

# GEHLEN BRÄUTIGAM

## CAPITAL

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Herderstraße 28  
12163 Berlin

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

### Letter to Partners #23

**Q1 2024** (01.01.2024 - 31.03.2024)

07. April 2024

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im ersten Quartal 2024 hat unser Fonds eine **Rendite von -1,44%** erzielt. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 16,7 Mio.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 108,80. Der kumulierte Nettowachstum seit Auflage beträgt **+8,80%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+1,48%** (ggü. +25,73% bzw. +4,07% 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	+0,80%	+0,09%	+0,50%	+11,30%
2024 Q1	-1,44%	-1,64%	-1,52%	+3,05%
<b>Seit Auflage</b>	<b>+8,80%</b>	<b>+4,43%</b>	<b>+7,87%</b>	<b>+25,73%*</b>
<b>Jährliche Entwicklung</b>	<b>+1,48%</b>	<b>+0,78%</b>	<b>+1,46%</b>	<b>+4,07%*</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.

## **Portfolio**

Im letzten Letter to Partners haben wir folgendes geschrieben:

*„Wir sind der Meinung, dass wir [unser Portfolio] unter den Gesichtspunkten Robustheit, Qualität, Wachstum, Governance und Bewertung kontinuierlich verbessern konnten. Wir haben auch die Risikoseite noch stärker betrachtet und sind überzeugt, dass wir mit Blick auf die (Handels-)Liquidität, die Bilanzen und die individuellen Risiken komfortabel positioniert sind.“*

Wie in den letzten Lettern erwähnt, finden wir in dieser Zeit eine Vielzahl attraktiver Opportunitäten in unserem Universum. In einem unserer letzten Letter haben wir **Mortgage Advice Bureau plc** (MAB) als neues Investment vorgestellt. Wir sind der Meinung, dass dieses Investment die einzigartigen Möglichkeiten unterstreicht, die derzeit insbesondere in Großbritannien zu finden sind – einem Markt, dem Investoren seit ein paar Jahren zunehmend den Rücken gekehrt haben.

Ähnlich wie der Immobilienmarkt in Deutschland ist auch der britische Wohnungsmarkt seit 2022 mit erheblichen Störungen konfrontiert und hat 2023 erhebliche Turbulenzen durchlebt. In unsicheren Zeiten kann es passieren, dass negative Prognosen in der nahen Zukunft von Anlegern zu weit nach vorne projiziert werden. Die Mittelabflüsse aus Fonds sorgen dann für den Rest. Deshalb haben wir das Universum der Small- und Micro-Caps im Bereich rund um Immobilien gescreent. Wir haben nach qualitativ hochwertigen Unternehmen gesucht, die mit kurzfristigen Herausforderungen konfrontiert sind und daher potenziell zu vorübergehend (zu niedrigeren Bewertungen) gehandelt werden.

Wir haben viele Steine umgedreht, viele erste Ideen geprüft und eine beträchtliche Anzahl von Gesprächen mit Managementteams geführt. Am Ende haben wir neben MAB, welches uns als ein außergewöhnlich erfolgreiches, von einem Gründer geführtes Unternehmen mit einem überzeugenden Track Record aufgefallen ist, zwei sehr kleine Unternehmen gefunden. Beide weisen sehr ähnliche Merkmale wie MAB auf, sind aber in einem anderen Teilbereich des Marktes tätig. Nach einer sorgfältigen Due-Diligence-Prüfung haben wir in einen dieser beiden Micro-Caps investiert. Kurz nach unserer Investition sind allerdings beide Unternehmen in unserem Portfolio gelandet.

Im Gegensatz zu MAB, welches im Wesentlichen wiederkehrende Erlöse abhängig vom britischen Hypothekenvolumen generiert, ist **The Property Franchise Group plc** (TPFG) eine der größten britischen Franchise-Gruppen für Makler- und Hausverwaltungstätigkeiten. TPFG ermöglicht es Hunderten von Franchisenehmern, Vermietern und Hauskäufern einen möglichst guten Service zu bieten. Dafür erhält die Firma einen Anteil an jedem Geschäft, das innerhalb des Systems zustande kommt, d.h. TPFG erhält jedes Mal eine Zahlung, wenn ein Haus verkauft oder ein neuer Mietvertrag unterzeichnet wird. Im Wesentlichen bietet es uns als Investoren ein stetiges Einkommen abhängig vom Volumen der Immobilienverkäufe und -vermietungen im Vereinigten Königreich.

Die Franchisenehmer verwalten rund 76.000 Immobilien für Vermieter. Sie vermieten die Häuser und Wohnungen, ziehen die Miete ein und sorgen dafür, dass die Dienstleistungen mit den gesetzlichen Vorschriften in Einklang stehen. Darüber hinaus vermitteln die Franchisenehmer jedes Jahr Tausende von Transaktionen zwischen Käufern und Verkäufern britischer Wohnimmobilien über ihr Mehrmarken-Angebot an Immobilienmaklern auf der High-Street sowie über ein hybrides Modell und reine Online-Angebote.

Dank des Franchising-Modells hat TPFG ein sehr starkes und robustes Geschäft mit einem hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen. Teile des Geschäfts profitieren derzeit außerdem von der Mietinflation in Großbritannien. Da das Geschäft von TPFG fast keine Investments erfordert und das Nettoumlaufvermögen („Working Capital“) oft sogar negativ ist, sind die organischen Kapitalrenditen extrem hoch. Die EBITDA-Margen liegen bei über 40%. Das Management ist sehr auf Rentabilität bedacht und scheint sehr kostenbewusst zu agieren. Die Bilanz ist stark, mit einer nur geringen Finanzverschuldung und einer Netto-Kassenposition.

Zum Jahresende 2022 stammen 58% der Einnahmen aus Managementgebühren (MSF), die vor allem die Lizenzzahlungen von Franchisenehmern für Verkaufs- und Vermietungsaktivitäten beinhalten. TPFG erhält von den Franchisenehmern jeden Monat einen Anteil von ca. 10% an den Einnahmen. Vor allem die Vermietungs- und Immobiliendienstleistungen sind in hohem Maße wiederkehrend und haben praktisch keine Fluktuation.

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

Marketing Information.

EweMove ist die einzige TPFG-Marke, die ein leicht abweichendes Franchise-Modell hat, bei dem Franchisenehmer eine Franchisegebühr von 1.000-1.400 GBP pro Monat für den Zugang zu allen Softwaresystemen, Marketingunterstützung und für ein 24/7-Callcenter zahlen. Die Marke verzeichnet ein starkes Wachstum und könnte die Anzahl der Gebiete in den nächsten Jahren verdoppeln. In diesem Segment sind die MSF im ersten Halbjahr 2023 trotz der derzeitigen Herausforderungen um 15% gegenüber dem Vorjahr gewachsen.

Die zweitgrößte Umsatzquelle sind die eigenen Makler- und Hausverwaltungsbüros (19%). Darüber hinaus gibt es den Bereich Sonstiges (16%), der den Verkauf und die IT-Unterstützung sowie Softwaregebühren von Franchisenehmern umfasst. Finanzdienstleistungen (6%) tragen langsam, aber stetig zum Umsatz bei und bieten eine weitere Wachstumsmöglichkeit, die sich unserer Meinung nach in den kommenden Jahren stark beschleunigen könnte.

Das zugrundeliegende Geschäftsmodell ist in hohem Maße cash-generativ. Zum Zeitpunkt der Investition hat die Aktie (ca. 2,60 GBP) auf einer Free Cash Flow-Rendite von 9,5-10,5% und einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gehandelt, was unserer Meinung nach für ein solches Unternehmen viel zu niedrig ist. Unsere DCF-Analyse ergab ein Kursziel von 4-5 GBP bzw. ein Kurspotenzial von über 70% und damit eine starke Unterbewertung sowie eine erhebliche Sicherheitsmarge.

Kurz nachdem wir unsere ersten Aktien von TPFG gekauft hatten, gab das Unternehmen die Absicht bekannt, mit dem ebenfalls börsennotierten Wettbewerber **Belvoir Group plc** (BLV) zu fusionieren. Bei BLV handelt es sich um ein fast identisches Unternehmen, welches auch ungefähr die gleiche Größe hatte und zu ungefähr der gleichen Bewertung gehandelt wurde. Wir hatten das Unternehmen zuvor ebenfalls genau analysiert und mit dem Management gesprochen. Uns gefielen sowohl TPFG als auch BLV – wir haben uns für TPFG entschieden, weil das Management unserer Meinung nach einen noch etwas stärkeren Fokus auf die Kostenkontrolle und die Kapitalrenditen gelegt hat.

In der Pressemitteilung und im anschließenden Investoren-Call haben beide CEOs gemeinsam sehr überzeugend die Absicht zu fusionieren dargelegt. Das Management von TPFG soll dabei das Ruder der kombinierten Gruppe übernehmen. Vor einigen Jahren war ein Versuch gescheitert, die beiden Unternehmen zu fusionieren. Aber aus unserer Sicht war der Weg dieses Mal viel klarer, und die Parteien schienen daraus gelernt zu haben.

Wir haben diese Gelegenheit genutzt, um auch BLV-Aktien unter dem Fusionspreis (Umtauschverhältnis zwischen den Aktien) zu erwerben. Die Zusammenlegung ist inzwischen vollzogen und wir sind glückliche Aktionäre der fusionierten Gruppe (TPFG). Wir sind absolut überzeugt, dass die Fusion sinnvoll ist und dass das Management in der Lage sein wird, Kosten- und Ertragssynergien zu erzielen.

Was unsere Investition in MAB betrifft, so freuen wir uns auch auf das Wachstum des Hypothekengeschäfts durch den Zusammenschluss von TPFG und BLV. Letztere betreibt das größte Beraternetz von MAB. Die Direktorin für Finanzdienstleistungen, die über umfangreiche Erfahrungen bei der Führung des Geschäfts innerhalb der BLV verfügt, ist jetzt Mitglied der Geschäftsleitung. Wir sind zuversichtlich, dass eine weitere Ausdehnung über die Netze von TPFG und BLV erfolgen wird und dass somit alle drei Unternehmen (TPFG, BLV und MAB) davon profitieren werden.

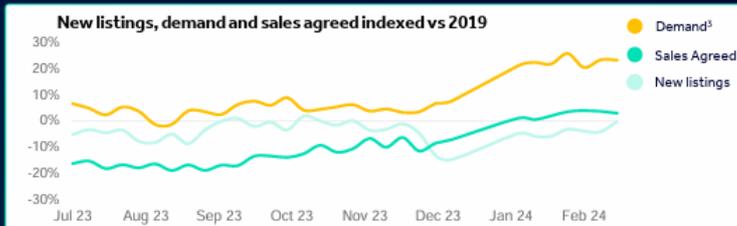
Da es sich um eine Fusion auf Aktienbasis handelte, hat TPFG keine Barmittel zur Finanzierung der Transaktion eingesetzt. Da BLV ebenfalls über eine sehr gesunde Bilanz verfügte, wird das fusionierte Unternehmen am Ende über eine sehr komfortable Bilanzsituation (Nettobarmittel) verfügen und so in der Lage sein, weiterhin überschüssige Barmittel an die Aktionäre zurückzugeben, durch Übernahmen noch stärker zu wachsen und die Franchisenehmer bei der Finanzierung wertsteigernder Übernahmen zu unterstützen.

Eine Normalisierung des Immobilienmarktes dürfte das Wachstum und die Margenausweitung in den kommenden Jahren beschleunigen. Seit den raschen Zinserhöhungen und der [Mini-Haushaltskrise](#) war der britische Immobilienmarkt in den letzten zwei Jahren rückläufig und zeigte erst Anfang 2024 erste Anzeichen einer Erholung, was auch aus der Grafik auf der nächsten Seite hervorgeht.

Nach Angaben von Rightmove hält der Mangel an Wohnraum an. Die Vermieter stehen außerdem vor anhaltenden regulatorischen und finanziellen Herausforderungen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass das Vermietungsgeschäft von TPFG aufgrund von Mietpreissteigerungen von +9% im Jahresvergleich in ganz Großbritannien derzeit Rückenwind von dieser Entwicklung erhält.

## 2023 Sales market saw headwinds vs previous 2 years

Housing Transactions<sup>1</sup> and HPI<sup>2</sup> 2007-2023 (UK)



- Transactions reduced to 1m, down 19% from 2022
- House Price index<sup>4</sup> down 1% vs 2022
- Confidence increasingly returning to market. Deals now 3% above 2019 and 16% above 2023
- Total available listings<sup>5</sup> up 18% YoY
- Leads up 74% Dec-23 to Jan-24; seeing the usual seasonal uplift

15 Source: 1. HMRC 2. Rightmove 3. Demand is number of unique enquiries sent to customers 4. Average asking price 5. Available stock (is number of properties being advertised excluding sales agreed (Sold Subject to Contract))

Quelle: [Rightmove](#), Stand: Februar 2024.

Angesichts der wiederkehrenden, qualitativ hochwertigen und starken Cash-Generierung sind wir überzeugt, dass die Aktien eine sehr gute Chance haben, zu einem (deutlich) höheren Multiplikator zu handeln, sobald der Markt das volle Potenzial der Gruppe erkennt. Diese Annahme wird noch unterstrichen, wenn wir uns andere börsennotierte Franchisegeber-Aktien sowie frühere Transaktionen nicht börsengehandelter Unternehmen, wie z.B. die Übernahme von Engel & Völkers durch Permira, ansehen.

Die Aktie sollte außerdem für institutionelle Anleger zunehmend zugänglicher werden. Bei unserem Erstinvestment in TPFG war sie ziemlich illiquide, und die Liquidität der BLV-Aktien war noch geringer. Jetzt hat die neue Gruppe eine kombinierte Marktkapitalisierung von mehr als 200 Mio. GBP. Wir werden sehen, wie sich die täglich gehandelten Volumina kurz- bis mittelfristig entwickeln werden, aber die ersten Anzeichen sind positiv. Außerdem sind wir zuversichtlich, dass das Management die Story sehr gut an neue und bestehende Investoren vermarkten wird.

Da die Fusion ab März 2024 wirksam wird, werden die Zahlen von TPFG für das Geschäftsjahr 2024 nur 10 Monate von BLV enthalten. Das erste vollständige gemeinsame Jahr wird daher 2025 sein. Wir gehen davon aus, dass bis dahin auch die ersten Synergiepotenziale gehoben werden. Basierend auf 2025 sehen wir die Bewertung (bei 330 Gbp pro Aktie) bei einem EV/EBITDA von unter 8x, einem KGV von ca. 10x sowie einer FCF-Rendite von über 9%.

Neben der neuen Investition in TPFG haben wir eine Position in dem Anbieter von flexiblen Arbeitsplätzen und Büros **IWG plc** (ca. 4,5% des Fonds) aufgebaut, am besten bekannt für seine Marke Regus. IWG verzeichnet ein extrem hohes Wachstum mit dem neuen Asset-Light-Partnermodell, unter dem es für Gewerbeimmobilienbesitzer ein Angebot flexibler Arbeitsplätze aufbaut und managed. Dieses Modell wird in einer zunehmend hybriden Arbeitswelt (mit einem Mix zwischen Homeoffice und Büropräsenz) immer relevanter. IWGs Angebot ermöglicht strauchelnden Gewerbeimmobilienbesitzern zusätzliche Umsätze zu generieren, in einer Zeit, in der der Leerstand historisch hoch ist. Dieser für IWG deutlich attraktivere Umsatzanteil (wiederkehrende Erlöse, höhere Margen, kein Kapitaleinsatz und quasi kein Risiko) sollte in den nächsten Jahren einen erheblichen Beitrag zum EBITDA leisten können. Der Markt hat gerade erst begonnen dieses Potenzial in die Aktien einzupreisen. Wir sehen die Möglichkeit für nachhaltiges, langfristiges, schnelles und hoch profitables Wachstum in einem sehr großen Markt.

Zu den kleineren Neuzugängen im Fonds während des Quartals zählen **Balco AB** (derzeit ca. 0,5% des verwalteten Vermögens), ein schwedischer Micro-Cap, der sich auf den Verkauf von (verglasten) Balkonen in Skandinavien konzentriert, sowie das IT-Engineering-Unternehmen **Nagarro SE** (derzeit ca. 1,0% des

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

Marketing Information.

verwalteten Vermögens). Nagarro wurde im Dezember 2020 aus der Allgeier SE ausgegliedert. Das starke operative Wachstum hat sich im letzten Jahr aufgrund des Marktumfelds verlangsamt und wird sich voraussichtlich erst im Laufe dieses Jahres wieder beschleunigen. Mittel- bis längerfristig haben wir den Eindruck, dass dieses Unternehmen noch viel profitables Wachstum vor sich hat und derzeit zu einer im Vergleich dazu niedrigen Bewertung gehandelt wird.

Wie immer ist das erste Quartal das aktivste Quartal des Jahres, da die Unternehmen ihre Ergebnisse für das Gesamtjahr bekannt geben und Geschäftsberichte veröffentlichen. Darüber hinaus haben wir an mehreren Capital Markets Days teilgenommen, auf denen einige unserer Beteiligungen die Anleger über ihre neuen Strategien und Ziele informiert haben.

Wir sind der Meinung, dass die Berichterstattung insgesamt gemischt ausgefallen ist. Die meisten Unternehmen haben nach den jüngsten inflationären und makroökonomischen Herausforderungen (erste) gute Anzeichen für eine Erholung (beim Umsatz und der Marge) gezeigt, während manche unserer Beteiligungen (wie erwartet) noch etwas Zeit benötigen. In den meisten Fällen, in denen wir erste Anzeichen für eine solide Erholung gesehen haben, haben wir festgestellt, dass die Aktien noch nicht nennenswert zugelegt haben. In einigen Fällen haben wir unserer Ansicht nach irrationale Marktreaktionen beobachtet, bei denen die Aktien nach soliden Ergebnissen und nach (unserer Ansicht nach den Umständen entsprechend) ermutigenden Ausblicken trotzdem gefallen sind. In ausgewählten Fällen haben wir diese Bewegungen genutzt, um unsere Positionen aufzustocken. Nachfolgend kommentieren wir einige der unserer Meinung nach wichtigsten Ergebnisse:

**Sto** hat einen neuen Mittelfrist-Plan veröffentlicht, in dem das Unternehmen (wenig überraschend) seine bestehenden Ziele um zwei Jahre (von 2025 auf 2027) verschoben hat. Dies mag zunächst negativ klingen, kann aber niemanden, der das Unternehmen verfolgt, überraschen. Tatsächlich lag das neu veröffentlichte Umsatzziel für 2025 um 200 Mio. EUR höher als unsere Base Case-Annahme. Das untere Ende der Margenspanne liegt ebenfalls über unserem Base Case. Zusammengefasst liegt die mittlere EBIT-Prognose um mehr als 30% über unserer (zugegebenermaßen vorsichtigen) Base Case-Annahme für 2025. Obwohl es im Baugewerbe noch viele Herausforderungen gibt, impliziert die neue Prognose auch ein recht solides Jahr 2024 (da wir nicht davon ausgehen, dass Sto für 2025 eine sehr hohe Umsatzwachstumsrate annehmen würde). Vor einigen Wochen war uns bereits aufgefallen, dass Rockwool, einer der wesentlichen Konkurrenten, ebenfalls einen sehr soliden und somit ermutigenden Ausblick für das laufende Jahr veröffentlicht hat.

Nach einem anfänglichen Rückgang als Reaktion auf die Nachricht erholte sich die Aktie im Laufe des Tages rasch und stieg sogar über den vorherigen Schlusskurs. Wir sind der Meinung, dass die Veröffentlichung weiterhin solider Zahlen eine große Erleichterung für Investoren sein sollte, die dem Bausektor grundsätzlich immer noch sehr zurückhaltend gegenüberstehen. Die Sto-Aktie wird auf der Grundlage unserer neuen Base-Case-Schätzung (wir sind in unseren Annahmen weiterhin konservativ) mit dem 6-fachen des 2025er EBIT gehandelt bzw. mit weniger als dem 5,5-fachen, wenn man die Mitte der neuen EBIT-Prognose zugrunde legt. Das macht für uns nicht viel Sinn. Ein fairer Preis liegt unserer Meinung nach viel höher, insbesondere auch angesichts des sehr guten Wachstumspotenzials nach 2025. Für diese Zeit erwarten wir ein hohes strukturelles Wachstum aufgrund des erheblichen Renovierungsbedarfs des Wohnungsbestands, der durch einen zunehmenden Regulierungsdruck und hoffentlich auch durch Subventionen unterstützt wird.

**Kamux** hat auf seinem letzten Kapitalmarkttag im März seine neuen strategischen Ambitionen und langfristigen Ziele vorgestellt. In einem traditionell stabilen Markt plant der Omnichannel-Gebrauchtwagenhändler als einer der großen Gewinner der noch hohen Fragmentierung und laufenden Konsolidierung hervorzugehen. Das Unternehmen will die Position als Nummer 1 im Heimatmarkt Finnland verteidigen und die Position und Rentabilität in Schweden und Deutschland durch organisches und möglicherweise anorganisches Wachstum sowie die Einführung standardisierter Prozesse deutlich verbessern. Darüber hinaus prüft Kamux den potenziellen Eintritt in weitere europäische Märkte.

Wir sehen gute Chancen, dass das Unternehmen sein längerfristiges Umsatzziel von 1,5 Mrd. EUR (derzeit ca. 1 Mrd. EUR Umsatz) sowie die adjustierte EBIT-Marge von 4% in nicht allzu ferner Zeit erreichen wird. Dies würde ein EBIT von 60 Mio. EUR gegenüber einem Unternehmenswert von aktuell ca. 240 Mio. EUR bedeuten, d.h. nur 4,0x für ein Unternehmen, das angesichts des riesigen adressierbaren Marktes und der starken Fragmentierung über einen langen Zeitraum hinweg mit zweistelligen Raten profitabel wachsen könnte.

**The GYM Group** hat im Jahr 2023 insgesamt eine ordentliche Leistung erbracht, und die Aktie reagierte positiv auf die Ergebnisse und den Ausblick. Mit der Veröffentlichung hat das (neue) Management ein überzeugendes Strategie-Update und einen ambitionierten mittelfristigen Ausblick gegeben. Bei den vorgeschlagenen

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

Marketing Information.

Schwerpunkten handelt es sich nicht um eine komplette Neuausrichtung, sondern um eine Fortführung und Intensivierung bestehender Maßnahmen, die aus unserer Sicht sinnvoll sind.

Das Tempo des neuen Roll-out-Programms für Fitnessstudios halten wir mit jeweils rund 20 Fitnessstudios in den Jahren 2025 und 2026 für ambitioniert. Vor allem in Anbetracht dieses anvisierten Wachstums-Tempos gefällt uns, dass sich das Management sehr auf sein ROIC-Ziel von 30%+ für die Neueröffnungen zu konzentrieren scheint. Nach unserer Analyse und unseren Gesprächen sind wir heute der Meinung, dass diese Renditen realistisch erreichbar sind.

Auf Basis unserer Annahmen werden die Aktien mit einer zweistelligen adjustierten Free Cash Flow-Rendite (exklusive Investitionen in die Expansion) gehandelt und mit einer noch höheren adjustierten FCF-Rendite, wenn einige ungünstige Energiepreis-Absicherungen (die im vergangenen Jahr zu hohen Preisen getätigt wurden) auslaufen. Nach den schwierigen Jahren, die mit den Covid-Schließungen begonnen haben, können die Anleger nun wieder auf ein erhebliches profitables Wachstum durch die Eröffnung neuer Fitnessstudios blicken sowie mit weiter steigenden Ergebnissen der bestehenden Fitnessstudios rechnen, da sich die Mitgliederzahlen weiter leicht erholen und die Gebühren gleichzeitig stärker als die Inflation zulegen werden. Daher sind wir der Meinung, dass dies für viele Investoren ein sehr interessanter Zeitpunkt ist, um die Aktie erneut zu prüfen.

**Mortgage Advice Bureau** hat Ergebnisse im Rahmen der Markterwartungen für 2023 vorgelegt und einen optimistischen Ausblick für 2024 gegeben. Die Umsätze lagen im Januar und Februar 2024 deutlich über denen des Vorjahres. Wir gehen davon aus, dass 2024 ein solides Jahr für MAB und die Grundlage für eine Rückkehr zu zweistelligen Wachstumsraten darstellen wird. Seit wir unsere Position eröffnet haben, hat die Aktie bereits deutlich zugelegt. Aus heutiger Sicht halten wir sie weder für deutlich über- noch für unterbewertet, sehen aber weiteres Aufwärtspotenzial und die Möglichkeit, über lange Zeit von zweistelligen Wachstumsraten mit hohen Kapitalrenditen zu profitieren.

**SAF-Holland** gewinnt unter CEO Alexander Geis immer mehr an Stärke. Die jüngste Akquisition der schwedischen Haldex-Gruppe scheint ein Erfolg zu sein und trägt wesentlich zum hochprofitablen Aftermarket-Segment bei. Die zugrunde liegende Rentabilität war 2023 stark und das Unternehmen baut seinen Schuldenstand schrittweise ab. Die Aussichten für 2024 sind schwieriger, da in den meisten Märkten mit einem Rückgang der Lkw- und Anhängermärkte zu rechnen ist. Die Aktie notiert derzeit bei über 18 EUR, was einschließlich der erhaltenen Dividenden fast der 6-fache Wert unseres ursprünglichen Kaufpreises von rund 3,50 EUR pro Aktie während des Höhepunkts der Covid-Angst im März 2020 ist. Auch heute sind wir der Meinung, dass die Bewertung immer noch nicht besonders hoch ist. Wir haben aber damit begonnen, unsere Position zu reduzieren, hauptsächlich um die Mittel in vielversprechendere Situationen zu investieren (von denen uns einige an SAF vor vier Jahren erinnern).

**KSB** hat für das Geschäftsjahr 2023 Ergebnisse im Rahmen der Erwartungen geliefert und konnte seine Marktkapitalisierung im Laufe des Jahres über die Marke von 1 Mrd. EUR steigern. Für 2023 liegt der Dividendenvorschlag bei 26,26 EUR je Vorzugsaktie, was einer Dividendenrendite von rund 7% auf unseren durchschnittlichen Einstiegskurs entspricht. Ende 2023 wurden die Vorzugsaktien in den SDAX aufgenommen und das Management hat beschlossen, das Unternehmen in den höchsten Listing-Standard der Frankfurter Börse, den Prime Standard, aufzunehmen. Für uns unterstreicht dies die kontinuierlichen Verbesserungen im operativen Bereich und in der Unternehmensführung, die das Management immer wieder durchführt.

Die Aktien sind immer noch deutlich unterbewertet und werden mit einem starken Abschlag gegenüber den Vergleichsunternehmen gehandelt. Unserer Meinung nach ist einer der Gründe dafür die im Vergleich zu anderen Unternehmen geringe Liquidität. Um dieses Problem zu lösen, sind wir davon überzeugt, dass die beiden Aktiengattungen zu einer zusammengelegt werden sollten. Dies würde nicht nur die Liquidität verbessern, sondern sich auch positiv auf die Corporate Governance auswirken. Es würde außerdem die Möglichkeit bieten, bei Bedarf zusätzliche Mittel auf Bewertungs-Leveln aufzunehmen, die dem zugrunde liegenden Wert besser entsprechen. Schließlich würde dadurch die Gewichtung der Aktie in den Indizes erhöht.

Wir sind der Meinung, dass die Corporate Governance in die richtige Richtung geht, aber es verbleibt noch viel Potenzial. Wir werden auf jeden Fall unser Bestes tun, um mit den zuständigen Personen im Unternehmen in engem Kontakt zu bleiben. Zur Vorbereitung unseres letzten Treffens mit dem Unternehmen haben wir in dieser Hinsicht einige konkrete [Diskussionsmaterialien](#) erstellt. Wir rechnen zwar nicht mit einer Zusammenlegung der Aktienklassen im Jahr 2024, halten aber eine Zusammenlegung im Jahr 2025 nicht für ausgeschlossen. Sollte dies der Fall sein und die Unternehmensleitung ihre ehrgeizigen Ziele weiter umsetzen, hat der Aktienkurs unseres Erachtens noch viel Spielraum.

Andererseits sind wir der Meinung, dass die meisten der sehr offensichtlichen operativen Verbesserungen bereits umgesetzt wurden und zusätzliche Optimierungen nicht mehr so leicht vorhersagbar sind wie zuvor. Außerdem strebt das Management eine größere Übernahme in den USA an, was strategisch sinnvoll sein mag, aber für (Minderheits-)Aktionäre erhebliche Umsetzungs-, Bewertungs- und Verwässerungsrisiken birgt. Wenn wir die Top-Positionen unter Berücksichtigung unserer internen Gewichtungskriterien miteinander vergleichen, stellen wir fest, dass andere Positionen derzeit leicht bessere Profile aufweisen. Daher haben wir nach sorgfältiger Abwägung beschlossen, unsere Position nach einem bisher sehr erfreulichen Kursanstieg von rund 9,5% auf knapp unter 5% zu reduzieren.

Die Ergebnisse von **Origin Enterprises** für das erste Halbjahr (die nicht sehr aussagekräftig sind, da das Unternehmen fast all seine Gewinne im zweiten Halbjahr erzielt) fielen etwas schwächer aus als erwartet. Das Unternehmen hat auch einen Ausblick für das Gesamtjahr gegeben, der leicht unter den Konsenserwartungen lag. Die Jahresergebnisse werden sowohl von den Wetterbedingungen (die in diesem Jahr bisher nicht besonders günstig waren) als auch von dem derzeit sehr stark abwärts gerichteten Preisumfeld (z.B. für Düngemittel) beeinflusst. Beides sind unseres Erachtens verständliche Gründe für die kurzfristig schwächere Entwicklung, so dass uns die etwas schlechteren Aussichten für das laufende Jahr nicht allzu sehr beunruhigen.

Beim aktuellen Aktienkurs liegt das KGV für das Jahr 2024 bei 6,5-7x (basierend auf dem prognostizierten Gewinn je Aktie von 44c bis 49c). Das Unternehmen ist zwar netto verschuldet, aber auch unter Berücksichtigung dessen ist dies eine äußerst attraktive Bewertung für ein sehr stabiles Geschäftsmodell, das einige sehr interessante Entwicklungen durchläuft und von sehr fähigen und disziplinierten Kapitalallokatoren geführt wird. Wir haben den Case in unserem [LtP #18](#) bereits ausführlicher beschrieben. Wir halten die Bewertung für besonders attraktiv, da dieses Ergebnis in einem schwachen Jahr mit unvorteilhaften externen Effekten erzielt werden würde (d.h. die Aktien würden auf der Grundlage eines normalisierten Jahres noch niedriger handeln).

Das Management sieht das genauso und verwendet einen erheblichen Teil des Cashflows für Dividenden und Aktienrückkäufe. Neben der Ausschüttung erheblicher Dividenden (fast 14% der aktuellen Marktkapitalisierung wurden in den letzten drei Jahren ausgezahlt) und bedeutenden M&A-Aktivitäten hat das Unternehmen in den letzten drei Jahren zusätzlich fast 20% seiner Aktien zurückgekauft. Auch das Management hat zuletzt eigenes Geld in die Hand genommen und nach der Veröffentlichung der jüngsten Ergebnisse Aktien gekauft.

**Italian Wine Brands**, der inzwischen größte unabhängige italienische Weinproduzent, hat einen starken Cash-Flow gezeigt und im letzten Jahr erfolgreich gegen die Inflation angekämpft und die Marge wieder auf ein zweistelliges Niveau bringen können. Das Unternehmen war in der Lage, seinen Schuldenabbau nach den jüngsten Übernahmen fortzusetzen. Wir freuen uns über die Ergebnisse, nachdem das Unternehmen unter vielerlei inflationärer Herausforderungen und Engpässen gelitten hatte (Lohnpreissteigerungen, Materialknappheit und -preissteigerungen (z.B. bei Glasflaschen)), während Wein gleichzeitig eine Kategorie war, in der es im Verkauf keine großen Preissteigerungen gab. Unserer Ansicht nach werden die Aktien mit einem sehr deutlichen Abschlag zum fairen Wert gehandelt. Daher haben wir die Position aufgestockt.

Wir haben die neuen Investitionen und Abflüsse aus dem Fonds durch den Ausstieg aus Akwel, Koenig & Bauer, Guillemot und HelloFresh finanziert. Aufgrund der anhaltenden Konsolidierung im OEM-Bereich hat der Automobilzulieferer Akwel eine zunehmende Kundenkonzentration erfahren. Wir gehen davon aus, dass dies einer der Hauptgründe dafür ist, dass das Unternehmen Schwierigkeiten hat, seine Margen und damit seine längerfristige Rentabilität wiederherzustellen. Darüber hinaus haben wir eine Verschlechterung der Corporate Governance festgestellt, da das (teilweise neue) Management immer weniger bereit ist, mit externen Investoren zu sprechen. Da wir anfangs die Hoffnung hatten, dass Koenig & Bauer den Turnaround schneller schaffen könnte, waren wir von den jüngsten Ergebnissen enttäuscht. Wir sind vorerst weitergezogen und haben unsere Mittel auf vielversprechendere Möglichkeiten verteilt. Im Gegensatz zu unserer anfänglichen These steht Guillemot im immer stärkeren Wettbewerb mit mehreren neuen Marktteilnehmern. Als Unternehmen des mittleren Preissegments sind wir uns nicht sicher, wie sich dies langfristig für das Unternehmen auswirken wird. Schließlich haben wir unsere verbleibende Position in HelloFresh vor der Bekanntgabe der jüngsten Ergebnisse veräußert, da wir aufgrund der sich ständig verschlechternden operativen Leistung immer weniger von der Fähigkeit des Unternehmens überzeugt sind, in Zukunft wesentliche Gewinne zu erzielen.

Wie bereits erwähnt, gehen wir davon aus, dass dieser ungewöhnlich hohe Umschlag bei den Portfoliounternehmen wieder zurückgehen wird, sobald es weniger Verwerfungen in unserem Universum gibt. Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass dies ein guter Zeitpunkt ist, um Anteile an unserem Fonds zu halten und/oder zu kaufen, auch in der aktuellen Underperformance-Phase. Aus unserer Sicht haben viele Small und Micro Caps im aktuellen Marktumfeld die Chance auf eine starke Aufholjagd. Es gibt sehr gute Gründe, warum

**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.

das Segment in Erholungsphasen besser abschneidet: 1. Höheres Wachstumspotenzial, 2. stärkere Möglichkeit zur Steigerung der Margen und 3. erhebliches Potenzial zur Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren. Wir sind allerdings auch der Meinung, dass das Timing eines Kaufs eine Herausforderung bleibt, und sind gerne bereit, diesen relevanten Aspekt mit Ihnen zu diskutieren.

Langfristig gesehen sind wir weiterhin von unserem differenzierten Ansatz überzeugt, der durch unseren kontinuierlichen Lernprozess und die jüngsten Prozessverbesserungen gestärkt wird.

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 31.03.2024

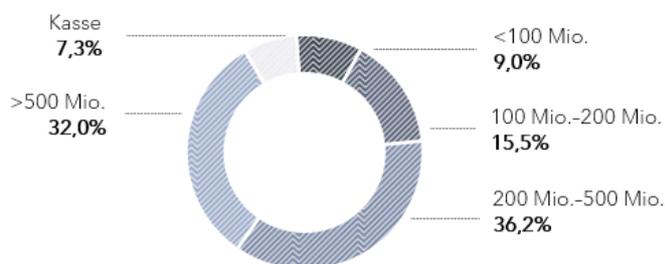
### Top 10 Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

1	Sto	7,8%	6	SAF-Holland	4,9%
2	Kamux	7,5%	7	KSB	4,8%
3	The Gym Group	7,5%	8	Anima	4,8%
4	Mortgage Advice Bureau	7,2%	9	Petershill Partners	4,7%
5	Property Franchise Group	5,4%	10	IWG	4,5%

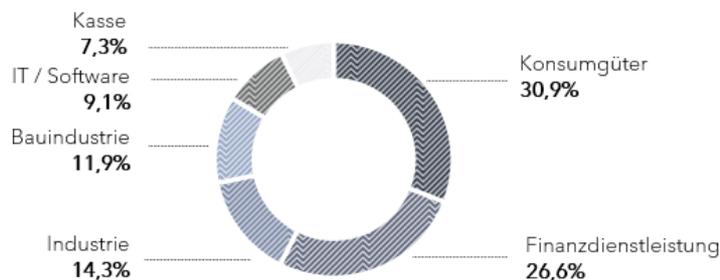
Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

### Allokation:

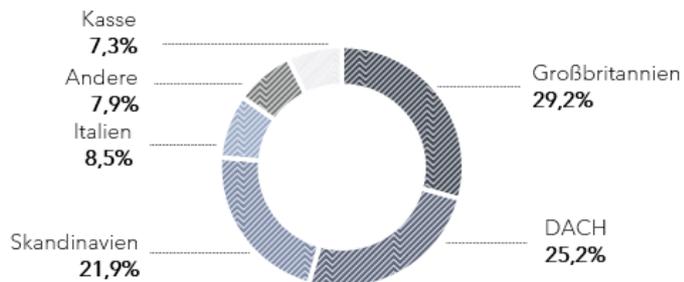
#### ALLOKATION NACH STREUBESITZ-MARKTKAPITALISIERUNG (EUR)



#### ALLOKATION NACH BRANCHEN



#### ALLOKATION NACH AUFLAGELAND



Quelle: Gehlen Bräutigam Capital; HANSAINVEST.

**GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL GMBH.** HERDERSTRASSE 28. 12163 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/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: 05.04.2024

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.