

# GEHLEN BRÄUTIGAM

## CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Herderstrasse 28  
12163 Berlin

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

### Letter to Partners #20

**Q2 2023** (01.04.2023 - 30.06.2023)

14. Juli 2023

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im zweiten Quartal 2023 hat unser Fonds eine **Rendite von -0,55%** erzielt. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 20,5 Mio. Seit Jahresbeginn hat der Fonds EUR 1,0 Mio. an Nettomittelzuflüssen erhalten.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 115,55. Der kumulierte Nettowachstum seit Auflage beträgt **+15,55%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+2,93%** (ggü. +14,98% bzw. +2,83% 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 Q2	+5,52 %	+5,15%	+5,36%	+4,88%
<b>Seit Auflage</b>	<b>+15,55%</b>	<b>+11,53%</b>	<b>+14,83%</b>	<b>+14,98%*</b>
<b>Jährliche Entwicklung</b>	<b>+2,93%</b>	<b>+2,29%</b>	<b>+3,12%</b>	<b>+2,83%*</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. HERDERSTRASSE 28. 12163 BERLIN.**  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

## **Fünf-Jahres-Rückblick**

Mit diesem Letter hat unser Gehlen Braeutigam Value HI Fonds die Fünf-Jahres-Marke erreicht. Wir sind am 2. Juli 2018 gemeinsam gestartet. Auch wenn wir mental auf ein gewisses Maß an Volatilität vorbereitet waren, war es rückblickend eine wilde Fahrt.

Bereits kurz nach dem Start drückten Rezessionsängste die Aktienmärkte im Jahresverlauf 2018 nach unten, was unsere Performance aber nur in sehr geringem Maße beeinträchtigte. Im darauffolgenden Jahr, 2019, sind die Aktienmärkte stark gestiegen. Jedoch war unsere Performance im Vergleich dazu relativ überschaubar (+10%). Wie wir schon oft betont haben, kann die Wertentwicklung unseres Fonds aufgrund des konzentrierten Portfolios stark von der Entwicklung der Indizes abweichen. In diesem Zeitraum hat es uns sicherlich nicht geholfen, dass „Value“-Aktien deutlich unterdurchschnittlich abgeschnitten haben.

Im Februar und März 2020 wurde die Welt von einer Pandemie heimgesucht, und die Aktienmärkte rund um den Globus stürzten innerhalb weniger Wochen um 30-40% und mehr ab, da die Finanzmärkte einen Systemkollaps befürchteten. Die Erholung folgte schnell und stark. Nur wenige Monate später erreichte unser Fonds, ebenso wie die Indizes, ein neues Allzeithoch. Nach den Covid-Tiefstständen konnten wir uns 1,5 Jahre lang über hohe Renditen freuen. Auf dem Höchststand lag der Fondspreis seit Auflage um mehr als 80% im Plus.

Angetrieben von Inflationsängsten und den damit einhergehenden steigenden Zinsen sowie den durch Krieg und geopolitische Spannungen verursachten Unsicherheiten sind die Aktienmärkte im Jahr 2022 erneut eingebrochen. Leider schnitt unser Fonds im vergangenen Jahr noch schlechter ab als der breite Markt. Heute sehen wir wieder Indizes, die in der Nähe von Allzeithochs handeln. Der große Unterschied zur Covid-Periode liegt darin, dass unser Fonds bis jetzt (noch) keinen so starken Aufschwung erlebt hat. Wie wir im zweiten Abschnitt erörtern, glauben wir allerdings, dass dies nur vorübergehend ist.

Wir sind grundsätzlich der Meinung, dass die Anlagerenditen von Aktienfonds nur über sehr (!) lange Zeiträume einigermaßen zuverlässig beurteilt werden können. Fünf Jahre sind aber natürlich bereits aussagekräftiger als ein paar Monate oder ein Jahr. In den folgenden Abschnitten werden wir auf unseren Track Record zurückblicken und unsere Fehler analysieren. Wir wollen vor allem verstehen, wo und wie wir unseren Prozess verbessern können.

Wir sind vorsichtig damit, zu viel aus den Ergebnissen der jüngsten Vergangenheit zu lernen. Wir glauben, dass dies ein fataler Fehler sein kann, den Investoren regelmäßig begehen, und der in vielen Fällen zu schlechteren langfristigen Ergebnissen führt. Hätte man beispielsweise im Jahr 2021 die jüngere Vergangenheit betrachtet, dann hätte man schlussfolgern können, dass Investitionen in die richtigen Trends viel wichtiger sind als die Bewertung und die Qualitätsmerkmale einzelner Unternehmen. Aus unserer Sicht ist das kein guter Ansatz.

Da fünf Jahre wie gesagt noch ein kurzer Zeitraum ist, ist auch der Analyse-Zeitpunkt von großer Bedeutung. Hätten wir dieselbe Performanceanalyse vor 1,5 Jahren durchgeführt, hätten die Ergebnisse ganz anders ausgesehen. Wir hätten möglicherweise andere Schlussfolgerungen gezogen, wenn wir uns zu sehr auf die einzelnen Ergebnisse (über einen so kurzen Zeitraum) konzentrieren würden.

In den letzten 18 Monaten hatte unser Fonds in absoluter und relativer Hinsicht die schlechteste Entwicklung in unserer jungen Geschichte. Obwohl wir unseren Referenzindex seit Tag eins der Auflage auf Nettobasis leicht übertroffen haben, sind wir weit von unserem Ziel einer zweistelligen Nettorendite entfernt. Wir sind nach wie vor fest davon überzeugt, dass wir dieses Ziel wieder erreichen werden.

Unter diesem Vorbehalt wollen wir uns nun die Aktien mit den negativsten Performance-Beiträgen seit Auflage ansehen (von insgesamt 73 Investitionen, die wir getätigt haben). Im Folgenden stellen wir einige ausgewählte Situationen heraus, bei denen wir überzeugt sind, dass wir in unserem Anlageprozess Fehler gemacht haben.

Unternehmen	Performancebeitrag	Durchschnittliche Gewichtung
Sogefi S.p.A.	-1,65%	1,52%
Playmates Toys Group	-2,03%	0,22%
Naked Wines PLC	-2,43%	2,92%
Gym Group PLC	-2,74%	6,12%
Promotora de Informaciones S.A	-3,08%	0,41%
Koenig & Bauer AG	-3,69%	3,66%
French Connection Group PLC	-3,97%	0,40%
Traumhaus AG	-3,98%	3,44%
MPC Münchmeyer Peters. Cap. AG	-4,68%	0,55%
home24 SE	-5,10%	2,04%

Quelle: HANSAINVEST, Stand: 30. Juni 2023.

home24 (ehemalige Position) ist ein in Berlin ansässiger Online-Möbelhändler. Das Geschäftsmodell hat nur begrenzte Alleinstellungsmerkmale und Eintrittsbarrieren. Das Unternehmen ist außerdem in einer sehr dynamischen und wettbewerbsintensiven Branche tätig. Nach unserem Einstieg traf das Management außerdem eine wichtige Entscheidung zur Kapitalallokation (Übernahme von Butlers), die uns nicht besonders gefiel. Angesichts der Ungewissheit über die Qualität und die längerfristige Rentabilität des Geschäftsmodells hätten wir diesem Investment (wenn überhaupt) nur eine kleine Allokation im Portfolio zugestehen sollen. Den größten Fehler haben wir bei der Gewichtung gemacht, insbesondere bei der Aufstockung der Position im Angesicht zunehmender Gegenwinde.

MPC (ehemalige Position) ist ein in Hamburg ansässiger Asset Manager mit Fokus auf alternative Anlagen (Shipping, Immobilien, Infrastruktur). Im Rückblick auf unser initiales Investment hätten wir die Bilanz des Unternehmens noch detaillierter untersuchen und uns außerdem weniger auf die (optimistischen) Prognosen des Managements verlassen sollen. Wir hätten auch die Prioritäten bei der Kapitalallokation des Unternehmens stärker berücksichtigen sollen. Siehe [LtP #6](#) für eine umfassende Analyse.

Naked Wines (aktuelle Position) ist ein in Großbritannien ansässiger Online-Weinhändler. Wie home24 handelt es sich um ein Unternehmen in einer hart umkämpften Branche mit einem neuen Geschäftsmodell, bei dem der bestehende Track Record noch jung und die Bandbreite möglicher Entwicklungen für das Unternehmen sehr groß war (und ist). Der größte Fehler war auch hier die Gewichtung, insbesondere die Tatsache, dass wir die Position nicht früher reduziert oder verkauft haben, als starker Gegenwind in Kombination mit Zweifeln an der operativen Stärke und Flexibilität des Unternehmens aufkam.

Endor/Guillemot (aktuelle Positionen) sind Hersteller von Ausrüstungen für Renn- und Flugsimulatoren für den eSports-Bereich. Mit unseren Investments mussten wir zwar insgesamt keinen größeren Verlust verbuchen (wir hatten eine höhere Gewichtung, als die Aktien gestiegen sind, und eine niedrigere, als sie gefallen sind). Wir sind aber der Meinung, dass wir die Investitionen dennoch besser hätten managen können. Wir hätten sie zumindest reduziert sollen, als der Rückenwind nachgelassen hat und die Bewertungen noch erhöht waren, insbesondere da es immer eine Unsicherheit über die Höhe der Rentabilität auf längere Sicht gegeben hat.

Zusammenfassend sehen wir unseren schwerwiegendsten Fehler darin, dass wir in Situationen investiert waren, in denen es sehr schwierig war, das Endergebnis mit einer gewissen Sicherheit zu beurteilen. Das war für gewöhnlich der Fall, da wir nicht ausreichend von der Qualität des Unternehmens (auch in schwierigeren Zeiten) überzeugt sein konnten. Die Geschäftsmodelle waren in einigen Fällen auch nicht ausreichend in der Vergangenheit erprobt gewesen. Diese Investments haben wir teilweise dennoch, auch im Angesicht aufkommender Gegenwinde, zu hoch gewichtet. In seltenen Fällen haben wir uns auch zu weit von unserem ‚Circle of Competence‘ entfernt (z.B. Promotora de Informaciones oder Playmates Toys).

Wir werden uns in Zukunft noch mehr darauf konzentrieren, sicherzustellen, dass wir sehr komfortabel mit unserer Einschätzung des Wertes eines Unternehmens sind und dass wir dafür einen niedrigen Preis zahlen. Wir werden auch, gerade in unsicheren Fällen und bei aufkommenden Gegenwinden, besonders genau auf die Gewichtung im Portfolio achten. Schließlich wollen wir große Positionen in den Aktien halten, bei denen wir nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für einen erheblichen Verlust sehen.

Aus einer „Fehler“-Analyse weniger offensichtlich, aber ebenso wichtig, ist die Tatsache, dass wir sicherlich mehr Gewinner hätten haben können. Bis heute hat nur eine begrenzte Anzahl von Aktien einen sehr bedeutenden Beitrag (z.B. mehr als vier Prozentpunkte) zur Performance geleistet. Das ist teilweise auf den Zeitpunkt zurückzuführen, zu dem wir diese Analyse durchführen (siehe Sektion *Ausblick*). Die Aktien vieler unserer Beteiligungen haben in den letzten 18 Monaten (unserer Meinung nach zu Unrecht und auf frustrierende Weise) an Wert eingebüßt. Nichtsdestotrotz versuchen wir für die Zukunft noch mehr bedeutende Gewinner zu finden.

Unternehmen	Performancebeitrag	Durchschnittliche Gewichtung
Gamesys Group PLC	7,34%	1,53%
SAF HOLLAND SE	6,97%	3,46%
Basic-Fit N.V.	5,87%	4,11%
Daejan Holdings PLC	5,33%	0,25%
STO SE & Co. KGAA	5,14%	7,37%
Volex PLC	4,16%	0,66%
Catana Group S.A.	3,32%	3,36%
Italian Wine Brands S.p.A.	3,18%	3,17%
Akwel S.A.	3,10%	6,40%
7C Solarparken AG	3,01%	0,85%

Quelle: HANSAINVEST, Stand: 30. Juni 2023.

Neben der Analyse über den gesamten Zeitraum haben wir auch die schlechtesten (relativen) Jahre einzeln betrachtet. Besonders das Jahr 2022 ist interessant. Wie bereits erwähnt, hatten wir 2022 eine sehr enttäuschende Performance, sowohl absolut als auch relativ gesehen. Allerdings hatten wir nur einige wenige besonders negative Performer. GYM Group (aktuelle Position) kostete rund 5 Prozentpunkte, Naked Wines und home24 jeweils 3,5 bis 4 Prozentpunkte. Die vielleicht erstaunlichste Beobachtung ist jedoch, dass wir buchstäblich keine (mehr als marginalen) Gewinner hatten.

Auf Portfolioebene haben wir Ende 2021/Anfang 2022 vor allem Industrie- (einschl. Baugewerbe) und vom Konsum abhängige Unternehmen gehalten. Generell haben wir einen Fokus auf solche Unternehmen, da wir glauben, dass wir sie im Schnitt besser verstehen und bewerten können. Leider waren diese Sektoren im letzten Jahr mit am stärksten betroffen. Dennoch haben wir das Portfolio bereits stärker diversifiziert und arbeiten aktiv daran, es weiter zu verbessern.

## Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir uns für die Zukunft eine höhere Trefferquote zum Ziel gesetzt haben. Einerseits werden wir uns noch mehr bemühen, keine vermeidbaren großen Fehler zu machen. Wir werden vor allem noch selektiver mit Situationen umgehen, in denen wir uns nicht sicher genug über den Wert eines Unternehmens und die Interessengleichheit mit den wichtigsten Entscheidungsträgern sein können.

Vor kurzem haben wir [What I Learned about Investing from Darwin](#) gelesen. In diesem Buch beschreibt Pulak Prasad, ein sehr erfolgreicher Investor auf dem indischen Aktienmarkt, einige Techniken, um das Verhältnis zwischen Gewinnern und Verlierern im eigenen Portfolio zu erhöhen. Eine der Schlüsselbotschaften des Buches beginnt auf Seite 20 - „Ein großartiger Investor ist ein großartiger Nein-Sager: Es gibt nur sehr wenige gute Investments auf dem Markt“. Fairerweise muss man sagen, dass das für uns nicht neu ist. Wir wollen aber besser werden und noch weniger Kompromisse eingehen.

Wie bereits erwähnt, sind wir bestrebt, mehr Gewinner zu finden. Das heißt nicht, dass wir nur noch nach „5x“- oder „10x“-Aktien suchen. Wir wollen aber in eine größere Anzahl an Aktien investieren, die deutlich positiv zu unserer Performance beitragen. Im Allgemeinen suchen wir nach Situationen, in denen wir einen IRR (jährliche Rendite) von 20% oder mehr erwarten können (d. h. etwa ein Verzwelfacher über vier Jahre), wobei die Risiken nach unten begrenzt sein sollen und wir darüber hinaus bevorzugt Optionen für weiteres Upside sehen.

Wir sind davon überzeugt, dass wir heute viele Titel in unserem Portfolio haben, die genau diese Merkmale aufweisen. Der Markt war diesen Aktien in der jüngsten Vergangenheit nicht wohlgesonnen. Das bedeutet aber auch, dass sich die Investment-Profile unserer Meinung nach größtenteils verbessert haben.

Die wichtigste Erkenntnis für uns ist jedoch, dass wir die meisten Fehler „außerhalb des Portfolios“ gemacht haben - bei den guten Investments, die wir uns nicht angeschaut haben. Wir glauben, dass der größte Beitrag

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH.** HERDERSTRASSE 28. 12163 BERLIN.  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

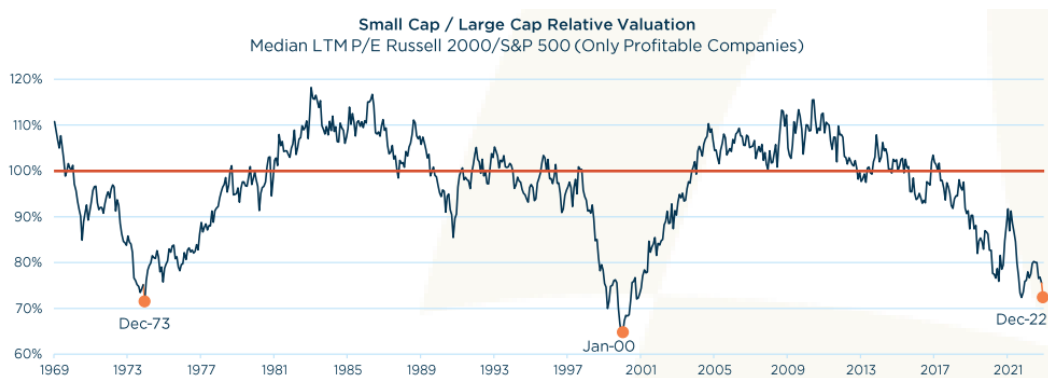
Marketing Information.

zur Erreichung der oben genannten Ziele darin besteht, dass wir uns (viel) mehr Unternehmen ansehen. Dies ermöglicht es uns auf natürliche Weise, noch selektiver vorzugehen und schwierigere und unsichere Situationen zu vermeiden. So können wir Investitionen mit höheren Renditeerwartungen finden, oder mit ähnlichen Erwartungen für qualitativ hochwertigere Unternehmen.

Wir haben schon früher darauf hingewiesen, aber eine wichtige Voraussetzung, dies zu erreichen, besteht darin, in vielen Situationen möglichst schnell „NEIN“ zu sagen. Außerdem werden wir uns in Zukunft das Ziel setzen, jede Woche oder jeden Monat eine größere Anzahl neuer Situationen zu prüfen.

### Ausblick

Wir haben vor kurzem eine [Webkonferenz](#) gehalten, in der wir unsere aktuellen Überlegungen zum europäischen Small Cap-Markt vorgestellt haben. Small Caps sind wieder einmal historisch günstig! Die untenstehende Grafik vergleicht die relative Bewertung zwischen Small und Large Caps, d.h. zwischen börsennotierten Aktien mit einer niedrigen und einer hohen Marktkapitalisierung. Seit den 1970er Jahren gab es nur zwei Phasen, in denen die Bewertungen so stark auseinandergingen wie derzeit – 1973 zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems und während der Technologieblase im Jahr 2000.



Quelle: [A Time for Small Cap Quality \(tlcadvisory.com\)](#), Stand: 30. Mai 2023.

Dies bedeutet, dass Small Caps im Vergleich zu Large Caps attraktive Renditeprämien bieten. In der nachstehenden Tabelle sind ausgewählte Indizes mit ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV; letzte zwölf Monate) aufgeführt. Je höher das Verhältnis, desto höher die Bewertung. Die Spanne liegt zwischen einem schwindelerregenden >30x für US Tech (iShares NASDAQ 100) und <10x für europäische Small Caps (MSCI Europe Small Caps). Anders ausgedrückt: Die derzeit implizierte Aktienrendite (ohne Wachstum zu berücksichtigen) liegt zwischen 3,1% für US-Tech und **10,2%** für europäische Small Caps.

Indizes	Kurs-Gewinn-Verhältnis	Implizite Rendite
NASDAQ 100	31,8x	3,1%
S&P 500	21,8x	4,6%
MSCI World	18,5x	5,4%
<b>MSCI World Small Cap</b>	<b>12,1x</b>	<b>8,2%</b>
MSCI Europe	14,2x	7,1%
<b>MSCI Europe Small Caps</b>	<b>9,8x</b>	<b>10,2%</b>

Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; iShares; Stand: 23. Juni 2023.

Zweitens möchten wir die Bewertungsunterschiede zwischen Substanz- (Value) und Wachstums- (Growth) Aktien näher beleuchten. Zumindest basierend auf einigen Kennzahlen haben die Bewertungsspannen weltweit wieder die Höchststände der Technologieblase erreicht, d. h. Value ist im Vergleich zu Growth historisch

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. HERDERSTRASSE 28. 12163 BERLIN.**

+49 30 42141851. [info@gbcvalue.com](mailto:info@gbcvalue.com). [gbcvalue.com](http://gbcvalue.com)

Marketing Information.

günstig.<sup>1</sup> Ein Beispiel, das uns besonders auffällt, ist NVIDIA, dessen Aktienkurs in diesem Jahr aufgrund des KI-Booms eine großartige Performance gezeigt hat (>+200% seit Jahresbeginn). Das Unternehmen fällt zwar nicht in unser Investment-Universum, aber aus Interesse haben wir uns die aktuelle Bewertung mal etwas genauer angeschaut. Wir haben versucht herauszufinden, was derzeit in den Aktienkurs von NVIDIA eingepreist ist, d. h. „was muss man für die Zukunft glauben, um den aktuellen Aktienkurs als fair zu betrachten?“.

Ausgehend von einem Umsatzwachstum von 60% im Jahr 2023 müsste das Unternehmen nach unserer Analyse in den folgenden zehn Jahren jedes Jahr um 22,5% wachsen. Das würde zu einer Verzehnfachung des Umsatzes auf fast USD 300 Mrd. im Jahr 2032 führen. Die EBIT-Marge müsste auf einem Niveau von 50% oder darüber bleiben. Sollte dies der Fall sein, könnte ein Anleger eine Rendite im hohen einstelligen Bereich (~8%) erwarten. Wir sind bei solch ambitionierten Annahmen gerne konservativ und würden hier wahrscheinlich keine ausreichende Sicherheitsmarge finden. Bei der Bewertung gibt es nicht viel Spielraum für Fehler, und wenn die Dinge anders laufen als erwartet, wäre die Wahrscheinlichkeit eines (dauerhaften) Kapitalverlusts hoch.

Im Gegensatz zu den hohen Annahmen, die bereits in den Aktienkurs von NVIDIA eingeflossen sind, stellen wir fest, dass viele Unternehmen in unserem Portfolio und in unserem Universum allgemein zu historisch günstigen Bewertungen gehandelt werden. Die nachstehenden Beispiele und mehrere andere Investments in unserem Portfolio werden mit zweistelligen FCF-Renditen gehandelt, die auf unserer Annahme des freien Cashflows der Unternehmen in einem *normalen* Umfeld basieren (d. h. nicht auf potenziell überhöhten Zahlen im aktuellen Umfeld).

**Koenig & Bauer** wird auf Sicht von 1-2 Jahren auf einem EV/EBIT von <7x gehandelt, auf der Basis ungewöhnlich schwacher Margen. Das Management ist der Ansicht, dass die Profitabilität in den nächsten Jahren deutlich gesteigert werden kann. Wir halten das mit Blick auf die ergriffenen Maßnahmen und die abschwächenden Gegenwinde (Lieferkettenprobleme haben Koenig & Bauer besonders hart getroffen) für sehr glaubwürdig. Der Erfolg neuer Produkte (insbesondere der Digitaldruckmaschine RotaJET) könnte zu zusätzlichem Wachstum und weiteren Margensteigerungen führen.

**GYM Group** wird mit einer zweistelligen FCF-Rendite (exklusive Wachstumsinvestitionen) gehandelt. Wir glauben, dass das Unternehmen in den nächsten Jahren höchstwahrscheinlich die Mitgliederbasis weiter ausbauen (oder/und die Preise erhöhen) wird, wodurch sich der Cashflow aufgrund des operativen Leverages des Geschäftsmodells schnell verdoppeln könnte.

**Kamux** wird zu weniger als dem 7-fachen unserer kurzfristigen EBIT-Schätzung gehandelt. Wir glauben, dass das Unternehmen das EBIT in den nächsten Jahren verdoppeln kann, dank einer Rückkehr zum Umsatzwachstum und einer weiteren Erholung der im aktuellen Marktumfeld belasteten Margen.

Trotz des Kursanstiegs um mehr als 40% seit unserer Investition Anfang des Jahres wird **KSB** immer noch mit einem EV/EBIT-Multiple von nur ~7x und einem einstelligen KGV gehandelt. Mit der Möglichkeit, die Margen weiter zu steigern und in den nächsten Jahren schneller zu wachsen, ist dieses Unternehmen immer noch deutlich unterbewertet. Dieses Beispiel zeigt auch, wie viel Potenzial einige der Aktien von den aktuellen Niveaus haben.

Auch wenn wir mit den Bewertungen der meisten unserer Unternehmen nicht einverstanden sind, halten wir ständig Ausschau nach neuen Möglichkeiten, um das Portfolio weiter zu verbessern. Wir haben kürzlich zwei neue Positionen in das Portfolio aufgenommen. Wir werden uns in diesem Letter noch nicht zu ihnen äußern, da wir aktuell noch dabei sind, die Positionen aufzubauen.

Angesichts der historischen Höchststände bei den Large-Cap-Wachstumswerten und der historischen Tiefstände bei den Small-Cap-Value-Werten stellt sich natürlich die Frage: Wann wird sich der Zyklus wenden und die Bewertungen sich normalisieren? Da müssen wir Sie leider enttäuschen. Wir verfügen über keine Glaskugel. Aber wir wollen drei Punkte hervorheben: 1. Wenn sich das Blatt wendet, geschieht dies oft schnell und mit Nachdruck. 2. Rezessionen, Kriegs- und Inflationsängste werden früher oder später nachlassen. 3. Es macht für uns keinen Sinn, in der Zwischenzeit unseren Ansatz zu ändern.

Im Gegenteil: Mehrere Analysen zeigen, dass Small-Cap-Value-Aktien langfristig die höchste Rendite abgeworfen haben. Die Statistiken in Grün in der nächsten Abbildung unterstreichen das.

---

<sup>1</sup> Quelle: Value Spreads Are Back to Tech Bubble Highs: Is Everyone Out There Cray-Cray? (agr.com).

**United States: 1963 - 2022**

	Value	Neutral	Growth
Large	12.1%	10.3%	10.2%
Small	15.2%	13.6%	8.4%

**Developed International: 1990 - 2022**

	Value	Neutral	Growth
Large	5.9%	6.1%	4.0%
Small	8.5%	5.8%	2.4%

Quelle: Verdad Capital - The Size Factor; Ken French data library; Stand: 30. Mai 2023.

Wir können folgendes zusammenfassen. 1. Der Markt weist ein historisch hohes Bewertungsgefälle zwischen Large und Small Cap-Aktien auf. 2. Implizite Renditen und historisch hohe Renditeaufschläge für Small Caps deuten auf eine attraktive Gelegenheit für eine mittelfristige Anlage hin. 3. Value-Aktien weisen im Vergleich zu Growth-Aktien ein erhebliches Aufwärtspotenzial auf und dürften im Small Cap-Universum eine besonders attraktive Anlageform darstellen.

Insgesamt deuten diese Daten darauf hin, dass europäische Small Cap-Value-Aktien aus mittel- bis langfristiger Sicht eine der höchsten Renditechancen bieten. Aus der Perspektive der Aktienausswahl, also auf der Mikroebene, haben wir den gleichen Eindruck und glauben, dass der europäische Small Cap-Markt auch weiterhin ein reiches Jagdrevier für Opportunitäten ist.

Bitte beachten Sie, dass wir vor kurzem unsere Adresse geändert haben:

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Herderstrasse 28  
12163 Berlin

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



**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH. HERDERSTRASSE 28. 12163 BERLIN.**  
+49 30 42141851. info@gbcvalue.com. gbcvalue.com

Marketing Information.

## Portfolio Überblick - zum 30.06.2023

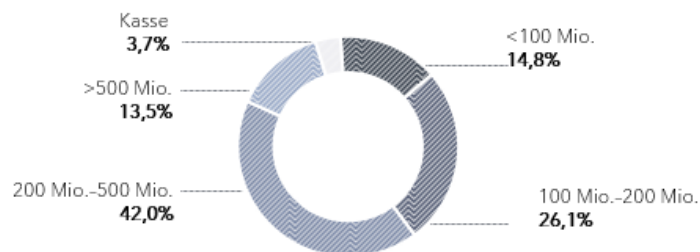
### Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

1	KSB	9,2%	6	Basic-Fit	4,9%
2	Sto	6,8%	7	SAF Holland	4,9%
3	Kamux	6,7%	8	Akwel	4,7%
4	The Gym Group	6,3%	9	Villeroy & Boch	4,5%
5	Koenig & Bauer	5,5%	10	Solar A/S	4,4%

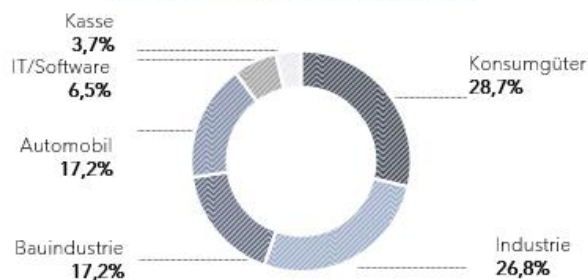
Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

### Allokation:

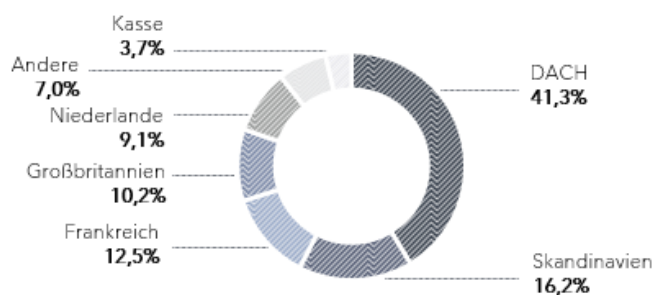
#### ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



#### ALLOKATION NACH BRANCHEN



#### ALLOKATION NACH AUFLAGELAND



Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; 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/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: 14. Juli 2023.

Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Herderstrasse 28, 12163 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.