



Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Herderstraße 28  
12163 Berlin

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

## Letter to Partners #25

**Q3 2024** (01.07.2024 - 30.09.2024)

13. Oktober 2024

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

im dritten Quartal 2024 hat unser Fonds eine **Rendite von +1,29%** erzielt. Das Fondsvolumen steht zum Quartalsende bei EUR 14,2 Mio.

EUR 100,00 investiert zum Fondsstart Mitte 2018 haben zum Quartalsende einen Wert von EUR 117,04. Der kumulierte Nettowachst seit Auflage beträgt **+17,04%**, die durchschnittliche jährliche Nettorendite liegt bei **+2,55%** (ggü. +33,12% bzw. +4,68% 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-Q3	+6,02%	+5,43%	+5,79%	+9,10%
<b>Seit Auflage</b>	<b>+17,04%</b>	<b>+11,93%</b>	<b>+15,88%</b>	<b>+33,12%*</b>
<b>Jährliche Entwicklung</b>	<b>+2,55%</b>	<b>+1,88%</b>	<b>+2,60%</b>	<b>+4,68%*</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.

Das dritte Quartal 2024 begann für den Fonds positiv. Gleich zu Beginn erhielt eines unserer Portfolio-unternehmen, die **Stemmer Imaging AG** (Stemmer), ein Übernahmeangebot von einer amerikanischen Private-Equity-Gesellschaft mit einem deutlichen Aufschlag auf unseren Einstiegskurs. Stemmer ist der europaweit führende Distributor für Bildverarbeitungstechnologie, die eine entscheidende Komponente für langfristige Trends wie die industrielle Automatisierung darstellt. In Anbetracht der hohen Wahrscheinlichkeit, dass die Transaktion zustande kommt, haben wir unsere Anteile verkauft und nach einer relativ kurzen Haltedauer eine sehr zufriedenstellende Rendite auf dieses Investment erzielen können.

Private-Equity-Käufer sind selten für ihre Wohltätigkeit bekannt. Wenn sie anfangen, höhere Prämien für Unternehmen zu bieten, ist das ein Zeichen dafür, dass auch sie einen Wert sehen, wo andere ihn (aktuell) nicht suchen. Die jüngst (anekdotisch) stark steigende Anzahl der Übernahmen kleinerer europäischer Unternehmen zeigt uns, dass auch private Finanzinvestoren die teils deutlichen Unterbewertungen einiger europäischer Small-Cap-Unternehmen erkennen und in zunehmendem Maße versuchen, diese für sich zu nutzen.

Ein weiteres Beispiel für diese Situation ist **Crayon Group Holding ASA** (Crayon), ein norwegisches Software- und IT-Dienstleistungsunternehmen, in das wir Anfang des Jahres investiert haben. Damals war die Stimmung gegenüber diesem strukturell soliden Unternehmen übermäßig pessimistisch – wie wir es mögen. Crayon ist einer der weltweit größten Reseller von Microsoft-Produkten und profitiert somit von langfristigen Trends wie Cloud Computing und künstlicher Intelligenz. Dank der sehr engen Beziehung zu Microsoft war Crayon bspw. unter den ersten Anbietern, die ihren Kunden Microsoft Copilot vorgestellt haben.

Seit unserem Einstieg hat Crayon sehr gute operative Fortschritte gezeigt. Das Management hat das Working Capital sowie den Cash Flow verbessert und ist selbst in einem schwierigen makroökonomischen Umfeld weiter dynamisch gewachsen. Im September gab es Gerüchte, dass die amerikanische Private-Equity-Firma Apax Partners und der Schweizer Konkurrent SoftwareOne auf Crayon schauen.

Wir haben das Kapital aus dem Stemmer-Ausstieg verwendet, um in **JOST Werke SE** (JOST), einen Hersteller von On- und Off-Highway-Komponenten, zu reinvestieren. Wir haben das Unternehmen bereits in einer Case Study im LtP #5 vorgestellt. Der Automobilsektor ist aktuell von großer Unsicherheit geprägt. Allerdings hat JOST nicht mit den strukturellen Problemen zu kämpfen, mit denen viele OEMs und Automobilzulieferer konfrontiert sind. Der Markt erlebt aktuell eine Abschwächung. JOST sehen wir unter anderem aufgrund der Fähigkeit, sich in schwierigen Marktphasen sehr gut zu behaupten, einer attraktiven Bewertung und einem soliden langfristigen Wachstumspotenzial als eine attraktive Ergänzung für unser Portfolio.

Neben dem allgemeinen Marktumfeld in unserem Anlageuniversum wurde die Performance im Quartal durch eine negative Überraschung belastet. Die Halbjahresergebnisse von **STO SE & Co. KGaA** (STO), dem Hersteller von Farben und Wärmedämmverbundsystemen für Immobilien, blieben hinter den Erwartungen zurück. Das Management reduzierte seinen Ausblick für das Gesamtjahr deutlich und zog auch die mittelfristige Prognose zurück. Das Ausmaß dieser Kürzungen war für uns unerwartet, zumal Mitbewerber im Vorfeld sehr robuste Ergebnisse gemeldet haben. Nach Gesprächen mit dem Management von STO haben wir die Entscheidung getroffen, unsere Position zunächst zu reduzieren.

Auch bei **Mortgage Advice Bureau (Holdings) plc** (MAB), einem führenden britischen Hypotheken- und Versicherungsmakler, reduzierten sich die Kurse von den jüngsten Höchstständen zunächst deutlich. Die UK-Finanzregulierungsbehörde (FCA) kündigte eine Untersuchung des Teils des britischen Versicherungsmarktes an, in welchem MAB tätig ist. Operativ entwickelt sich das Unternehmen innerhalb unserer Erwartungen. Nach Rücksprache mit dem Management und Branchenexperten gehen wir nicht davon aus, dass die Untersuchung größere Auswirkungen auf MAB haben wird. Daraufhin haben wir die starke Reaktion des Marktes genutzt und unsere Position deutlich aufgestockt. Dies hat sich bis heute bereits ausgezahlt, da sich die Aktien nach Bekanntgabe der jüngsten Quartalsergebnisse stark erholt haben.

**The Property Franchise Group plc** (TPFG), das führende Immobilienmakler-Franchising-Unternehmen in Großbritannien, fällt teilweise auch in den Zuständigkeitsbereich der FCA. Zwar erwirtschaftet TPFG nur etwa ein Drittel des Umsatzes mit Finanzdienstleistungen, diese Aktivitäten erfolgen jedoch hauptsächlich als Vertreter von MAB. Daher erwarten wir auch hier keine nennenswerten Auswirkungen. TPFG lieferte im September starke Quartalsergebnisse und machte gute Fortschritte bei der Integration der kürzlich erworbenen Unternehmen. Wie bei MAB haben wir unsere Position aufgestockt und die Gelegenheit genutzt, weitere Aktien an diesem hervorragenden Unternehmen zu kaufen.

Den mit Abstand höchsten positiven Beitrag zur Quartalsperformance lieferte **The Gym Group plc** (GYM). Obwohl wir Anfang des Jahres bereits mit einer stärkeren Reaktion auf die vorgelegten Updates gerechnet

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

Marketing Information.

hatten, ist es ermutigend zu sehen, dass die Stimmung der Anleger nach Vorlage der Halbjahresergebnisse nun endlich positiver wird. Das neue Managementteam liefert Ergebnisse, die den Erwartungen entsprechen, und es gibt zahlreiche Möglichkeiten, weitere Mittel in die Eröffnung neuer Fitnessstudios zu attraktiven Renditen zu investieren. Das Mitgliederwachstum war positiv, getrieben von der weiteren Erholung von den Tiefstständen nach Covid. Selbst relativ geringe Mitgliederzuwächse verbessern die Rentabilität des Unternehmens erheblich, da den zusätzlichen Einnahmen nur minimale zusätzliche Kosten entgegenstehen.

Diese operativen Verbesserungen legen den Grundstein für eine zunehmend positive mittelfristige Wertentwicklung. Der Gewinn neuer Mitglieder sollte die künftigen Ergebnisse weiter unterstützen. Die volle Auswirkung auf Jahresbasis der aktuellen Mitgliederentwicklungen wird sich im Jahr 2025 zeigen. Gleichzeitig verbessert sich die Kostenseite stetig. Als günstigster Fitnessstudio-Anbieter in Großbritannien bietet GYM den Verbrauchern ein hervorragendes Preis-Leistungs-Verhältnis. Das Unternehmen ist sogar in der Lage, die Preise im derzeit herausfordernden Konsumenten-Umfeld deutlich zu erhöhen. Wir halten an dieser Position fest und erwarten in den kommenden Quartalen weitere positive Nachrichten.

Wir haben unsere Position in **Bijou Brigitte modische Accessoires AG** nochmals überprüft. Seit unserer jüngsten Case Study haben sich mehrere Schlüsselemente unserer These geändert. Die jüngsten Ergebnisse waren schwächer als erwartet, Online-Konkurrenten gewinnen Marktanteile und das Unternehmen hat die Wachstumspläne nicht umsetzen können. Angesichts dieser Änderungen bewerten wir das Risiko-Ertrags-Profil weniger positiv und haben uns entschieden, die Position zu verkaufen. Es ist wichtig, Investitionen regelmäßig neu zu bewerten und diszipliniert zu bleiben, um die langfristige Attraktivität des Portfolios aufrechtzuerhalten.

Kommen wir nun zu einer allgemeineren Frage: Wann wird sich die Unterbewertung des Portfolios vollständig in unseren Ergebnissen niederschlagen? Tatsächlich können wir nie genau sagen, wann der Markt den Wert erkennt. In dieser Unsicherheit liegt oft auch die Opportunität. Kürzlich haben wir von einem Broker gehört, dass das Small-Cap-Segment weitere größere Abflüsse von Versicherungsunternehmen erlebt, die sich nach einem Blick auf die Zugewinne ihrer S&P-500-Bestände dazu entschieden haben, ihr Small-Cap-Engagement weiter zu reduzieren, um nicht gegen ihre insgesamt Aktienquote zu verstoßen. Solche technische Faktoren können die Entwicklung der Preise belasten bzw. eine Erholung weiter verzögern, aber auf lange Sicht wird sich der innere Wert immer durchsetzen.

Es lohnt sich, uns an einen wichtigen Grundsatz zu erinnern: Der Fokus sollte darauf liegen, in „was“ wir investieren, und nicht darauf, „wann“ der Markt uns belohnt. Wir kontrollieren nicht das Timing des Marktes, aber wir können die Qualität der Unternehmen kontrollieren, in welche wir investieren. Indem wir uns mit großartigen Unternehmen und bewährten Managementteams zusammentun, arbeitet die Zeit zu unseren Gunsten und steigert den Wert des Portfolios im Laufe der Jahre. Das Ziel sollte nicht sein, kurzfristigen Gewinnen nachzujagen, sondern möglichst sicherzustellen, dass wir Miteigentümer von Unternehmen sind, die stetig und attraktiv an Wert zulegen.

Wir halten an unserer Strategie fest: Wir sind geduldig, denken wie langfristige Eigentümer und lassen die Unternehmen, die uns gehören, die Arbeit machen. Wir konzentrieren uns weiterhin auf diese Prinzipien und versuchen die Stimmung des Marktes zu ignorieren, auch wenn das in einer solch langen Phase der Underperformance natürlich nicht einfach fällt.

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 30.09.2024

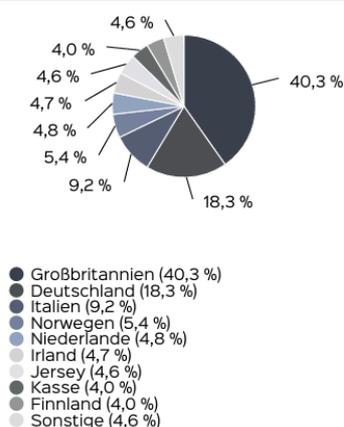
### Top Positionen mit jeweiliger Gewichtung:

THE GYM GROUP LS -,01	9,50 %
THE PROPERTY FRAN. LS-,01	8,99 %
MORTG.AD.BU.(HO) WI LS-10	7,41 %
STO SE+CO.KGAA VZO O.N.	7,27 %
WATCH.O.SWITZ.GR.LS-,0125	5,11 %
KSB SE+CO.KGAA VZO O.N.	4,91 %
ANIMA HOLDING S.P.A.	4,85 %
BASIC-FIT N.V. EO -,06	4,83 %
ORIGIN ENTERPRISES EO-,01	4,73 %

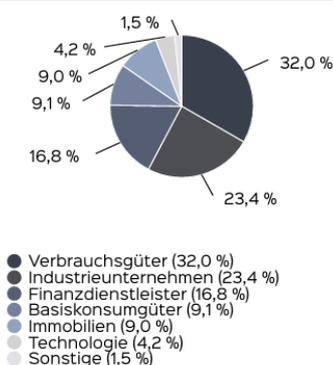
Quelle: HANSAINVEST.

### Allokation:

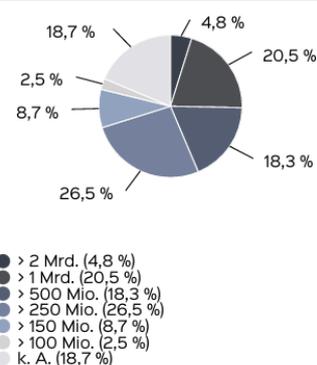
#### Länder



#### Branchen

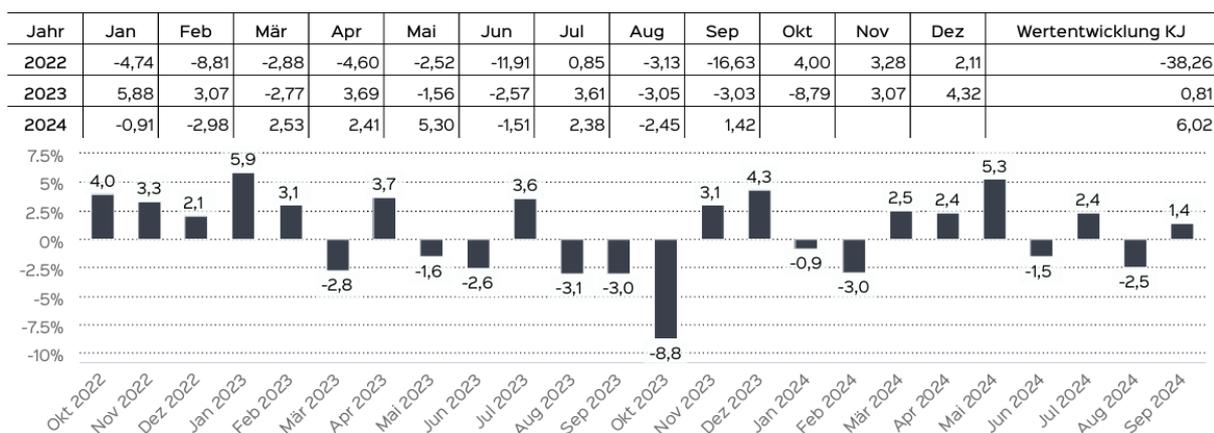


#### Marktkapitalisierung



Quelle: HANSAINVEST.

### Wertentwicklung auf Monatsbasis (alle Angaben in Prozent)



Hinweis: Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.

Quelle: 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: 13.10.2024

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.