

ProfitlichSchmidlin AG

27. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2020 bis 30. September 2020

2. Oktober 2020

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI blieb im dritten Quartal des Jahres 2020 unverändert. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 25,4 %.

Wir erhöhten im dritten Quartal 2020 unsere Aktienpositionen an Femsa und Grenke. Bei unseren langfristigen Unternehmensbeteiligungen setzte sich der hauptsächlich positive Trend an guten Unternehmenszahlen aus dem Vorquartal fort. Auf der Seite der Aktien Sondersituationen beschloss die außerordentliche Hauptversammlung der Stada Arzneimittel einen Squeeze-out. Bei Sondersituationen in Unternehmensanleihen ergaben sich ebenfalls neue Chancen.

Ende des Quartals waren 81,0 % in Aktien, 15,0 % in Anleihen, 0,0 % in Derivaten und 4,0 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	81,0 %	
- Langfristige Unternehmensbeteiligungen	69,5 %	Tucows
- Aktien Sondersituationen	11,5 %	Stada
Anleihe Sondersituationen	15,0 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	0,4 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	5,4 %	ING 2014/und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	9,2 %	RAG 2023
Derivate	0,0 %	
Kasse	4,0 %	

Stand: 30.09.2020; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Um *nachhaltig* erfolgreich wirtschaften zu können, muss es Unternehmen gelingen, mehr als nur die Aktionäre zufriedenzustellen. Idealerweise ist ein Unternehmen ein attraktiver Arbeitgeber, ein zuverlässiger Abnehmer für seine Zulieferer und kann den Kunden durch seine Produkte Wert schaffen. So manch ein opportunistisch und kurzfristig orientierter Investor sieht in der Vereinbarkeit dieser Ziele einen Konflikt. Es mag darum überraschen, wie häufig sich auch unter Aktieninvestoren immer wieder Uneinigkeit über die richtigen Unternehmensentscheidungen herauskristallisiert. Konflikte etwa darüber, wie viel Gewinn ein Unternehmen für zusätzliche Investitionen in organisches Wachstum allokiert oder ob freie Mittel für Dividenden, Aktienrückkäufe, die Reduktion von Schulden oder Übernahmen verwendet werden sollten.

Es stellt sich die Frage, welche Rolle langfristig orientierte Aktionäre in der heutigen von Hochfrequenzhandel und passiven Indexfonds geprägten Zeit noch spielen - oder besser gesagt, spielen sollten. Aus unserer Sicht stellt die Aktionärsstruktur einen der wichtigsten Treiber für langfristig erfolgreiche Unternehmensentscheidungen dar. Aus eben diesem Grund schneiden Unternehmen, die mehrheitlich in Familienbesitz sind oder zumindest über einen Großaktionär verfügen, regelmäßig besser ab als der breite Aktienmarkt.

Langfristig orientierte Investoren bestärken das Management darin, sich nicht von kurzfristigen Erwartungen treiben, sondern Entscheidungen von langfristigen Erfolgsfaktoren leiten zu lassen. Langfristig agierende Großaktionäre können also einen Beitrag dazu leisten, die Spannungen zwischen den verschiedenen Interessensgruppen zu überwinden, und dem Management so „den Rücken freihalten“ - genau dies sollte Verantwortung und Pflicht sein. Wir glauben, dass das Ausüben einer aktiveren Rolle als Aktionär auch einen Werttreiber darstellen kann.

Wir verstehen uns als aktive Aktionäre, die versuchen langfristig orientierte Unternehmensentscheidungen zu fördern - und zwar auch dann, wenn diese durch kurzfristige und spekulative Kräfte ungerechtfertigt unter Druck kommen.

Aktien

Unsere Aktieninvestitionen folgen einem bewertungsorientierten Ansatz. Investitionen unterteilen sich in langfristige Unternehmensbeteiligungen mit hoher Qualität sowie opportunistische Aktien Sondersituationen. Im Bereich der Qualitätsunternehmen beschränken wir uns konsequent auf unseren Kompetenzbereich und identifizieren Unternehmen, die eine Unterbewertung sowie Werttreiber aufweisen. Der Fonds investiert zudem opportunistisch in Sondersituationen, die sich in der Regel durch rechtliche Besonderheiten im Rahmen von Übernahmen und anderen Kapitalmarkttransaktionen ergeben.

Der australische Mobilfunkanbieter **Amaysim** verkündete Ende August den Verkauf der Click Energy-Tochter für 120 Mio. AUD - eine aus unserer Sicht sehr vorteilhafte Bewertung. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens beträgt gegenwärtig etwa 190 Mio AUD. Nach dem Verkauf des Geschäftsbereichs wird das Unternehmen über eine Nettoliquidität in Höhe von etwa 37 % der Marktkapitalisierung verfügen. Amaysim geht nun aus einer Position der Stärke in die Verhandlung um eine Verlängerung der Zusammenarbeit mit dem Netzwerkpartner Optus. Nach dem Verkauf des Energie-Geschäfts ist Amaysim wieder ein reiner Mobilfunkanbieter, was das Unternehmen aus Sicht eines Käufers zu einem attraktiveren Übernahmeziel machen könnte. Die Verhandlungen sollen nach Unternehmensangaben bereits am 30. Juni 2021 abgeschlossen sein und könnten als Werttreiber fungieren.

Familienunternehmen genießen an der Börse einen guten Ruf: Beständigkeit in der Aktionärsstruktur ermöglicht eine gewisse Unabhängigkeit von der Schnellebigkeit der Kapitalmärkte, was sich positiv auf den Zeithorizont von Unternehmensentscheidungen auswirkt. Gelegentlich scheinen Familienunternehmen aber auch in der Vergangenheit zu leben und so das über Jahrzehnte erprobte und erfolgreiche Geschäftsmodell nicht ausreichend zu hinterfragen und weiterzuentwickeln. Daher ist es ist aus unserer Sicht ein besonders positives Zeichen für die Kultur, wenn auch in Familienunternehmen gilt: *Nichts ist so beständig wie der Wandel*. Ein positives Beispiel dafür ist die in Mexiko beheimatete Fomento Económico Mexicano, kurz **Femsa**.

Das familiengeführte Unternehmen veräußerte im Jahr 2010 nach mehr als 120 Jahren Eigentümerschaft, das vormalige Kerngeschäft, seine Brauereiaktivitäten in Lateinamerika an Heineken im Tausch gegen eine Beteiligung am niederländischen Brauereikoncern - eine Transaktion, die sich als geschickte Kapitalallokation herausstellen sollte. Der Schritt vollendet den bemerkenswerten Wandel der Beteiligungsgesellschaft: Zu Beginn der 2000er Jahre begann Femsa in Convenience Stores unter der Marke Oxxo zu investieren, damals mit dem Ziel, die eigene Bierdistribution zum Endkunden abzusichern. Nach dem Verkauf der Bieraktivitäten an Heineken wurde das Wachstum im Convenience Store-Bereich forciert. Heute ist Oxxo mit mehr als 20.000 Filialen mit Abstand der Marktführer im Heimatmarkt. Der Erfolg ist auf mehr als nur Bier und Chips zurückzuführen: In den Oxxo-Filialen können inzwischen mehr als 700 Dienstleistungen abgewickelt werden, wie etwa das Aufladen von Prepaid Handys, Ein- und Auszahlungen auf Bankkonten oder die Bezahlung von Rechnungen. Nur 35 % der Erwachsenenbevölkerung in Mexiko verfügen über ein Bankkonto und noch weniger über Kreditkarten. Oxxo ermöglicht in gewisser Weise den eCommerce in Mexiko, indem beispielsweise Bestellungen auf Amazon via OxxoPay physisch in der Oxxo-Filiale bezahlt werden können und die Bestellung erst auf diese Weise abgeschlossen wird. Für alle diese Dienstleistungen erhebt Oxxo eine Gebühr. In den letzten Jahren baute Oxxo erfolgreich seine Fintech-Aktivitäten aus: Gemeinsam mit einem Bankpartner wurden mehr als 13 Millionen Debit-Karten bei der Kundschaft in Umlauf gebracht. In einem nächsten Schritt ist die Lancierung einer eWallet geplant. Das Unternehmen könnte so durch die Rolle als Mittelsmann in einer von Bargeld dominierten Gesellschaft zu einem der zentralen Anbieter von Zahlungs- und Bankdienstleistungen werden. Der Erfolg zeigt sich auch in den Finanzkennzahlen: Oxxo kommt auf Kapitalrenditen von mehr als 30 % und steigerte den Gewinn zwischen 2006 und 2019 um 18 % pro Jahr. Dieser Bereich ist inzwischen zum operativen Kerngeschäft von Femsa geworden.

Bei langfristigen Unternehmensbeteiligungen in Emerging Markets muss besonders auf die Corporate Governance geachtet werden; unserer Einschätzung zufolge nimmt Femsa in diesem Bereich geradezu eine Vorreiterrolle ein: Die Gründerfamilien halten 39 % der Aktien und 75 % der Stimmrechte, stellen aber keine direkten Mitglieder des Managements. Die stimmrechtlosen Aktien der Minderheitsaktionäre erhalten eine 25 % höhere Dividende und stellen ein separates Board. Der zweitgrößte Aktionär ist das Family Office von Bill Gates mit 8 % der Aktien. Sein Investmentmanager Michael Larson, den wir als einen herausragenden Value Investor erachten, ist seit 2006 im Board von Femsa. Bereits seit dem Jahr 2001 sitzt außerdem Robert Denham im Board. Er ist Partner in der Kanzlei von Charlie Munger und hat für Berkshire Hathaway jede größere Transaktion seit 1974 begleitet.

Aus unserer Sicht ergibt sich eine außergewöhnliche Situation aus einem ausgesprochen attraktiven Kerngeschäft und einer guten Unternehmenskultur, von der wir uns auch in mehreren Treffen vor Ort über die letzten Jahre ein Bild machen konnten. Aufgrund des durch die COVID-19-Krise ausgelösten Kursrückgangs

der Aktie ist die implizite Bewertung des Femsas Kerngeschäfts (nach Abzug der Heineken und Coca-Cola Femsas-Beteiligungen) heute so günstig wie in den letzten 10 Jahren nicht mehr. Wir nutzten dieses Umfeld, um unsere Position aufzubauen.

Ein Leerverkäufer veröffentlichte Mitte September einen umfassenden „Short Report“ zu **Grenke**, in welchem dem Unternehmen schwerwiegende Corporate Governance-Verstöße und Betrug vorgeworfen werden. Unserer Einschätzung zufolge versucht der Bericht gezielt Parallelen zum Wirecard-Fall zu konstruieren, um Investoren zu verunsichern. Leerverkäufer haben in der Theorie ein auf 100 % begrenztes Gewinnpotenzial, während das Verlustpotenzial unbegrenzt ist. Außerdem bezahlen Leerverkäufer oft hohe Leihgebühren, die über die Zeit gegen sie laufen. Es ist daher wenig verwunderlich, dass sich derartige Akteure fragwürdiger Mittel bedienen, um kurzfristig eine möglichst starke Kursreaktion auszulösen. Aus unserer Sicht ist der veröffentlichte Bericht unethisch, da hier ein gesundes Unternehmen im Fahrwasser des Wirecard-Skandals angegriffen wird und zahlreiche falsche oder tendenziöse Aussagen getroffen werden, die einer genaueren Analyse nicht standhalten. In der Krise liegt bekanntlich auch eine Chance, und in der Tat kann auch Grenke Verbesserungen auf Seiten der Transparenz und Corporate Governance umsetzen, um den Anschuldigungen entgegenzutreten. Wir kennen das Unternehmen bereits seit vielen Jahren und haben Vertrauen in die handelnden Personen. Unsere Beteiligung bauten wir aus.

Die außerordentliche Hauptversammlung von **Stada Arzneimittel** beschloss am 24. September 2020 den Squeeze-out der Minderheitsaktionäre zu 98,51 € je Aktie. Wir gehen davon aus, dass die Eintragung des Squeeze-outs in das Handelsregister und die damit verbundene Ausbuchung der Aktien in den nächsten drei bis vier Monaten vollzogen wird. Wir nutzten die außerordentliche Hauptversammlung, um Fragen zu den für die Berechnung der Barabfindung kritischen Bewertungsparametern zu stellen. Aus unserer Sicht sollte das dem Squeeze-out folgende Spruchverfahren ähnlich wie im Fall Linde eine realistische Chance auf eine Erhöhung der Barabfindung bieten. So wurde im Bewertungsgutachten eine Gewinnbasis angesetzt, die unter dem aktuell vom Großaktionär in Präsentationen für die Fremdkapitalgeber geplanten Gewinn für Stada liegt. Auch wurden bei der Ableitung der Beta-Werte aus der Peer Group bezeichnenderweise die Vergleichsunternehmen mit niedrigen Beta-Werten nicht in die Berechnungen miteinbezogen. Beide Effekte führen zu einem niedrigeren Unternehmenswert als aus unserer Sicht angemessen wäre. Die ProfitlichSchmidlin AG plant in diesem Fall wieder als Antragsteller eine Erhöhung der Barabfindung vor Gericht durchzusetzen. Wir bauten unsere Position in Stada-Aktien über die letzten Monate weiter aus.

Anleihen

Unsere Anleiheinvestitionen folgen einer detaillierten Prospektanalyse und konzentrieren sich darauf, komplexe Sondersituationen in verschiedenen Bereichen aufzudecken. Unsere Ideen lassen sich dabei in die Bestandteile „Staats- und staatsgarantierte Anleihen“, „Anleihen von Finanzinstituten“, sowie „Sondersituationen Unternehmensanleihen“ unterteilen. Unsere Anleiheinvestments stellen zumeist keine risikoarme Zugabe zur Aktienkomponente des Portfolios dar und sind auch nicht als Kasse-Ersatz gedacht, sondern folgen einem aktiven und renditeorientierten Ansatz.

Wir nutzten die durch den Short Report ausgelösten Verwerfungen bei Grenke nicht nur dazu, die Aktienposition auszubauen, sondern kauften auch erstmals **Grenke Senior Unsecured Anleihen** mit Laufzeiten zwischen 2022 und 2025 zu Kursen von um 75 %. Bei den kurzlaufenden Papieren entspricht dies einer Rendite bis zur Endfälligkeit von mehr als 15 % pro Jahr. Sämtliche Anleihen handelten vor der Veröffentlichung des Short Reports über pari.

Im 20. Quartalsbericht stellten wir unsere Überlegungen zu **Long-Dated Legacy Tier-1 Anleihen** vor. Diese Nachrangpapiere weisen hohe Kupons auf, verlieren größtenteils Ende 2021 ihre regulatorische Anrechenbarkeit, können aber von den Emittenten regulär erst zum Ende des Jahrzehnts zu pari gekündigt werden. Der einzige Weg für die Emittenten, diese teuren Papiere frühzeitig loszuwerden, ist eine sogenannte Make-Whole-Kündigung, bei der alle ausstehenden Kupons bis zum ersten regulären Kündigungstag bereits heute ausgezahlt werden. Der genaue Mechanismus unterscheidet sich von Prospekt zu Prospekt; in der Regel muss der Rückzahlungsbetrag jedoch mit der aktuellen Rendite langlaufender Staatsanleihen zuzüglich eines Aufschlags abgezinst werden. Durch die fallenden Staatsanleiherenditen steigt entsprechend der Rückzahlungsbetrag, der aktuell regelmäßig über 150 % des Nennwerts liegt. Mit der Royal Bank of Scotland hat im September 2020 nun ein weiterer Emittent eine frühzeitige Rückzahlung mit Aufschlag durchgeführt. Dies stärkt unsere These hinter den von uns gehaltenen Long-Dated Legacy Tier-1 Anleihen der Lloyds, Rabobank und HSBC, die ebenfalls nur über den genannten Make-Whole-Mechanismus frühzeitig abgelöst werden können.

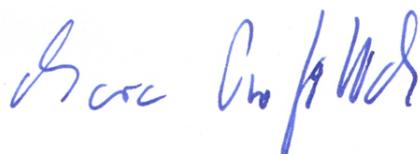
Derivate

Zum 30. September 2020 war der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursrückgängen alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 2,6 Prozentpunkte erhöhen würden. Gleichzeitig ist das Volumen an geschriebenen Call-Optionen auf bestehende Aktienpositionen deutlich gesunken. Auf diese Weise monetarisieren wir die aktuell erhöhte implizite Volatilität und vereinnahmen so hohe Stillhalterprämien.

Nachbesserungsrechte

Durch unsere Investitionen im Segment der Aktien Sondersituationen kommt es bei einigen Titeln zur Zahlung von Ausgleichen und Barabfindungen in Zusammenhang mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen sowie Squeeze-outs. Die Angemessenheit dieser Zahlungen wird im Anschluss in einem Spruchverfahren überprüft. Zum dritten Quartal 2020 liegt das in Zusammenhang mit Squeeze-outs abgefundene Volumen bei 24,7 Mio. €. Die dem Fonds im Zuge von Squeeze-outs zugegangenen Nachbesserungsrechte werden bis zur finalen Entscheidung im Spruchverfahren mit der Differenz des letzten Handelskurses vor dem Squeeze-out und der gebotenen Barabfindung angesetzt. Der Fonds verfügt außerdem über bisher erhaltene Garantiedividenden, deren Betrag in laufenden Spruchverfahren noch nach oben korrigiert werden könnte.

Vielen Dank für Euer Vertrauen,



Marc Profitlich



Nicolas Schmidlin

Kontakt

Vorstand:

Marc Profitlich

Nicolas Schmidlin

E-Mail:

mp@profitlich-schmidlin.de

ns@profitlich-schmidlin.de

ProfitlichSchmidlin AG

Waidmarkt 11

50676 Köln

ProfitlichSchmidlin AG

Disclaimer

Sämtliche in diesem Dokument genannten Renditeangaben beziehen sich auf die institutionelle Anteilsklasse („Anteilsklasse I“) des ProfitlichSchmidlin Fonds UI.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), die „KI“ richtet sich an ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne des § 67 WpHG (natürliche und juristische Personen) mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. 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 oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. 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.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken - z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko - und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt kostenlos bei der zuständigen Verwahrstelle oder bei Universal-Investment, Theodor-Heuss-Allee 70, 60486 Frankfurt am Main, Tel. 069-71043-0, oder unter www.universal-investment.com.

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.

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: 30.06.2019

Herausgeber: ProfitlichSchmidlin AG - Waidmarkt 11, 50676 Köln - handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) 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 § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.