

ProfitlichSchmidlin AG

34. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. April 2022 bis 30. Juni 2022

4. Juli 2022

Liebe Investoren und Partner,

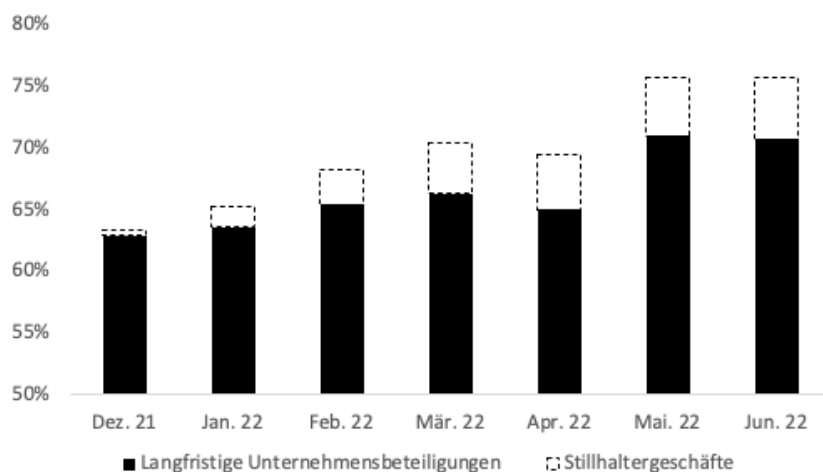
der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI ging im zweiten Quartal des Jahres 2022 um 13,9 % zurück (YTD -18,1 %).

Auf den Einmarsch Russlands in die Ukraine folgte ein deutliches Anziehen der Inflation, die längst nicht mehr nur auf Energiepreise begrenzt ist. Rezessionssorgen machen sich breit - dies zeigt sich auch an den globalen Aktienindizes, die seit Jahresbeginn um 20 % und mehr gefallen sind. Aufgrund der steigenden Zinsen und Ausweitung der Credit-Spreads waren auch die Anleihemärkte kein sicherer Hafen. Diverse Sentiment-Barometer geben die aktuelle Stimmung als „extreme Angst“ wieder - entsprechend nutzten wir die letzten Wochen für Zukäufe.

Diese Zeilen lehnen sich an die Einleitung einer Kolumne¹ von Warren Buffett an, welche am 15. Oktober 2008, also zum Hochpunkt der Finanzkrise, in der New York Times erschien:

„The financial world is a mess, both in the United States and abroad. Its problems, moreover, have been leaking into the general economy, and the leaks are now turning into a gusher. In the near term, unemployment will rise, business activity will falter and headlines will continue to be scary. So ... I've been buying American stocks.“

Wir nehmen bei vielen qualitativ hochwertigen Unternehmen nun *sehr* attraktive Bewertungen wahr. Dies sind Unternehmen, die wir seit vielen Jahren auf unserer Watchlist haben und eng verfolgen, deren Bewertungen uns aber lange keine ausreichende Sicherheitsmarge geboten hatten. Viele Aktien sind in den letzten Monaten undifferenziert gefallen und reagierten selbst auf positive Fundamentaldaten kaum noch. So bauten wir neue Beteiligungen an Sika, EQS Group und MercadoLibre auf. Daneben tätigten wir Nachkäufe bei Bestandspositionen, insbesondere bei Titeln, die nicht negativ von der steigenden Inflation betroffen sind oder gar von dieser profitieren dürften. In Summe erhöhten wir die Quote an langfristigen Unternehmensbeteiligungen im Portfolio antizyklisch seit Jahresanfang von 63 % auf 71 %.



Diese Aufstockungen qualitativ hochwertiger Unternehmen finanzierten wir mit bestehenden liquiden Mitteln sowie durch die Annahme von Abfindungs- und Übernahmeangeboten bei Aktien Sondersituationen. Innerhalb der Anleihen Sondersituationen nahmen wir umfangreiche Umschichtungen von niedrig rentierlichen Anleihen in Titel mit einer deutlich höheren erwarteten Rendite und relativ kurzen Restlaufzeiten vor.

¹www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	70,7 %	Ferguson
Aktien Sondersituationen	15,4 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	12,9 %	Tele Columbus 2025
Derivate	-0,4 %	
Kasse	1,4 %	

Stand: 30.06.2022; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Am Tag der Veröffentlichung des erwähnten New York Times-Artikels Ende 2008 war der US-Leitindex S&P 500 bereits 39 % von seinem Hoch gefallen. Der Tiefpunkt folgte erst sechs Monate später am 9. März 2009. Buffett schreibt weiter:

„Today people who hold cash equivalents feel comfortable. They shouldn't. They have opted for a terrible long-term asset [...]. Equities will almost certainly outperform cash over the next decade, probably by a substantial degree.“

Diese Passage scheint angesichts der gegenwärtigen Inflationszahlen wie für die heutige Zeit geschrieben. Falls die Inflation dauerhaft auf einem hohen Niveau verweilt, werden Aktien einen besseren Inflationsschutz bieten als andere Anlageklassen. Kasse dagegen ist in den letzten Monaten zusehends unattraktiv geworden, angesichts der Bewertungen an den Aktien- und Anleihenmärkten und angesichts der Alternative, über die Inflation einen sicheren Kaufkraftverlust zu erleiden.

Wir konzentrieren uns im gegenwärtigen Umfeld auf die Fundamentalzahlen und Unternehmensbewertungen. Zukäufe erfolgen selten genau am Tiefpunkt, was kurzfristig auf der Performance lasten kann, aber wenn die gegenwärtigen Sorgen an den Märkten verfliegen sind, wird es für Käufe bereits zu spät sein.²

- **Profiteure von Inflation:** Unserer Einschätzung zufolge zählen bestimmte Distributoren zu dieser Kategorie. Portfoliositionen wie der nordamerikanische Distributor für Handwerkerbedarf Ferguson - unsere größte Beteiligung - oder der schwedische Distributor für kommerzielle Kühlgeräte, Beijer Ref, fungieren als Intermediär zwischen Herstellern und Endabnehmern. Dadurch haben diese Unternehmen kaum mit steigenden Rohstoff- und Energiekosten zu kämpfen. Als Mittelsmänner haben Distributoren aufgrund der Inflation jedoch ein deutliches Wachstum von Umsatz und Bruttoergebnis auszuweisen, was sich positiv auf die Ertragslage auswirkt: Ferguson vermeldete kürzlich ein Umsatzwachstum von 23 % und steigerte das Ergebnis um ein Drittel; Beijer Ref kam zuletzt auf ein Umsatzwachstum von 31 % und steigerte das Ergebnis um 48 %. Die Entwicklung wird auch davon getragen, dass diese Unternehmen derzeit Marktanteil gewinnen können, denn aufgrund ihrer Größe können Ferguson und Beijer Ref ihren Kunden eine bessere Verfügbarkeit von Produkten bieten als kleinere Wettbewerber, womit auch Preissetzungsmacht einhergeht. Beide Unternehmen *profitieren* also von der Inflation und den Lieferschwierigkeiten. Diese Überlegungen sind keine Theorie: Ferguson passte erst im Juni die Gewinnerwartung für das laufende Geschäftsjahr nach oben an - eine positive Reaktion der Aktie blieb aus.
- Die **Digitalisierung** ist noch nicht zu Ende, auch wenn beim Blick auf die Aktienkursentwicklung einiger Technologiewerte dieser Eindruck entstehen kann. Unternehmen wie Microsoft, Alphabet und MercadoLibre werden in den nächsten Jahren zwar weniger stark als während der Pandemiephase wachsen, verfügen jedoch nach wie vor über strukturelle Wachstumstreiber, die sich noch über einen sehr langen Zeitraum entfalten dürften. Die Aktienkurse der Unternehmen korrigierten teilweise deutlich, wodurch sich heute bedeutend niedrigere Bewertungen als noch vor wenigen Monaten ergeben.
- Unternehmen wie MTU Aero Engines und Roche haben in den letzten Jahren unter den durch die Pandemie verursachten Kontaktbeschränkungen gelitten. Beide Unternehmen profitieren nun von einer **Stabilisierung des Infektionsgeschehens**. MTU Aero Engines profitiert von der Erholung des weltweiten Fluggastaufkommens. Während bereits annähernd so viele Kurzstreckenflugzeuge abheben wie vor der Pandemie, notiert die MTU-Aktie noch rund 40 % unter dem Vorkrisenniveau. Aber nicht nur Flugreisen,

²Bereits im Juni 2009, also nur neun Monate, nachdem die Kolumne von Buffett veröffentlicht wurde, notierte der S&P 500 auf einem höheren Niveau als im Oktober 2008.

sondern auch medizinische Vorsorgeuntersuchungen wurden in der Pandemie aufgeschoben, Diagnosen blieben aus und nicht sofort notwendige Operationen wurden verschoben. Aus diesem Grund profitiert Roche ebenfalls von der Normalisierung der Pandemielage und dürfte gepaart mit seinem jungen Produktportfolio steigende Gewinne aufweisen können.

- Mit EQS Group, Sika und Beijer Ref sind wir an drei Unternehmen beteiligt, die von der **weiter anziehenden Regulierung** direkt profitieren. Kunden dieser Unternehmen sind durch Regulierung immer häufiger *gezwungen*, deren Produkte zu beziehen: Die Bauchemie-Lösungen von Sika helfen, die CO₂-Belastungen im Bau zu reduzieren. Ähnlich sieht es bei den von Beijer Ref distribuierten modernen Kühlanlagen aus, die nicht mehr auf klimaschädliche Kühlmittel angewiesen sind. Bis 2030 müssen fast alle kommerziellen Kühlgeräte in der Europäischen Union auf diese Lösungen umgerüstet werden, was Beijer Ref als führendem Distributor in dieser Industrie bedeutenden Rückenwind verschaffen dürfte. Das Münchner Unternehmen EQS Group ist einer der größten Anbieter von Regulierungstechnologie in Europa und profitiert so direkt von neuen Vorschriften. Einer EU-Direktive zufolge müssen in diesem Jahr etwa 50.000 Unternehmen ein Hinweisgebersystem (Whistleblowing-System) einführen. In diesem Bereich ist EQS Marktführer, an den Produkten des Unternehmens wird daher kaum ein Weg vorbeiführen.

Auch wenn viele unserer Beteiligungen über starke Werttreiber verfügen, die sich unabhängig von der Wirtschaftslage entfalten sollten, werden die Unternehmen dennoch eine Abschwächung der Konjunktur zu spüren bekommen. Wir denken jedoch, an qualitativ hochwertigen, widerstandsfähigen Unternehmen beteiligt zu sein, die aufgrund ihrer finanziellen Flexibilität und des unternehmerischen Managements auch diese Krise für sich nutzen können. Neben der Qualität der Unternehmen und der Entwicklung der Ertragskraft ist der Preis, den wir für diese Unternehmen bezahlen, die dritte wichtige Dimension. Über einen Mehrjahreshorizont stellen die gegenwärtigen Unternehmensbewertungen im Portfolio aus unserer Sicht ein ausgesprochen attraktives Chance-Risiko-Verhältnis dar.

Anleihen Sondersituationen

Die aktuellen Marktverwerfungen hinterlassen auch an den Anleihemärkten ihre Spuren. Kurzlaufende US-Staatsanleihen hatten den schwächsten Jahresstart seit 1788 und breite Anleiheindizes sind durch die ansteigenden Zinsen und die Ausweitung der Credit-Spreads inzwischen zweistellig im Minus. Die Korrelation von Anleihe- und Aktienmärkten war in den letzten Monaten außergewöhnlich hoch, weshalb Anleihen nicht als stabilisierende Komponente fungieren konnten. Die Folge: Wir machen bei Anleihen Sondersituationen immer häufiger wieder aktienähnliche erwartete Renditen aus. Wir schichteten das zum Jahresbeginn noch eher defensiv aufgestellte Portfolio an Anleihe Sondersituationen in deutlich höher verzinsten Titeln um. Dabei achten wir auf eine kurze Restlaufzeit von aktuell durchschnittlich rund drei Jahren, um eine zu hohe Abhängigkeit von der weiteren Zinsentwicklung zu vermeiden. Einige der Anleihen weisen inzwischen eine jährliche Rendite im zweistelligen Bereich auf. Während wir nicht wissen, wie sich das Zinsniveau weiterentwickeln wird, sind wir zuversichtlich, dass bei Emittenten mit soliden Fundamentaldaten die Credit-Spreads nicht über längere Zeit auf dem aktuell außergewöhnlich hohen Niveau verbleiben werden.

Derivate

Die Volatilität an den Aktienmärkten lässt sich auch über Derivate nutzen. Eine außergewöhnliche Situation könnte aktuell bei BioNTech vorliegen. In einem kürzlich veröffentlichten Blogbeitrag unter dem Titel „Value Investing in Pharma und Biotech - (wie) geht das?“³ sind wir detailliert auf unseren Analyse- und Investitionsansatz im Bereich Pharma- und Biotechunternehmen eingegangen. Das Mainzer Unternehmen BioNTech könnte alle qualitativen Boxen ticken: Ein gründergeführtes Unternehmen mit langfristig ausgerichteter Eigentümerstruktur und eine kommerziell validierte Technologieplattform, die sich als Grundlage für viele weitere Medikamente erweisen könnte. Während wir das *Unternehmen* mögen, hat eine direkte Investition in die *Aktie* einen entscheidenden Nachteil: Das Unternehmen hat zu viel Geld auf dem Konto. Nach unseren Schätzungen dürfte BioNTech durch bereits vertraglich abgesicherte Impfstofflieferungen Ende des Jahres 2022 über eine Nettoliquidität je Aktie von mehr als 110 \$ je Aktie verfügen. Dies entspricht rund 85 % des aktuellen Börsenwertes. Während dies das Risikoprofil reduziert, nimmt es aufgrund des sogenannten „Stub-Effekts“ leider auch jegliche Explosivität aus der Aktie, selbst wenn einige der vielversprechenden Medikamente aus der Pipeline in den nächsten Jahren zugelassen würden.

Dies liegt daran, dass der mögliche Wert neuer Medikamente von der absoluten Größe der liquiden Mittel auf der Bilanz „überschattet“ wird. Selbst wenn ein Medikament mit mehreren Milliarden Gegenwert zugelassen

³www.profitlich-schmidlin.de/value-investing-in-pharma-und-biotech-wie-geht-das

werden würde, hätte dies bei der aktuell hohen vorherrschenden Kasseposition keine wesentliche Erhöhung des Unternehmenswertes zur Folge. Aus diesem Grund wirkt eine Investition in die Aktie für uns trotz der niedrigen Bewertung und der herausragenden qualitativen Merkmale wenig attraktiv. Jedoch weisen Put-Optionen auf die BioNTech-Aktie aktuell sehr hohe implizite Volatilitäten von bis zu 90 % auf. Dies sind Werte, die sonst nur bei sehr spekulativen Aktien zu beobachten sind - und nicht bei Unternehmen, deren Börsenwert fast komplett durch das Bankkonto gedeckt ist. Ein Beispiel: Bei einem aktuellen Aktienkurs von 125 \$ erzielen wir für den Verkauf von Put-Optionen mit einer Fälligkeit im Januar 2023 und einem Strike-Preis von 90 \$ aktuell eine Prämie in Höhe von mehr als 9 \$. Dies bedeutet, dass die Aktie bis Januar 2023 unter 90 \$ fallen müsste, bis der Fonds verpflichtet wäre, diese zu erwerben. Abzüglich der erhaltenen Prämie würde erst ab rund 81 \$ ein Verlust entstehen. Da unserer Schätzung zufolge bis Ende des Jahres rund 110 \$ je Aktie an Nettokasse auflaufen, sind die erzielbaren Prämien beachtlich. Die Absicherung eines Wertverfalls der BioNTech-Aktien über den Kauf von Put-Optionen ist also gegenwärtig ausgesprochen teuer und steht in keinem sinnvollen Verhältnis zu den Fundamentalzahlen - dies nutzen wir mit dieser Strategie aus. Diese Opportunität unterstreicht aus unserer Sicht auch, wie viel Irrationalität aktuell in Teilen des Marktes vorherrscht. Zum Quartalsende verfügte der Fonds über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Aktienquote um etwa 5,0 Prozentpunkte erhöhen würden.

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 hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: www.profitlich-schmidlin.de 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.

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.

Datum: 04.07.2022

Herausgeber: ProfitlichSchmidlin AG, Waidmarkt 11, 50676 Köln 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.