ingenieurskultur und das fähige Managementteam von KSB hervorgehoben haben. Dies hat uns in den letzten Wochen und Monaten, in denen wir diese Analyse durchgeführt haben, noch mehr Vertrauen in den Investment Case gegeben.

Um einige Beispiele zu nennen: Ein ehemaliger Vorstand eines großen europäischen Wettbewerbers erwähnte, dass die Produkte „sehr gut“ seien und dass er „großes Vertrauen in das [ihm persönlich bekannte] Managementteam“ habe. Ein ehemaliger Nordamerika-Präsident eines Wettbewerbers hält KSB für ein „extrem gutes Unternehmen, da die Produkte erstklassig sind“. Er fügte hinzu, dass „KSB sehr gute Qualität und technisch ausgereifte Produkte liefert“ und in Nordamerika „stark in den Bereichen Abwasser, Industrie und Bergbau“ ist.

Neben allem Positiven haben wir Verbesserungspotenzial bei der Proaktivität des Vertriebs und Marketings des Unternehmens sowie beim Kundendienstnetz ausgemacht. Nach unserem Verständnis werden beide Themen derzeit von der Geschäftsleitung angegangen.

Wir möchten auch darauf hinweisen, dass es sich um einen sehr wettbewerbsintensiven Bereich handelt, in dem KSB an der Spitze der Innovation bleiben muss. Zum jetzigen Zeitpunkt macht uns dies keine allzu großen

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.**  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

Sorgen, aber wir werden auch die Forschungs- & Entwicklungsausgaben des Unternehmens in den kommenden Jahren beobachten und weiter in Relation zum Wettbewerb setzen. Nach unserer eigenen Finanzanalyse und den jüngsten Gesprächen mit der Unternehmensleitung sind wir sicher, dass es keine Absicht gibt, die Investitionen in diesem Bereich zu kürzen.

Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen. Wie immer können Sie uns selbstverständlich jederzeit mit Fragen oder Anmerkungen kontaktieren.

Mit herzlichen Grüßen,



*Daniel Gehlen*



*Marc-Lennart Bräutigam*



## Portfolio Überblick - zum 31.03.2023

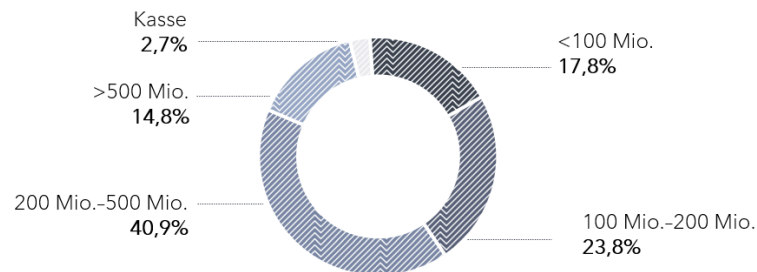
### Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

1	Sto	9,5%	6	Villeroy & Boch	4,9%
2	KSB	8,6%	7	Kamux	4,8%
3	Basic-Fit	7,0%	8	CTAC	4,6%
4	Akwel	5,9%	9	Koenig & Bauer	4,6%
5	The Gym Group	5,4%	10	Catana	4,6%

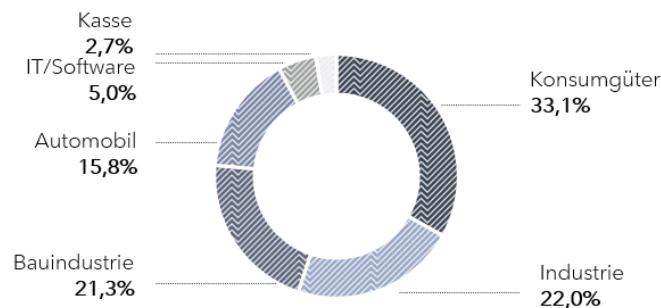
Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

### Allokation:

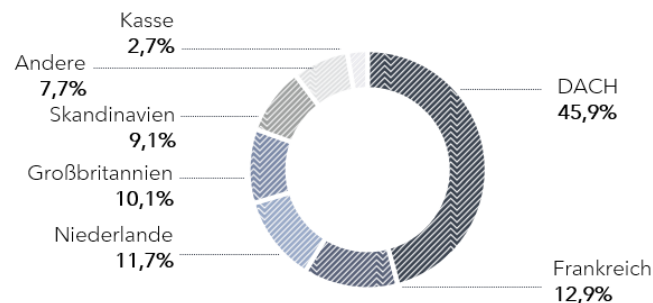
#### ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



#### ALLOKATION NACH BRANCHEN



#### ALLOKATION NACH AUFLAGELAND



Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. KURFÜRSTENDAMM 11. 10719 BERLIN.  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.



## 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/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. 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.

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. 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 kostenlos die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und den Wertpapierprospekt hier: <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsdetails.html?fondsids=720>. Die Informationen werden Ihnen in deutscher Sprache zur Verfügung gestellt. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache finden Sie in digitaler Form auf folgender Internetseite: <https://www.hansainvest.de/unternehmen/compliance/zusammenfassung-der-anlegerrechte>. Im Falle etwaiger Rechtsstreitigkeiten finden Sie unter folgendem Hyperlink eine Übersicht aller Instrumente, der kollektiven Rechtsdurchsetzung auf nationaler und Unionsebene: <https://www.hansainvest.de/unternehmen/compliance/zusammenfassung-der-anlegerrechte>.

Die Verwaltungsgesellschaft des beworbenen Finanzinstrumentes kann beschließen, Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile des Finanzinstrumentes getroffen haben, aufzuheben oder den Vertrieb gänzlich zu widerrufen. 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: 12. April 2023.

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Kurfürstendamm 11, 10719 Berlin handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 3 Abs. 2 WpIG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG und der Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 15 WpIG.