

35. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2022 bis 30. September 2022

4. Oktober 2022

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI ging im dritten Quartal des Jahres 2022 um 3,0 % zurück (YTD -20,6 %).

Die Aktien- und Anleihenmärkte verloren im Quartal angesichts steigender Zinsen deutlich an Wert: Der Rückgang bei 10-jährigen deutschen Staatsanleihen und dem Dax-Index war nahezu identisch. Eine Differenzierung zwischen den Wertpapieren bleibt zusehens aus, kein Segment oder Anlageklasse konnte sich der Entwicklung entziehen. Es ist außerdem auffällig, dass nicht nur, wie zu erwarten, die Aktien besonders konjunktursensibler Titel, sondern auch die von profitablen und nachhaltig wachsenden Qualitätsunternehmen betroffen sind.

Wir nutzen das Umfeld für Aufstockungen bei Qualitätstiteln wie MTU Aero Engines, Sika, Royal Unibrew und MercadoLibre. Finanziert wurden diese Käufe durch die vorhandene Liquidität sowie Gewinnmitnahmen und Anpassungen bei defensiven Werten wie Roche und Regeneron. Auch auf der Anleihe-Seite schichteten wir weiter in hochrentierende Titel solider Emittenten um, nachdem sich die Credit-Spreads im dritten Quartal auf einen neuen Höchstwert der letzten zehn Jahre ausgeweitet haben. Die erwartete Rendite des gesamten Portfolios erhöhte sich entsprechend.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	69,1 %	Ferguson
Aktien Sondersituationen	14,2 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	13,0 %	Tele Columbus 2025
Derivate	-0,4 %	
Kasse	4,1 %	

Stand: 30.09.2022; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Wir fokussieren unseren Investmentprozess auf Faktoren, die sich nicht von Quartal zu Quartal verändern. Steigende Zinsen, die Inflation so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr und ein Krieg in Europa - Gründe für Zurückhaltung an den Kapitalmärkten gibt es nach wie vor viele. Anders als die Verbraucher macht sich der Kapitalmarkt aber offenbar im dritten Quartal des Jahres kaum noch Sorgen über die Inflation: US-amerikanische Staatsanleihen, deren Kupon um die Inflation angepasst wird, preisten Anfang des Jahres 3,2 % Inflation pro Jahr über zwei Jahre ein, wenige Monate später stieg die Inflationserwartung auf 4,9 % pro Jahr, nur um inzwischen mit etwa 2,0 % niedriger zu notieren als zum Jahresbeginn. Eine steigende Inflationserwartung ist im dritten Quartal zügig der Sorge vor einer wirtschaftlichen Abkühlung gewichen. Es ist leicht, in einem solchen Umfeld die Orientierung zu verlieren.

Unsere langfristigen Unternehmensbeteiligungen verfügen über Werttreiber wie Digitalisierung, Regulierung oder nachhaltigkeitsbezogene Treiber, welche die Anfälligkeit der Unternehmen hinsichtlich einer Rezession reduzieren - wenn auch nicht vollständig kompensieren. Bei vielen der langfristigen Unternehmensbeteiligungen muss inzwischen sehr lange zurückgeblickt werden, um ähnlich attraktive Bewertungen wie heute vorzufinden. Angesichts der Qualität der Beteiligungen denken wir, dass sich die Bewertungen insgesamt bereits deutlich stärker reduziert haben, als der zugrundeliegende faire Wert der Unternehmen durch eine mögliche Rezession beeinträchtigt werden würde. Die wichtigste Erkenntnis für uns ist daher: In einigen Jahren müssten unsere Beteiligungen aggregiert deutlich größer und profitabler sein als heute. Gleichzeitig nutzen viele unserer Unternehmen das Umfeld, um eigene Aktien zurückzukaufen, wodurch uns ein größerer Teil am Kuchen verbleiben wird - der Fondsanteilspreis sollte dies langfristig reflektieren.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Ein Blick auf die fundamentale Entwicklung der derzeit am größten gewichteten langfristigen Unternehmensbeteiligungen untermauert die antifragilen Eigenschaften und nachhaltigen Wachstumstreiber der Portfoliounternehmen:

- Der führende Distributor für professionellen Handwerkerbedarf in Nordamerika, **Ferguson**, legte aufgrund seines abweichenden Geschäftsjahres bereits Ende September Volljahreszahlen vor. Der Umsatz stieg im Geschäftsjahr 2022 um 25 % und der Gewinn um 44 %. Noch wichtiger ist der Ausblick: Das Unternehmen erwartet weiteres Wachstum für 2023. Zwar könnte sich das Wachstum aus dem Häusermarkt abschwächen, jedoch wird dies unserer Einschätzung zufolge weitestgehend durch Infrastrukturprojekte aufgefangen. Die Aktie notiert damit auf dem rund 10-fachen des für 2023 erwarteten Gewinns - vergleichbare Distributoren sind in den USA mit ungefähr dem Doppelten bewertet. Diesen Umstand nutzte das Unternehmen glücklicherweise, indem es aktuell rund 10 % der eigenen Aktien am Markt zurückerwirbt und antizyklisch Übernahmen tätigt.
- Die mexikanische Holdinggesellschaft **Femsa** steigerte Umsatz und Gewinn im ersten Halbjahr 2022 jeweils im zweistelligen Prozentbereich. Das erst kürzlich ausgerollte digitale Fintech-Angebot des Unternehmens hat bereits mehr als drei Millionen Nutzer gewonnen, während das neue digitale Loyalitätsprogramm schon auf mehr als 15 Millionen Nutzer kommt. Daneben wird das Wachstum durch die weitere Expansion der Convenience Store-Marke „Oxxo“ in Lateinamerika getrieben. Die antizyklisch durch die COVID-Krise getätigten Investitionen des Unternehmens zahlen sich aus: Für 2023 wird ein Gewinn erwartet, der rund 40 % über dem Vor-COVID-Niveau liegt - derweil notiert die Aktie etwa 30 % tiefer als vor der Pandemie. Das operative Kerngeschäft von Femsa wird somit implizit mit einem einstelligen Gewinnmultiplikator bewertet. Dies entspricht der niedrigsten Bewertung in den letzten 10 Jahren.
- Kunden *„[...] versuchen immer noch die gleichen Probleme zu lösen wie vor dem wirtschaftlichen Abschwung und [Microsoft] hilft dabei“*, verkündete CEO Satya Nadella auf einer Technologiekonferenz vor wenigen Tagen. Bei der Veranstaltung stellte Nadella heraus, dass Digitalisierung und Automatisierung einige der wenigen wirksamen Mittel seien, um Kosten einzusparen und so die Effekte der Inflation abzumindern. **Microsoft** legte durch sein abweichendes Geschäftsjahr bereits Zahlen für das Jahr 2022 vor: Der Umsatz konnte um 18 % und das operative Ergebnis um 19 % gesteigert werden. Währungsbereinigt fiel das Wachstum noch höher aus. Bei der immer bedeutenderen Cloud-Lösung Azure konnte der Umsatz gar um 45 % gesteigert werden und es ist keine nennenswerte Verlangsamung dieses Wachstums erkennbar. Inzwischen notiert die Aktie zum 19-fachen des Gewinns für das nächste Geschäftsjahr, was angesichts der weiter steigenden Cloud-Nachfrage und Preissetzungsmacht des Unternehmens nicht hoch erscheint.
- Der Hersteller von Triebwerkskomponenten **MTU Aero Engines** steigerte den Umsatz im ersten Halbjahr 2022 um 23 % und den Gewinn überproportional um 53 %. Das Unternehmen profitiert weiterhin von der Erholung des weltweiten Luftfahrtaufkommens. Für die Zukunft ist zu erwarten, dass sich MTU besser als der kommerzielle Flugzeugmarkt entwickeln wird, da das Unternehmen auch während der COVID-19-Krise Marktanteile gewinnen konnte. Der aktuelle Gewinntriebender des Unternehmens, das Triebwerk des Typs V2500 (eingesetzt auf dem Airbus A320), weist mehr als 6.000 installierte Einheiten auf. Vom spritsparenden Nachfolgermodell GTF (eingesetzt auf dem Airbus A320neo und Airbus 220) sollen dagegen bis Ende der Dekade bis zu 15.000 Triebwerke im Einsatz sein - eine entsprechend starke langfristige Erhöhung der Ersatzteilerlöse und Gewinne ist zu erwarten. Zum 15-fachen des Nachsteuergewinns und mit einer fast vollständig schuldenfreien Bilanz, erscheint uns dieses Wachstumsprofil in der gegenwärtigen Bewertung nicht reflektiert.
- **Tucows** setzte im zweiten Quartal den Ausbau seines Glasfasernetzwerks in den USA zügig fort: Die Investitionen erhöhten sich um 48 %, während die Anzahl der Kunden um 51 % gesteigert werden konnte. Das Unternehmen vollzog im ersten Halbjahr eine bedeutende Umstrukturierung, indem die drei Segmente Domain, Wavelo und das Glasfasergeschäft Ting Internet nun als eigenständige Tochtergesellschaften fungieren. Dies ermöglicht es den Gesellschaften, sich eigenständig zu finanzieren. Dazu hat Ting Internet im zurückliegenden Quartal eine Vereinbarung mit dem Infrastruktur-Investor Generate Capital getroffen, die in einem ersten Schritt eine Investition in Vorzugsaktien der Glasfaser-Einheit von bis zu 200 Mio. USD vorsieht. Auf dieser Basis aufbauend kann die Einheit nun den Ausbau des Glasfasernetzwerks fortführen, ohne dass sich das Risikoprofil für Tucows-Investoren erhöht. Ein scheinbar wenig beachtetes Detail der Generate Capital-Investition: Implizit wird damit die Ting Internet-Einheit mit 600 Mio. USD bewertet, was aktuell die Bewertung des gesamten Konzerns an der Börse übersteigt.

- Unprofitable Technologie-Unternehmen, deren Wachstum sich im ersten Halbjahr verlangsamte, wurden in diesem Jahr besonders vom Kapitalmarkt abgestraft; so verlor der Goldman Sachs Unprofitable Tech Index dieses Jahr beispielsweise 56 %. Der Aktienkurs von **MercadoLibre** vollzog seit Jahresbeginn eine ähnliche Entwicklung, dabei steigerte das Unternehmen den Umsatz im zweiten Quartal um 57 %. Gleichzeitig wirtschaftet das Unternehmen, anders als einige Wettbewerber, bereits seit vielen Jahren profitabel und erzielte eine operative Marge von rund 10 %. Die Aktie reagierte mit einem Zuwachs im zweistelligen Prozentbereich auf die Quartalszahlen, nur um den Anstieg in kurzer Zeit wieder abzugeben. Der nach wie vor defizitäre Wettbewerber Sea Ltd., der in den letzten Jahren eine aggressive Expansionsstrategie verfolgte, verkündete Anfang September seine Aktivitäten in Chile, Kolumbien und Mexiko vollständig einzustellen und sich nur noch auf Brasilien zu konzentrieren. MercadoLibre dürfte dies in die Karten spielen, die Aktie notiert derweil auf dem niedrigsten Umsatzmultiplikator der letzten zehn Jahre.
- Das Wachstumsprofil des Pharmaunternehmens **Roche** ist durch das breite Portfolio an jungen, patentgeschützten Medikamenten bis in die nächste Dekade abgesichert und dürfte von der makroökonomischen Entwicklung nur wenig abhängig sein. Der aktuelle Wachstumstrend zeigte sich auch im ersten Halbjahr 2022: Der Umsatz konnte um 5 % ausgeweitet werden, was einen Anstieg des Gewinns je Aktie in Höhe von 11 % zur Folge hatte. Im zurückliegenden Monat trafen wir Thomas Schinecker in London, der ab nächstem Jahr das Zepter als Gruppen-CEO übernehmen wird, und gewannen dabei ein außerordentlich positives Bild. Ein nur scheinbar nebensächliches Detail: Mit 47 Jahren hat der Roche Verwaltungsrat erneut einen recht jungen CEO ins Amt berufen. Mit dem noch jungen Kandidaten schafft Roche die Voraussetzung für eine potenziell lange Amtszeit. Wie wir kürzlich in einem Blogbeitrag¹ erläuterten, kann dies angesichts der sehr langen Entwicklungszyklen im Pharma-Sektor einen echten Wettbewerbsvorteil darstellen. Die aktuelle Bewertung zum 14-fachen des Nachsteuergewinns erscheint uns angesichts der qualitativen Merkmale des Unternehmens, wie auch des nachhaltigen Wachstumsprofils, attraktiv.

Aktien Sondersituationen

Der Fonds hält **Nachbesserungsrechte** durch Squeeze-Outs bei **Linde, Stada Arzneimittel** und **Innogy**. In den anhängigen Spruchverfahren wird aktuell eine mögliche Erhöhung der Barabfindung verhandelt. An den drei laufenden Verfahren ist die ProfitlichSchmidlin AG direkt beteiligt. Vom Landgericht Frankfurt (Stada) und Dortmund (Innogy) gibt es Neuigkeiten: So schlug das Landgericht Frankfurt in der ersten mündlichen Verhandlung den Beteiligten einen Vergleich vor, der eine Erhöhung der Barabfindung um mehr als 26 % vorsah. Dieser wurde von der Gegenseite abgelehnt und vom Gericht daher ein unabhängiger Sachverständiger eingesetzt. Wir erachten die vorgeschlagene Erhöhung als eine tendenziell positive Entwicklung. Im Innogy-Spruchverfahren setzte das Landgericht Dortmund den bestellten Bewertungsprüfer aufgrund von Befangenheit ab. Konkret ging es dabei um dessen inkonsistente Auffassung zur korrekten Berechnung des Beta-Faktors, einem der wichtigsten Parameter der Bewertung. Wir sehen diesen ungewöhnlichen Schritt sehr positiv, da die Verwendung eines korrekt berechneten Beta-Wertes im Fall von Innogy zu einer deutlichen Erhöhung der Barabfindung führen könnte. Im Spruchverfahren zum Linde Squeeze-Out fand Covid-19-bedingt noch keine mündliche Verhandlung statt, jedoch gab der Richter der Gegenseite einen umfangreichen Fragenkatalog auf, der die von uns genannten Bewertungsrügen widerspiegelt.

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

Die erwartete Rendite von Anleihen Sondersituationen hat sich deutlich erhöht. Dies ist auf die Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbanken und die Ausweitung der Credit Spreads zurückzuführen. Vor allem letzterer Effekt wirkte sich in den ersten neun Monaten des Jahres deutlich aus. Erwartete Renditen im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich mit guten Emittenten bei nur zwei bis vier Jahren Restlaufzeit sind reichlich zu finden. Diese Renditeerwartung sollte sich jedoch schneller realisieren, sobald sich das Marktumfeld an das neue Zins- und Inflationsumfeld gewöhnt und die Credit Spreads auf ein normalisiertes Niveau zurückgekehrt sind. Dies sollte dazu führen, dass Anleihen in den nächsten 12 bis 18 Monaten, anders als in den letzten neun Monaten, wieder ihren stabilisierenden Charakter entfalten werden.

¹www.profitlich-schmidlin.de/value-investing-in-pharma-und-biotech-wie-geht-das

Wie in allen Teilen des Portfolios suchen wir auch bei Anleihen nach Emittenten, die das aktuelle Umfeld nicht nur überstehen, sondern für sich nutzen können. Im Bereich von High Yield-Emittenten sind in dieser Hinsicht aktuell Unternehmen hervorzuheben, die die gefallenen Anleihekurse für Rückkäufe am Markt nutzen. Das ist nicht nur profitabel für den Emittenten - der Rückkauf von Anleihen unter Pari führt zu Gewinnen - sondern auch ein wertvolles Signal für uns als Anleiheinvestoren. Aktuell führt beispielsweise das nur moderat verschuldete Schweizer Mobilfunkunternehmen Salt (über die Holding **Matterhorn**) Rückkäufe bei seinen 2027 fälligen, vorrangig besicherten Anleihen durch. Bei dem aktuellen Kurs von 88 % und einem Kupon in Höhe von 4 % ergibt sich eine Rendite von rund 7 % pro Jahr bei einem Unternehmen, dessen Geschäftsmodell kaum von den makroökonomischen Unruhen beeinflusst werden dürfte. Ähnlich sieht es bei **Nidda Healthcare**, der Holding-Gesellschaft von Stada Arzneimittel, aus. Das Unternehmen vertreibt OTC-Medikamente und verfügt dadurch ebenfalls über ein stabiles Geschäftsmodell. Im zurückliegenden Quartal begann man, eigene Anleihen am Markt zurückzukaufen. Die besicherten Anleihen mit weniger als zwei Jahren Restlaufzeit kommen aktuell auf mehr als 8 % Rendite pro Jahr - offenbar schätzen der Markt und das Unternehmen selbst die gegenwärtige fundamentale Lage unterschiedlich ein.

Derivate

Zum Quartalsende verfügte der Fonds über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Aktienquote um 6,3 Prozentpunkte erhöhen würden. Diese Put-Optionen sind jedoch zum aktuellen Zeitpunkt nicht im 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



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: 04.10.2022

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.