

ProfitlichSchmidlin AG

29. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Januar 2021 bis 31. März 2021

6. April 2021

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im ersten Quartal des Jahres 2021 um 5,3 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 50,2 %.

Im zurückliegenden Quartal berichteten unsere Beteiligungen positive Gesamtjahreszahlen. Unsere Unternehmen blicken optimistisch in das laufende Jahr. Wir nahmen entsprechend nur geringfügige Anpassungen bei unseren langfristigen Unternehmensbeteiligungen vor. Bei den Anleihen nutzten wir die Rotation an den Aktien- und Anleihemärkten, um einige Wandelanleihen von aussichtsreichen Unternehmen nahe am Bondfloor zu erwerben.

Die Allokation stellt sich zum Ende des Quartals wie folgt dar:

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	64,5 %	Tucows
Aktien Sondersituationen	14,2 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	12,0 %	Dammes 2023
Derivate	-0,1 %	
Kasse	9,4 %	

Stand: 31.03.2021; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Im ersten Quartal des neuen Jahres setzte sich die seit November 2020 anhaltende Rotation in den Sektoren am Aktienmarkt fort. Insbesondere zyklischere Unternehmen und Sektoren, die besonders von der Pandemie betroffen waren, profitierten, während defensive Sektoren und Wachstumsunternehmen aufgrund steigender Zinserwartungen unter Druck gerieten. Die Veränderungen im Sentiment der Investoren zeigen, wie wichtig es ist, nicht zu einseitig positioniert zu sein - dies ist uns in den letzten Monaten gelungen. Es zahlt sich weiterhin aus, unabhängig vom Industriezweig in diejenigen Unternehmen zu investieren, die das aktuelle, von Unsicherheiten geprägte Umfeld aufgrund ihrer Unternehmenskultur und einer sauberen Bilanz für sich nutzen können und so gestärkt aus dieser Zeit hervorgehen werden - auf diese Unternehmen konzentrieren wir uns. Die bisher verkündeten Zahlen unserer langfristigen Unternehmensbeteiligungen für das letzte Quartal und das Gesamtjahr 2020 stimmen uns zuversichtlich, dass unsere Beteiligungen gestärkt aus dem gegenwärtigen Umfeld hervorgehen werden.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Unsere langfristigen Unternehmensbeteiligungen folgen einem bewertungsorientierten Ansatz. Investitionen erfolgen in Unternehmen mit hoher Qualität, wir beschränken uns konsequent auf unseren Kompetenzbereich und identifizieren Unternehmen, die eine Unterbewertung sowie Werttreiber aufweisen.

Im Rahmen unseres jährlichen Besuchs der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in Omaha, Nebraska, nutzen wir in der Regel die Gelegenheit, um mit einer Gruppe befreundeter Investoren Unternehmen in Nordamerika zu besuchen - sofern uns keine Pandemie dazwischenkommt. So auch im Jahr 2019, als wir in Miami das Management von Watsco, dem größten US-Distributor von Klimaanlageanlagen, trafen. Das Geschäftsmodell und die ungewöhnliche Kultur von Watsco beeindruckten uns: Das Unternehmen ist sehr dezentral geführt und verfügt über ausgesprochen zufriedene und loyale Mitarbeiter. Dies ist unter anderem auf das sehr langfristig orientierte Anreizsystem des Unternehmens zurückzuführen. Es sieht vor, dass die variable Komponente der Vergütung in Aktien des Unternehmens investiert und nur dann ausgezahlt wird, wenn der Mitarbeiter bis zum 65. Lebensjahr bei Watsco bleibt (uns ist nur eine Handvoll Unternehmen mit einem ähnlich langfristigen Beteiligungsprogramm für die Mitarbeiter bekannt). Auf die Frage, welche vergleichbaren Unternehmen wir in Europa treffen könnten, sprach das Management von Watsco sehr positiv über den schwedischen Distributor **Beijer Ref**. Wenige Monate später führte uns dieses Gespräch also zu einem Unternehmensbesuch nach Malmö, wo wir am Hauptsitz erstmals den langjährigen CEO Per Bertland trafen. Wobei der Begriff „Hauptsitz“ hier eigentlich irreführend ist: Das Unternehmen wird ähnlich dezentral geführt wie Watsco, und obwohl Beijer Ref inzwischen der größte europäische Distributor für kommerzielle Kältesysteme und Klimaanlageanlagen ist, sind am Unternehmenssitz nur knapp 20 Mitarbeiter beschäftigt. Die operativen Geschäfte liegen maßgeblich in der Hand der Mitarbeiter vor Ort, die somit selbstständig und unternehmerisch handeln können. Unter der Führung von Per Bertland hat das Unternehmen über die letzten 20 Jahre eine beeindruckende Marktposition aufgebaut und agiert inzwischen in den meisten europäischen Ländern, Südafrika und Australien als exklusiver Distributor für die größten Markenhersteller von Kältesystemen und Klimaanlageanlagen. Beide Geschäftsbereiche dürften langfristig Rückenwind genießen: Kommerzielle Kälteanlagen, wie sie hauptsächlich bei Supermärkten, Tankstellen und Restaurants zum Einsatz kommen, verwenden fluorierte Gase als Kühlmittel, von denen Jahr für Jahr ein Teil in die Umwelt entweicht. Da diese Kühlmittel extrem klimaschädlich sind (eine Volumeneinheit F-Gas verfügt über die 2.500-fache Treibhauswirkung im Vergleich zu CO₂), hat die Europäische Union einen phasenweisen Ausstieg aus dieser Technologie bis 2030 beschlossen. Bis dahin muss der überwiegende Teil der kommerziellen Kälteanlagen entweder modernisiert oder komplett ausgetauscht werden, was einen langfristigen, strukturellen Wachstumstreiber und somit eine enorme Marktchance für Beijer Ref darstellt. Unmittelbar nach Einführung der EU-Verordnung im Jahr 2015 waren jedoch viele Hersteller noch nicht auf die neuen Regelungen eingestellt, wodurch eine hohe Nachfrage auf ein wenig passendes Angebot für klimafreundliche Kühlmittel und -systeme traf. Beijer Ref ergriff daraufhin - ungewöhnlich für einen Distributor - selbst die Initiative und bietet inzwischen eigens entwickelte, klimafreundliche Lösungen an. Neben diesem strukturellen Treiber ist das Kerngeschäft als sehr stabil einzustufen, da rund zwei Drittel des Umsatzes mit Ersatzteilen erwirtschaftet werden: Wenn in einem Supermarkt das Kältesystem ausfällt, muss die Reparatur schnell erfolgen und Beijer Ref verfügt über das engmaschigste Filialnetz zur Ausstattung der Kälteanlagenbauer. Ein ähnliches Wachstumspotenzial zeigt sich im Bereich der Klimaanlageanlagen, hier ist Beijer Ref der exklusive Distributor für führende Hersteller wie Toshiba in Europa. Die zunehmend warmen Sommer und die historisch sehr niedrige Penetration von Klimaanlageanlagen in Europa führen zu einem starken Anstieg der Nachfrage. Durch geschickte Übernahmen und Partnerschaften hat sich das Unternehmen in die ideale Position gebracht, um auch von diesem Trend zu profitieren. Beijer Ref ist es über die letzten 15 Jahre gelungen, satte 85 % seiner operativen Cashflows in Übernahmen und organische Investitionen zu reinvestieren und darauf inkrementelle Kapitalrenditen von über 20 % zu erzielen. Über die letzten zwei Dekaden betrachtet führt dies zur besten Kursentwicklung am schwedischen Aktienmarkt überhaupt. Durch die Marktverwerfungen im Zuge der COVID-19-Krise und den dadurch bedingten Rückgang der Beijer Ref-Aktie konnten wir im März 2020 eine Beteiligung an diesem Qualitätsunternehmen aufbauen.

Der in Nordamerika tätige Distributor für professionellen Handwerkerbedarf **Ferguson** berichtete im März Zahlen für das erste Halbjahr: Das organische Wachstum des Unternehmens beschleunigt sich und gegenüber dem Vorjahr konnte die Profitabilität deutlich gesteigert werden, sodass ein Anstieg des Gewinns in Höhe von 12 % zu Buche steht. Dabei nutzt das Unternehmen das Umfeld und die saubere Bilanz: Im laufenden Geschäftsjahr konnten bereits sechs Akquisitionen verkündet werden. Die Zahlung einer Dividende und auch das Aktienrückkaufprogramm wurden unterdessen wieder aufgenommen. Auch der von uns identifizierte Werttreiber materialisiert sich zunehmend: Seit März ist die Aktie von Ferguson an der Börse in New York gelistet, der vollständige „Umzug“ nach Nordamerika nimmt weiter Form an, was unter Analysten mit mehr Bewusst-

sein für die Qualität des Unternehmens einhergehen sollte. Die Ferguson-Aktie notiert weiterhin mit einem Abschlag zu in den USA gelisteten vergleichbaren Unternehmen.

Aktien Sondersituationen

Investitionen in Aktien Sondersituationen erfolgen opportunistisch und zeichnen sich in der Regel durch rechtliche Besonderheiten im Rahmen von Übernahmen und anderen Kapitalmarkttransaktionen aus. Diese Titel weisen oft Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge oder anstehende Squeeze-outs auf, die das Verlustpotential effektiv begrenzen.

Wir veräußerten unsere Beteiligung an **Amaysim**, nachdem das Übernahmeangebot von Optus erfolgreich war, und schlossen das Investment mit Verlusten ab. Die Ankündigung über den Markteintritt eines vierten Mobilfunkanbieter hatte uns überrascht, einen Preiskampf ausgelöst und so zu Umsatzeinbußen geführt. Die Übernahme des Unternehmens erfolgte schlussendlich zu einem deutlich niedrigeren Preis als wir kalkuliert hatten.

Ende 2014 ging **Rocket Internet** mit großen Aspirationen zu einem Emissionskurs von 42,50 € an die Börse. Trotz einer fundamental betrachtet ordentlichen Entwicklung - etliche der Start-Up-Investitionen zahlten sich über die Jahre aus - profitierten nur wenige Aktionäre: Die Rocket-Aktie notierte im März 2020 bei nur noch 16,55 €, was einen deutlichen Abschlag auf den inneren Wert, in diesem Fall die Summe der Bewertungen der einzelnen Beteiligungen, darstellte. Als Grund für den hohen Abschlag und die damit verbundene schwache Kursentwicklung kann die geringe Transparenz des Unternehmens unter Führung von Oliver Samwer ausgemacht werden. Für außenstehende Beobachter ist es enorm schwierig zu erkennen, wo der innere Wert wirklich liegt. Daneben reifte über die letzten Jahre zunehmend die Furcht, dass nicht alle Handlungen des Managements im Sinne der Minderheitsaktionäre erfolgen. So kam es dann im Spätsommer 2020, wie es kommen musste: Rocket Internet kündigte ein Delisting an und bot dafür nur den gesetzlichen Mindestpreis von 18,57 €, ein Bruchteil des Buchwertes und ungefähr das, was die Beteiligungsgesellschaft bereits an liquiden Mitteln vorhielt. Durch das Delisting ist die Aktie keineswegs nicht mehr handelbar, der Handel geht an der Börse Hamburg im Freiverkehr weiter, dennoch mussten viele institutionelle Investoren die Offerte aus regulatorischen Gründen annehmen. Dadurch ergab sich eine Chance, denn effektiv führte Rocket Internet einen rechtlich zulässigen, aber moralisch fragwürdigen Aktienrückkauf unter dem inneren Wert durch, wodurch sich der faire Wert je Aktie für alle verbleibenden Aktionäre deutlich erhöhte. Da rund 20 % der ausstehenden Aktionäre die Delisting-Offerte annahmen, erhöhte sich der Anteil von Großaktionär Oliver Samwer auf über 60 %. Wir nutzten die Situation, um in dieser Sondersituation eine Position aufzubauen. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die restlichen Minderheitsaktionäre zu ähnlich unlukrativen Konditionen abspesen lassen, denn das Delisting ist inzwischen Gegenstand von Anfechtungsklagen und auch der jüngste Einstieg des Hedgefonds Elliott, der inzwischen über 15 % Anteil am Unternehmen kontrolliert, dürfte die Samwers unter Druck setzen, eine gütliche Einigung herbeizuführen.

Durch Investitionen im Segment der Aktien Sondersituationen kommt es bei einigen Titeln zur Zahlung von Ausgleich und Barabfindungen in Zusammenhang mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen sowie Squeeze-outs. Die Angemessenheit dieser Zahlungen wird im Anschluss in einem Spruchverfahren überprüft. Zum Quartalsstichtag liegt das in Zusammenhang mit Squeeze-outs abgefundene Volumen bei 36,9 Mio. €. Die dem Fonds im Zuge von Squeeze-outs zugegangenen **Nachbesserungsrechte** werden bis zur rechtskräftigen Entscheidung im Spruchverfahren mit der Differenz des letzten Handelskurses vor dem Squeeze-out und der gebotenen Barabfindung angesetzt. Der Fonds verfügt außerdem über Potenzial aus Nachbesserungen aus bereits gezahlten Garantiedividenden, deren Betrag in laufenden Spruchverfahren nach oben korrigiert werden könnte.

Anleihen Sondersituationen

Unsere Anleiheinvestitionen folgen einer detaillierten Prospektanalyse und konzentrieren sich darauf, komplexe Sondersituationen in verschiedenen Bereichen aufzudecken. Die 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.

Als im September 2020 die Anschuldigungen von Leerverkäufern zu einem Kurssturz bei **Grenke** Senior-Anleihen führten, bauten wir dort Positionen auf. In den Folgemonaten erholten sich die Papiere und wir konnten Kursgewinne realisieren. Nachdem die Anleihen des Unternehmens jüngst erneut unter Druck geraten waren, nutzten wir die Verwerfungen abermals, um Anleihen des Anbieters von Leasinglösungen für Mit-

telständler zu erwerben. Wir lösten im Gegenzug unsere Aktienbeteiligung an dem Unternehmen vollständig auf. Das Unternehmen hat unserer Einschätzung zufolge durch die Anschuldigungen und die dadurch ausgelösten, inzwischen über ein halbes Jahr währenden Untersuchungen nachhaltigen Schaden genommen. Die Anleihen hingegen verfügen über ein Renditepotenzial im zweistelligen Prozentbereich, welches sich innerhalb einer Laufzeit von nur ein bis drei Jahren realisieren sollte.

Schon häufiger haben wir in den letzten Jahren **Wandelanleihen** erworben, deren Optionskomponente vom Kapitalmarkt kaum noch ein Wert beigemessen wurde und die dadurch auf einem ähnlichen Renditeniveau notierten wie vergleichbare Anleihen ohne Optionskomponente. Im zurückliegenden Quartal erwarben wir Wandelanleihen, deren Emittenten aufgrund der in der Einführung genannten Sektor-Rotation in den letzten Wochen Kurseinbußen von bis zu einem Drittel erlitten. Die in den Wandelanleihen enthaltenen Optionen sind in der Regel durch Details in den Anleiheprospekten besonders attraktiv. So verfügen viele dieser Prospekte über Klauseln, die im Falle von Kapitalerhöhungen, Übernahmen oder Dividenden für den Anleger vorteilhafte Anpassungen des Wandlungspreises vorsehen. Wir verfügen über eine zunehmend attraktive Liste an derartigen Anleihen Sondersituationen, welche wir bei weiter fallenden Kursen sukzessive zukaufen würden.

Derivate

Zum Quartalsebene verfügte der Fonds über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Aktienquote um 3 Prozentpunkte erhöhen würden. Diese Put-Optionen sind jedoch zum aktuellen Zeitpunkt weit aus dem Geld, wodurch die Prämien zum Großteil eingenommen wurden.

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 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 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.