

GEHLEN BRÄUTIGAM

CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH
Herderstrasse 28
12163 Berlin

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

Letter to Partners #21

Q3 2023 (01.07.2023 - 30.09.2023)

15. Oktober 2023

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im dritten Quartal 2023 hat unser Fonds eine **Rendite von -2,59%** erzielt. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 19,1 Mio.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 112,56. Der kumulierte Nettowachstum seit Auflage beträgt **+12,56%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+2,28%** (ggü. +11,57% bzw. +2,10% p.a. für unseren Referenzindex).

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

	-S- Tranche	-R- Tranche	-I- Tranche	MSCI Europe S&M Cap
2018	-2,87%*	-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-Q3	+2,79 %	+2,24%	+2,56%	+1,77%
Seit Auflage	+12,56%	+8,45%	+11,78%	+11,57%*
Jährliche Entwicklung	+2,28%	+1,61%	+2,37%	+2,10%*

* 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.

Portfolio

Wie bereits in unserem letzten Letter erwähnt, sind wir der Meinung, dass Investoren heute außergewöhnliche Renditen in europäischen Small- und Micro-Caps einloggen können. Im abgelaufenen Quartal haben wir weiter intensiv an mehreren Due-Diligence-Prozessen gearbeitet. In diesem Letter wollen wir Ihnen vier neue Investments vorstellen. Abschließend geben wir einen detaillierten Überblick über unser Portfolio.

Anima Holding SpA (Anima) ist der größte unabhängige italienische Asset Manager mit einem verwalteten Vermögen von EUR 184 Mrd. Anima hat (teilweise exklusive) Vertriebsvereinbarungen mit einigen der größten italienischen Banken wie der Banco BPM und der Banca Monte dei Paschi di Siena. Diese Verträge sind für Anima sehr vorteilhaft und schützen einen bedeutenden Teil der Asset Basis für viele Jahre (die wichtigste Partnerschaft mit der Banco BPM läuft erst 2037 aus).

Normalerweise würde ein Drittanbieter wie Anima keine so vorteilhaften Verträge erhalten. Anima konnte sich diese sichern, weil die verwalteten Assets zu einem erheblichen Teil durch die Übernahme der Asset Management-Einheiten von Banken gewonnen wurden. Als Teil der Deals hat Anima diese außergewöhnlichen Vereinbarungen verhandelt, um die zukünftige Position ggü. den Banken auch nach den Übernahmen zu schützen. Eine dieser Vereinbarungen wurde im letzten Jahr erfolgreich vor Gericht verteidigt.

Wenn Banken in Zukunft möglicherweise ihren Asset Management-Bereich verkaufen wollen, z.B. aus der Notwendigkeit, Kapital zu beschaffen oder aus strategischer Sicht, ist Anima als größter unabhängiger italienischer Asset Manager (und als eines von sehr wenigen Unternehmen mit dem nötigen Kapital) in einer hervorragenden Position, um attraktive Angebote auszuhandeln. Eine Bank wird aus offensichtlichen Wettbewerbsgründen nicht bestrebt sein, das Geschäft an einen direkten Konkurrenten zu verkaufen.

Neben der sehr stabilen Vermögensbasis gefällt uns besonders die Kosteneffizienz von Anima. Mit einer sehr beeindruckenden EBIT-Marge von 70-75% (bei einer Cost-Income-Ratio von rund 25%) ist Anima das profitabelste Unternehmen unter seinen Konkurrenten. Sollte Anima in einem negativen Szenario mit Abflüssen und/oder einem höheren Gebührendruck konfrontiert werden, wird das Unternehmen dank seiner vorteilhaften Kostenbasis noch lange Zeit erhebliche Cashflows generieren.

Als wir die Aktien zu einem Preis von ca. EUR 3,30 gekauft haben, lag die Bewertung unter dem 5-fachen des diesjährigen EBITs oder dem ~7,5-fachen des FCFs. Zudem wird Anima im laufenden Jahr fast keine Performance Fees vereinnahmen, da 2022 ein ziemlich schlechtes Jahr (für Aktien und Anleihen) war und die verwalteten Fonds die Verluste erst wieder aufholen müssen. Unter der Annahme normalisierter Performance Fees hätte die Bewertung eher bei 6-6,5x Free-Cashflow (FCF) gelegen (einer FCF-Rendite von 16%).

Anima hat nur eine sehr geringe Nettoverschuldung. Derzeit schüttet das Unternehmen den größten Teil des Cashflows an die Aktionäre aus. Zu unserem Kaufpreis handelten die Aktien mit einer Dividendenrendite von ~7%. Darüber hinaus hat Anima im vergangenen Jahr fast 6% seiner Aktien zurückgekauft und kauft in diesem Jahr mindestens weitere 5% zurück, möglicherweise sogar mehr (das Unternehmen ist angesichts des aktuellen Kursniveaus und der Bewertung bestrebt, mehr Aktien zurückzukaufen). Dies allein ergab eine Verzinsung von 12% auf unseren Einstiegskurs, die durch den operativen Cashflow gut gedeckt ist.

Auch nachdem die Aktie seit dem Aufbau unserer Position im Juli um 20% gestiegen ist, erscheinen die oben genannten Bewertungskennzahlen weiterhin recht attraktiv. Die Produkte von Anima sind überwiegend auf festverzinsliche Anlagen ausgerichtet (nur etwa 15% des Vermögens sind in Aktien investiert). Anima zielt in erster Linie darauf ab, seinen Kunden - italienischen Privatanlegern - und deren Finanzberatern stabile Anlagen und nicht unbedingt die höchsten Renditen zu bieten.

Die letzten 7-8 Jahre waren eine schwierige Zeit für einen auf festverzinsliche Anlagen spezialisierten Vermögensverwalter. Da Anleihen fast keine Zinsen abwarfen (selbst 10-jährige italienische Staatsanleihen brachten nur 1-2% pro Jahr), waren die Renditeniveaus sehr niedrig und es war sehr schwierig, neue Anleger für festverzinsliche Produkte zu begeistern.

Heute sind die Zinssätze viel höher. Dieses neue Umfeld hat unserer Meinung nach drei potenziell positive Auswirkungen auf das Geschäft von Anima: 1) Bei den derzeitigen Marktzinsen würden die Anlagerenditen das verwaltete Vermögen (und letztlich die Cashflows) um 4-5% p.a. erhöhen, selbst wenn es keine Nettozuflüsse/-abflüsse gäbe; 2) festverzinsliche Anlagen haben stark an Attraktivität gewonnen und Anleger kehren in diese Anlageklasse zurück -> d.h. Zuflüsse; 3) der Gebührendruck könnte geringer sein, wenn sich Bruttorenditen im

mittleren bis hohen einstelligen Bereich befinden, als wenn sie im niedrigen einstelligen Bereich (bis hin zu marginal positiv) liegen.

Kurz gesagt: Wir halten es für wahrscheinlich, dass Anima in den nächsten Jahren zu mittleren bis hohen einstelligen Wachstumsraten zurückkehren kann. Eine normalisierte FCF-Rendite von 13%+ erscheint uns hierfür nach wie vor sehr attraktiv.

Enad Global 7 AB (Enad) ist eine Gruppe von Gaming-Unternehmen, deren Aktivitäten die Entwicklung von Live-Service-, PC-, Konsolen- und Mobilegames sowie die Vermarktung und Veröffentlichung von Spielen für Dritte umfassen.

Das Unternehmen hat seit seiner Gründung im Jahr 2013 und dem anschließenden Börsengang Ende 2017 eine wechselhafte Geschichte hinter sich. Eine anfänglich aggressive Akquisitionsstrategie („Buy and Build“) führte zu einem rapiden Wachstum und hohen Erwartungen. Im Nachhinein stellte sich heraus, dass das frühere Management zu viel für Akquisitionen bezahlt hatte, was zu Enttäuschungen beim Gewinn und bilanziellen Abschreibungen führte.

Seit Mitte 2021 hat das Unternehmen dank eines Managementwechsels und eines sich verändernden Marktumfelds eine Phase der Stabilisierung durchlaufen und legt heute einen starken Fokus auf den Cashflow. Wie auf dem jüngsten Kapitalmarkttag im September angekündigt, tritt Enad nun in eine dritte Phase ein, in der es zu konservativen Investitionen in profitables Wachstum zurückkehrt.

Das Kernstück des Unternehmens ist das Daybreak-Studio, das sich auf die Entwicklung und Pflege von Live-Service Games konzentriert. Diese haben eine viel kleinere Spielerbasis und einen kleineren Zielmarkt als die typischen PC-/Konsolen-Games. Allerdings haben diese Spiele teilweise eine viel treuere Spielerbasis, die zu manchmal jahrzehntelangen Lebenszyklen der Spiele führt. Das bekannteste Spiel [IP] des Unternehmens ist Everquest, das seit 24 Jahren auf dem Markt ist.

Diese Stabilität führt zu planbaren und wiederkehrenden Erträgen und Cashflows für Enad, da nur relativ geringe Investitionen in Wartung und Marketing erforderlich sind. Insgesamt sind etwa 60-75% der Einnahmen wiederkehrend (abhängig von der Veröffentlichung von Spielen).

Seitdem das Unternehmen seine Investitionen verlangsamt und den Fokus auf die hochgradig cash-generativen Spiele gesetzt hat (einschließlich des kürzlich wieder aufgeflammtten Erfolgs des Mobile Games *My Singing Monsters*), hat Enad eine Netto-Cash-Position von fast SEK 350 Mio. (ca. EUR 30 Mio.) aufgebaut. Die Marktkapitalisierung beträgt SEK 1,75 Mrd. (EUR 150 Mio.) und für 2023 wird ein EBITDA von etwa SEK 525 Mio. (ca. EUR 45 Mio.) erwartet. Daraus ergibt sich ein Multiplikator von weniger als 3x EBITDA und eine freie Cashflow-Rendite von etwa 15%. Enad zielt darauf ab, das EBITDA bis 2026 auf SEK 1 Mrd. (EUR 85 Mio.) fast zu verdoppeln. In Bezug auf diese Ziele ist die Aktie extrem günstig bewertet.

Um das EBITDA-Ziel für 2026 zu erreichen, muss Enad in Wachstum investieren. Wir erwarten, dass das Unternehmen trotz der Investitionen weiterhin in jedem Jahr einen positiven freien Cashflow erwirtschaften wird. Wir schauen positiv auf die neuen Pläne, insbesondere da das neue Management einen deutlich risikoaverseren Ansatz verfolgt. Der Fokus liegt auf Fortsetzungen und downloadfähigen Inhalten und nicht auf Neuentwicklungen oder weniger bewährten Spielen, deren Erfolg deutlich schwieriger vorherzusagen ist. Das aktuelle Management hat bereits in der Vergangenheit eindrucksvoll bewiesen, dass es erfolgreich solche Ziele umsetzen kann. Die internen Renditehürden (IRRs) für Investitionen in neue Spiele liegen bei >25%.

Obwohl der Gaming-Markt und viele Wettbewerber mit einer Schwächephase nach dem COVID-Boost zu kämpfen hatten, sind wir nach wie vor der Meinung, dass es sich um eine attraktive und strukturell wachsende Branche handelt (ggf. mit niedrigeren Wachstumsraten als vor ein paar Jahren). Wir glauben, dass wir durch die Wahl eines konservativ geführten Unternehmens wie Enad von einem bedeutenden Trend und einem äußerst attraktiven Risiko-Ertrags-Profil profitieren können.

Mortgage Advice Bureau (Holdings) plc (MAB) ist ein an der Londoner Börse (AIM-Segment) notiertes und nach wie vor vom Gründer geführtes Finanzdienstleistungsunternehmen. Über Tochtergesellschaften bietet MAB vorwiegend Hypothekenberatungen und Beratungen zu Hypothekenschutz- und anderen Versicherungsprodukten an. Das Unternehmen ist auf lokaler, regionaler und nationaler Ebene aktiv, sowohl persönlich als auch telefonisch und über das Internet.

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

Marketing Information.

MAB hat einen wertvollen *First-Mover-Vorteil*. Es hat früh ein breites und tiefes Netzwerk an AR-Firmen (Appointed Representatives) aufgebaut und bietet seinen Partnern erstklassige Unterstützung in allen Aspekten an. Die ARs sind in der Regel zusätzlich durch langfristige Verträge gebunden. Die durchschnittliche Anzahl der Berater in jedem Geschäftsjahr ist einer der Hauptfaktoren für die Umsatzentwicklung.

Im Geschäftsjahr 2022 stammen 46% der Einnahmen aus Hypothekenvermittlungsgebühren, die von den Kreditgebern (also den Banken) an MAB gezahlt werden. Die Gebühren stammen aus neuen Hypotheken, aber auch aus der Umschuldung bestehender Darlehen. Vor allem die Umschuldungsaktivitäten liefern wiederkehrende und planbarere Umsätze, da die Kunden ihre Hypothek für gewöhnlich im Durchschnitt alle zwei bis fünf Jahre erneuern.

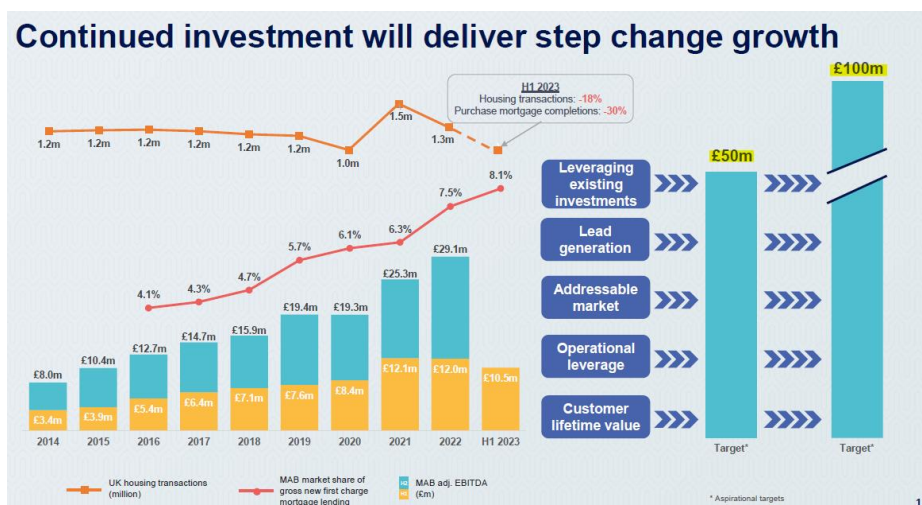
Die zweitwichtigste Umsatzquelle sind Versicherungsprovisionen (36%), die bei der Verkaufsberatung von Versicherungspolizen (Lebens-, Einkommens- usw.) und allgemeinen Versicherungen vereinnahmt werden.

Die „Client Fees“ (15%) werden von den Kunden für die Beratung in meist komplexeren Hypothekensituationen oder bei anderen Arten von Krediten und Absicherungen gezahlt. Sonstige Einnahmen (3%) stammen aus Dienstleistungen, die von ARs erbracht werden, aus Gebühren im Zusammenhang mit der Kreditvergabe für „Later Life Lending“ und Vermögensberatung sowie aus Nebenleistungen wie Eigentumsübertragungen und Bewertungen von Immobilien.

MAB erhält die Provisionen der Banken, Versicherungen und Kunden, behält seinen Anteil ein und leitet den Rest an die ARs weiter. Durch diesen Verrechnungszyklus entsteht eine sehr vorteilhafte Working-Capital-Position, was dazu führt, dass MAB quasi kein zusätzliches Kapital benötigt, um mit neuen Beratern zu wachsen.

MAB ist ein wachstumsstarkes und qualitativ hochwertiges Unternehmen mit hohen Margen und, dank der geringen Kapitalbindung, sehr hohen Kapitalrenditen. Unter anderem aufgrund regulatorischer Änderungen (z.B. Mortgage Market Review) hat das Unternehmen seinen Marktanteil kontinuierlich von 4,1% in 2016 auf 8,1% im ersten Halbjahr 2023 gesteigert und gleichzeitig einen beeindruckenden CAGR (jährliche Wachstumsrate) von über 19% zwischen 2014 und 2022 erzielt. Wir glauben, dass MAB trotz der zahlreichen kurzfristigen Herausforderungen in der Lage sein sollte, seinen Marktanteil längerfristig weiter auf ca. 20% zu erhöhen.

Warum ist der Aktienkurs eines so guten Unternehmens unter Druck? Der Markt hatte ursprünglich für das Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von GBP 330 Mio. und eine bereinigte Vorsteuergewinnmarge von 15% (d.h. einen Vorsteuergewinn von GBP 50 Mio.) erwartet. Dies ist durch den Einbruch der Immobilientransaktionen in Großbritannien aufgrund der stark gestiegenen Zinssätze nicht mehr erreichbar gewesen. Darüber hinaus ist das Management dabei, die letzte große Akquisition (Fluent) zu restrukturieren, da die Marktbedingungen das Wachstum des Unternehmens kurz nach dem Abschluss der Übernahme stark beeinträchtigt haben. Das Management hat auch eine mittel- bis langfristige Sicht auf interne Investitionen in Technologie und Lead-Generierung genommen. Wir halten das für absolut richtig, da es dazu beitragen sollte, das Wachstum wieder zu beschleunigen. Kurzfristig hat es aber einen negativen Effekt auf die Profitabilität.



Quelle: Mortgage Advice Bureau (Holdings) plc; Stand: H1 2023.

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

Marketing Information.

Zu den mittel- bis langfristigen Werttreibern gehören unter anderem: 1) Eine Normalisierung des britischen Immobilienmarktes und damit einhergehend eine Rückkehr auf den Wachstumspfad; 2) eine Margenausweitung durch einen höheren „Operating Leverage“ sowie neue Möglichkeiten der Lead-Generierung (insbesondere durch die Übernahme von Fluent); 3) anorganisches Wachstum durch ergänzende Akquisitionen durch MAB selbst oder durch seine ARs; 4) ein Wandel in der Stimmung gegenüber britischen (Immobilien-)Aktien.

Wir gehen davon aus, dass MAB im Geschäftsjahr 2026 einen Gewinn vor Steuern von GBP 50 Mio. erwirtschaften kann. In diesem Fall sollte die Bewertung von GBP 320 Mio. angesichts der Qualität der Umsätze und Erträge sowie der Aussicht auf ein zweistelliges Wachstum über viele Jahre eine attraktive Rendite bieten.

Das größte Risiko sehen wir in einem tiefen und lang-anhaltenden wirtschaftlichen Abschwung, bei dem die ARs und/oder ihre Berater entweder ihr Geschäft aufgeben müssten oder sogar die Branche verlassen würden. Dadurch würde MAB einen Teil seiner Einnahmenbasis verlieren und müsste diese anschließend erst wieder aufbauen. Gegenwärtig ist die Zahl der Berater stabil, und das Management behauptet, dass es eine Warteliste von Maklern und Beratern gibt, die sich dem MAB-Netzwerk anschließen wollen.

Petershill Partners plc (Petershill) ist eine Investmentgesellschaft, die sich auf *General Partner-Lösungen* fokussiert. Petershill ist aus der gleichnamigen Abteilung von Goldman Sachs hervorgegangen, die Minderheitsbeteiligungen an führenden mittelgroßen Private Equity, Private Credit und Private Real-Assets (einschließlich Immobilien, Infrastruktur und Rohstoffe) Investmentfirmen sowie an Hedge Fonds erwirbt. Durch diese Investitionen kann Petershill von den zu einem großen Teil wiederkehren und wachsenden hochmargigen Einnahmen der auch *Alternative Asset Managers* genannten Firmen profitieren.

Petershill hält Anteile an 25 Partnerunternehmen. Im Durchschnitt erhält das Unternehmen 13,6% der gebührenabhängigen Einnahmen (FRE) der Partnerfirmen und einen etwas geringeren Anteil der performanceabhängigen Einnahmen. Die wichtigeren FRE („fee-related earnings“) sind die Management- und Beratungsgebühren der Partner abzüglich der Betriebskosten, der fixen und variablen Mitarbeitervergütungen sowie des Nettozinsertrags/(-aufwands) und der Steuern. Teilweise ist Petershills Position durch zusätzliche Verträge vor zu hohen Kosten bei den Partnerfirmen geschützt.

Die Beteiligungen umfassen ausschließlich etablierte alternative Asset Manager mit einer langen und erfolgreichen Performance- und Fundraising-Bilanz über mehrere Fonds hinweg.



Quelle: Petershill Partners plc; Stand: H1 2023.

Francisco Partners zum Beispiel ist eine in San Francisco ansässige Private Equity-Firma, die sich auf den Technologiesektor konzentriert. Sie wurde 1999 gegründet und verwaltet derzeit ein Vermögen von USD 42 Mrd. Petershill hat im Juli 2018 eine Beteiligung an dem Unternehmen erworben. Seitdem hat Francisco Partners im Jahr 2020 einen Fonds mit einem Volumen von USD 10 Mrd. und im Jahr 2022 einen weiteren Fonds mit einem Volumen von USD 17 Mrd. aufgelegt. Diese beiden Fonds waren deutlich größer als die vorangegangenen, der Wert der Beteiligung von Petershill hat sich entsprechend erhöht.

Was ist das Rational dafür, Beteiligungen an anderen Investmentgesellschaften zu kaufen? Private Equity-Firmen haben sehr attraktive Geschäftsmodelle. Die Managementgebühren für die Fonds liegen in der Regel bei 1,5-2% p.a. (und sie werden sogar auf das zugesagte, aber noch nicht investierte Kapital, erhoben). Diese Gebühren sind außerdem fast zu 100% wiederkehrend. Das Kapital der Investoren wird bei der Fondsaufgabe üblicherweise für mindestens 8-12 Jahre gebunden, was zu einem hohen Maß an langfristiger Planungs- und Cashflow-Sicherheit führt.

Angesichts der Skalierbarkeit von Vermögensverwaltungsfirmen können große Firmen Margen von 50-60% und mehr aus ihren Verwaltungsgebühren erzielen (d.h. ohne Einbeziehung der volatileren erfolgsabhängigen Vergütungen). Darüber hinaus werden beträchtliche Performancegebühren gezahlt, wenn die Fonds ihre

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

Marketing Information.

Beteiligungen (erfolgreich) verkaufen. Durch den Erwerb von Anteilen direkt an den Investmentfirmen können Investoren von den Vorteilen dieser Geschäftsmodelle profitieren und gleichzeitig in den Bereich der alternativen Anlagen investieren, dessen Anteil am gesamten investierten Vermögen zunimmt und der seit vielen Jahren hohe und stetige Wachstumsraten aufweist.

Petershill wurde im September 2021 von den früheren Eigentümern (die ihre Anteile über Goldman Sachs Asset Management halten) an die Börse gebracht. Diese halten immer noch ~76% der Aktien. Seit dem Börsengang ist der Aktienkurs um fast 60% gefallen. Heute werden die Aktien mit dem 10-11-fachen der wiederkehrenden FRE-Einnahmen bewertet. Unter der Annahme einer (geringen) Erholung der Performancegebühren glauben wir, dass das Unternehmen aktuell mit einer Free Cashflow-Rendite von 11-13% auf Basis der 2024-Zahlen bewertet wird. Dies finden wir sehr attraktiv für einen wiederkehrenden und in wesentlichen Teilen gesicherten Ertragsstrom, der in der Vergangenheit mit gesunden zweistelligen Raten (20%) gewachsen ist. Andere börsennotierte alternative Asset Manager werden mit dem ~2-fachen dieser Bewertung gehandelt (zusätzliche Möglichkeit des Multiple-Reratings) und haben ähnliche Profile (mit Blick auf Wachstum und Marge).

Warum sind die Aktien so günstig? Der Streubesitz ist mit ca. GBP 400 Mio. relativ gering. Das Geschäftsmodell ist speziell und recht einzigartig. Außerdem gibt es aktuell eine negative Haltung gegenüber dem Private Equity-Segment. Das goldene Jahrzehnt soll vorbei sein. Große institutionelle Anleger (Stiftungen, Pensionsfonds) haben den Anteil von Private Equity-Investments in ihren Gesamt-Allokationen mittlerweile stark erhöht. Ein wesentlicher Treiber dafür dürften die sehr niedrigen Zinssätze (und die Suche nach Rendite) gewesen sein.

Darüber hinaus haben die niedrigen Zinsen die in der Vergangenheit erzielten Renditen in die Höhe getrieben. PE-Firmen finanzieren ihre Käufe in der Regel mit einem substanziellen Anteil an Fremdkapital (die Kosten sind bei niedrigeren Zinsen deutlich geringer) und ein sinkendes Zinsniveau hat darüber hinaus höhere Bewertungen beim Verkauf der Beteiligungen gerechtfertigt. Ähnliche Renditen sind im aktuellen Umfeld undenkbar oder zumindest unwahrscheinlich.

Wir wollen den obengenannten Argumenten und Risiken gar nicht unbedingt widersprechen. Dennoch sind wir der Meinung, dass eine Investition in Petershill bei der derzeitigen Bewertung sehr attraktiv ist. Die wesentlichen Gründe dafür sind: 1) Ein großer Teil der Erträge von Petershill stammt aus stabilen Management- und Beratungsgebühren. Diese sind nicht von der Wertentwicklung der Fonds und nur in geringem Maße von der Transaktionsaktivität abhängig; 2) Die Partnerfirmen von Petershill haben im Jahr 2022 neue Assets in Höhe von USD 60 Mrd. (!!) eingeworben und sollen in diesem Jahr weitere USD 20-25 Mrd. einwerben. Das aktuelle (gebührenzahlende) verwaltete Vermögen liegt bei rund USD 200 Mrd. Das sieht für uns kaum nach einem Unternehmen aus, welches gar nicht mehr wächst. Wir glauben auch, dass es in wirtschaftlich schwierigen Zeiten Gelegenheiten geben wird, neue Fonds zu vermarkten. Aber es wird vor allem einfacher werden, wenn sich das Umfeld für das Einsammeln von Investorengeldern wieder aufhellt; 3) Die leistungsabhängigen Gebühren stehen derzeit unter Druck, weil es keine Transaktionen gibt - niemand möchte kaufen oder (zu niedrigeren Preisen) verkaufen. Sobald die Unsicherheit nachlässt, die derzeit im Markt herrscht, dürften die Transaktionen und die erfolgsabhängigen Gebühren wieder steigen. Auch wenn die Performance (IRRs) in Zukunft niedriger wäre, werden die Performance-Gebühren auf die viel größeren Fonds gezahlt, die erst in den letzten Jahren eingesammelt wurden. Alles in allem könnten die absoluten erfolgsabhängigen Gebühren in der Zukunft trotz schwächerer Renditen höher ausfallen.

Petershill generiert mit seinem Geschäft viel Cash. Das Team wird von erfahrenen Investoren geleitet und schüttet den größten Teil des Cashflows an die Aktionäre aus (das Management hält ebenfalls Aktien). Beim Börsengang hat das Unternehmen angekündigt, eine progressive Dividendenpolitik zu verfolgen (d.h., dass eine kontinuierlich steigende Dividende angestrebt wird).

Die Aktien bieten derzeit eine Dividendenrendite von 8%. Darüber hinaus kauft Petershill Aktien zurück, so viele wie nach den Marktregularien erlaubt. Das aktuelle Rückkaufprogramm in Höhe von USD 50 Mio. wurde unmittelbar nach dem Auslaufen des vorherigen Programms gestartet. Insgesamt schätzen wir, dass die Rückkäufe die jährlichen Kapitalrückgaben an die Aktionäre um weitere 2-3% erhöhen. Die Gesamtverzinsung liegt damit bereits im zweistelligen Bereich. Wie bereits erwähnt, gehen wir davon aus, dass diese Verzinsung mit attraktiven Raten wachsen wird, ohne dass weiteres Kapital in das Geschäft investiert werden muss.

Wir haben die oben genannten Transaktionen (teilweise) durch den Ausstieg aus Villeroy & Boch (endgültiger Ausstieg nach Quartalsende; Villeroy hat eine sehr große Akquisition getätigt, die wir nur schwer als gute Kapitalverwendung einstufen können), Semperit (Spezialsituation; größtenteils zu guten Renditen gegenüber unserem Einstieg Ende letzten Jahres verkauft) und unserem verbleibenden Anteil an Endor (wir hatten eine

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

Marketing Information.

verbleibende Position von 0,5 %, die wir u.a. wegen der anhaltenden Verschlechterung der finanziellen Situation des Unternehmens verkauft haben) finanziert.

Das Risiko-Ertrags-Profil des Portfolios sieht (weiterhin und zunehmend) vielversprechend aus:

	Name	ROIC*	LTM Price/Tangible Book	Normalized EVEBIT	Normalized P/E	Net Cash	Insider Ownership
1	KSB SE & Co. KGaA Vz.	12%	1,1x	6,5x	7,2x	Yes	Yes
2	The Gym Group plc	18%	n/m	7,5x	7,8x	No	Yes
3	Kamux Oyj	25%	2,5x	7,2x	9,2x	No	Yes
4	Sto Se & Co KgaA	15%	1,3x	5,5x	9,6x	Yes	Yes
5	Anima Holding SpA	100%	n/m	5,8x	8,3x	Yes	Yes
6	Petershill Partners plc	100%	n/m	8,0x	8,7x	No	Yes
7	SAF Holland SE	20%	n/m	6,8x	8,0x	No	No
8	Solar AS	20%	2,2x	7,2x	7,5x	No	Yes
9	Akwel SA	12%	0,8x	5,5x	8,5x	Yes	Yes
10	Enad Global 7 AB	35%	n/m	4,6x	6,5x	Yes	Yes
11	HelloFresh SE	30%	n/m	10,5x	15,0x	Yes	Yes
12	Koenig & Bauer AG	6%	0,8x	5,2x	5,0x	No	Yes
13	Basic-Fit NV	24%	n/m	9,0x	10,5x	No	Yes
14	Mortgage Advice Bureau plc	100%	n/m	12,0x	16,0x	No	Yes
15	Traumhaus AG	8%	0,9x	10,0x	9,0x	No	Yes
16	Origin Enterprises plc	24%	3,4x	6,6x	7,0x	No	No
17	Catana Sa	25%	3,0x	5,1x	8,0x	Yes	Yes
18	CTAC N.V.	100%	n/m	6,0x	8,8x	Yes	Yes
19	Italian Wine Brands Spa	30%	n/m	10,0x	9,0x	No	Yes
20	Groupe Crit SA	20%	1,4x	3,3x	10,7x	Yes	Yes
21	Guillemot Corporation SA	15%	1,3x	5,4x	9,7x	Yes	Yes
22	Villeroy & Boch AG	20%	1,4x	5,3x	8,2x	Yes	Yes
23	Naked Wines PLC	n/m	0,4x	2,5x	3,3x	Yes	Yes
24	Undisclosed	50%	3,5x	7,5x	12,2x	Yes	Yes
25	Undisclosed	100%	n/m	8,5x	11,5x	Yes	Yes
Average			1,7x	6,9x	9,0x		
Median		24%	1,4x	6,6x	8,7x		

Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; Unternehmensdaten; Tkr.com; Stand: 12. Oktober 2023.

Hinweis: Die Werte für ROIC, EV/EBIT und P/E beruhen auf unseren eigenen Schätzungen für die normalisierte Ertragskraft der Unternehmen. In einigen Fällen können diese Kennzahlen erheblich von den aktuellen Bewertungsmultiplikatoren abweichen (z.B. wenn sie auf den Prognosen der Broker für dieses oder nächstes Jahr basieren), da einige Unternehmen im aktuellen Umfeld unserer Ansicht nach zu wenig und andere zu viel verdienen. Die Adjustierungen berücksichtigen jedoch nicht das mittelfristige Potenzial für Rentabilitätsverbesserungen, das aus unserer Sicht bei einigen Unternehmen erheblich sein kann (z.B. bei Koenig & Bauer).

Für GYM Group und Basic-Fit basieren die Kennzahlen anstelle von EBIT auf unserer Schätzung für das nachhaltige EBITDA abzüglich normalisierter Instandhaltungs- und sonstiger Investitionsausgaben (und Zinsen und ein normalisierter Steueraufwand werden von dieser Zahl abgezogen, um den normalisierten Gewinn zu berechnen).

* Die ROICs beziehen sich auf organische ROICs, d.h. das investierte Kapital schließt den Goodwill und andere in Akquisitionen erworbene immaterielle Vermögenswerte aus. ROICs von 100% implizieren sehr hohe (bis zu „unendlich hohe“) ROICs. Die betreffenden Unternehmen müssen kein oder nur sehr wenig Kapital investieren, um organisch zu wachsen.

Der Median des normalisierten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) unserer Unternehmen liegt bei 8,7x gegenüber einem aktuellen KGV von 14,5x für den MSCI Europe Small Cap (und einem ein Jahr nach vorne blickenden KGV von 11,4x). Gleichzeitig sind wir der Meinung, dass die Qualität der Unternehmen, die wir besitzen, deutlich höher ist als die durchschnittliche Qualität der im Index enthaltenen Unternehmen. Der Median der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) von 24% ist sehr hoch und deutet darauf hin, dass unsere Unternehmen durch ihre Geschäftstätigkeit und ihr Wachstum einen bedeutenden Wert für die Aktionäre schaffen können. Wir glauben auch, dass diese Kapitalrenditen über längere Zeiträume hinweg verteidigt werden können und dass einige Unternehmen sogar die Möglichkeit haben, ihre Rentabilität mittelfristig zu verbessern.

Darüber hinaus sind unsere Unternehmen, was wir im derzeitigen Umfeld für besonders wichtig halten, im Schnitt sehr gut finanziert. Mehr als die Hälfte von ihnen verfügt über eine positive Net Cash-Position. Schließlich haben fast alle unsere Beteiligungen einen größeren Anteilseigner, dessen Anreize und Ziele (größtenteils) mit unseren übereinstimmen und der sich um die Steigerung des langfristigen Wertes für die Aktionäre bemüht.

Insgesamt sind wir der Ansicht, dass wir in außergewöhnlich vorteilhafte Opportunitäten investiert sind.

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

Marketing Information.

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 30.09.2023

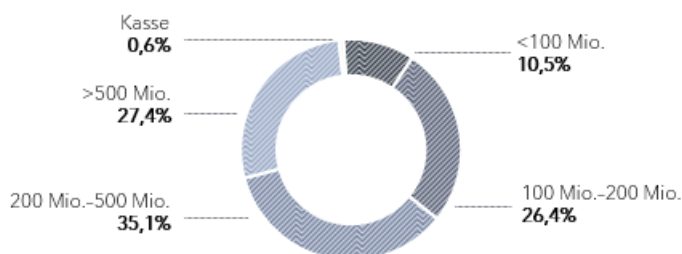
Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

1	KSB	9,5%	6	Petershill Partners	5,0%
2	The Gym Group	8,2%	7	SAF Holland	4,7%
3	Kamux	7,7%	8	Solar A/S	4,7%
4	Sto	6,4%	9	Akwel	4,5%
5	Anima	5,0%	10	Enad Global	4,5%

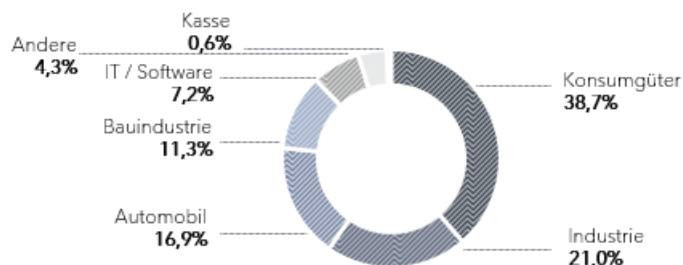
Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

Allokation:

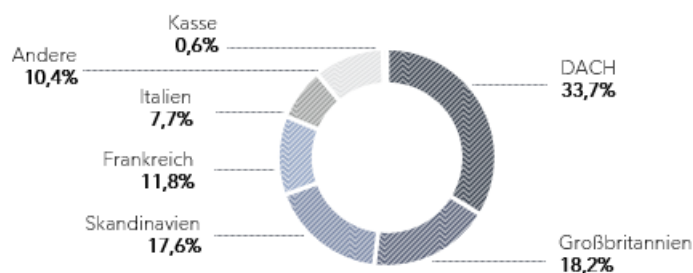
ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



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/Wertpapierdienstleistungen 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 hier das Basisinformationsblatt (PRIIPs) und den Wertpapierprospekt <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsdetails.html?fondsId=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. Mit dem Erwerb von Fondsanteilen werden Anteile an einem Investmentvermögen erworben, nicht an dessen Vermögensgegenständen. Die vom Fonds gezahlten Gebühren und Kosten verringern die Rendite einer Anlage. Bestimmte vom Fonds gehaltene Wertpapiere und Barmittel können in GBP, DKK, SEK berechnet werden. Wechselkursschwankungen können die Rendite einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen.

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: 15.10.2023

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.