

36. Quartalsbericht und Jahresbericht 2022

für den Zeitraum vom 1. Oktober 2022 bis 31. Dezember 2022 sowie das Gesamtjahr 2022

9. Januar 2023

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im vierten Quartal des Jahres 2022 um 1,7 % an (2022: -19,3 %).

Auf Basis der in den letzten drei Monaten vorgelegten Zahlen unserer langfristigen Unternehmensbeteiligungen ist keine nennenswerte Verlangsamung der Geschäftsaktivitäten zu verzeichnen. Der Ausblick der Unternehmen auf das Jahr 2023 stimmt bisher optimistisch. Die Kursentwicklungen werden weiterhin von der überlagernden Zinsentwicklung und geopolitischen Ereignissen bestimmt. Auf einem Kapitalmarkttag stellte MTU Aero Engines, die aktuell größten Position im Portfolio, ein jährlich zweistelliges Umsatzwachstum bis 2025 in Aussicht. Nach der Vorlage der Zahlen für das dritte Quartal und einem Treffen mit dem Management vor Ort in Dänemark erhöhten wir die Beteiligung an Royal Unibrew weiter. Auf der Anleihe Seite verkündete Stada Rückkaufangebote für einige der ausstehenden Anleihen, wodurch sich die Sicherheitsmarge der von uns gehaltenen Papiere weiter erhöht.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	72,2 %	MTU Aero Engines
Aktien Sondersituationen	13,0 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	12,8 %	Rolls Royce 2026
Derivate	0,0 %	
Kasse	2,0 %	

Stand: 31.12.2022; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Jahresrückblick 2022 - Performancebeiträge¹

Der ProfitlichSchmidlin Fonds weist seit Auflage einen Wertzuwachs von 39,4 % auf. Im Jahr 2022 ist ein Rückgang um 19,3 % auszuweisen. Seit Auflage beträgt die Rendite 3,8 % p.a.

Jahr	Performance
2014*	+6,0 %
2015	+7,6 %
2016	+3,1 %
2017	+7,9 %
2018	-7,9 %
2019	+11,9 %
2020	+9,0 %
2021	+21,0 %
2022	-19,3 %

Quelle: Universal Investment; *2014 Rumpfbjahr ab 27. Januar 2014

Beide Säulen des Portfolios, langfristige Unternehmensbeteiligungen und Sondersituationen, trugen im Jahr 2022 negativ zur Kursentwicklung bei. Langfristige Unternehmensbeteiligungen gingen um -22 % zurück. Aktien Sondersituationen wiesen einen Verlust von -17 % auf. Aufgrund der gestiegenen Credit Spreads ist auch bei Anleihen Sondersituationen ein Minus von -8 % nach den Kosten der Währungsabsicherung auszuweisen. Die Performance

¹Die Angaben berücksichtigen alle Kosten auf Ebene des Fonds gemäß BVI-Methode. Die frühere Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen. Die Wertbeiträge der Einzeltitel ergeben in Summe die Performance des Fonds. Sämtliche individuelle Wertbeiträge sind vor Verwaltungskosten und nach Fremdwährungseinflüssen.

lässt sich auf die beiden Säulen des Portfolios und die wesentlichen Einzeltitel wie folgt aufteilen:

Bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen trug die Aktie von Tucows mit -432bp (2021: +159bp, 2020: +164bp) am stärksten negativ zum Ergebnis bei. Obwohl sich das operative Geschäft des Unternehmens weitestgehend wie erwartet entwickelte, kam die Aktie des Infrastrukturbetreibers insbesondere aufgrund der Finanzierungssituation unter Druck. Durch Wachstumsinvestitionen hatte sich die Verschuldung zuletzt erhöht, während die Gewinnbasis gleichzeitig durch Anlaufverluste sank. In einem Umfeld stark steigender Zinsen war dies eine besonders unvorteilhafte Situation. Mit -254bp Beitrag ist die inzwischen nicht mehr im Portfolio befindliche Aktie von Naked Wines (2021: +58bp, 2020: +439bp) als zweitschwächster Titel zu nennen. Während der Fonds mit der Aktie über die gesamte Haltedauer einen deutlich positiven Wertbeitrag erzielte, haben wir im Jahr 2022 rückblickend zu langsam auf steigende Kosten der Kundenakquisition und eine undisziplinierte Entwicklung der operativen Aufwendungen reagiert. Weitere Titel mit nennenswertem negativem Beitrag sind Spotify (-176bp), Talgo (-152bp), EQS Group (-138bp) und Ferguson (-129bp). Mit den großen Technologie-Unternehmen Microsoft, Alphabet und Amazon verloren wir insgesamt -464bp. Als größte Gewinner bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen sind MTU Aero Engines (+102bp) und Femsa (+61bp) zu nennen. Acht der dreiundzwanzig im Verlaufe des Jahres gehaltenen Beteiligungen haben einen positiven Wertbeitrag auszuweisen. Unter anderem veräußerten wir unsere Beteiligung an Berkshire Hathaway im Verlaufe des Jahres, um die Erlöse in attraktiver bewertete Titel umzuschichten.

Im Segment der Anleihe Sondersituationen ist der Rückgang nicht auf einzelne Emittenten, sondern auf Kursverluste in der Breite zurückzuführen. Diese wurden durch gestiegene Credit Spreads und in kleinerem Umfang durch das gestiegene Zinsniveau verursacht. Die größten Verlierer waren vorrangig besicherte Anleihen von Tele Columbus mit einer Laufzeit bis 2025 (-37bp) und Nachranganleihen der Deutschen Pfandbriefbank (-35bp). Beide Titel sind weiterhin im Portfolio und weisen heute sehr hohe erwartete Renditen auf. Die größten Gewinner in diesem Segment waren Anleihen der deutschen Beteiligungsgesellschaft MEDIQON (+25bp). Bei Wandelanleihen von Twitter profitierten wir von einer Übernahme Klausel in den Prospektbedingungen.

Aktien Sondersituationen haben im Jahr 2022 in Summe einen negativen Wertbeitrag abgeliefert. Dies ist im Wesentlichen auf die Position Zooplus (-122bp) zurückzuführen. Der Titel verfügt noch nicht über eine effektive Absicherung wie z.B. aus einem Beherrschungsvertrag, sondern wurde in Antizipation eines Squeeze-Outs erworben, nachdem die Großaktionäre sich im Rahmen eines Übernahmeangebots bereits 97 % der Stimmrechte gesichert hatten. Negativ entwickelte sich auch Rocket Internet (-95bp, 2021: +131bp): Der Titel kam aufgrund der niedrigen Liquidität der Aktie und des Marktumfeldes unter Druck, noch zu Beginn des Jahres führte der Großaktionär ein Rückkaufangebot zu einem um 75 % über dem aktuellen Kurs liegenden Niveau durch. Im Bereich der Aktien Sondersituationen war die Aareal Bank (+23bp) der größte positive Titel. Das Unternehmen profitierte von einer laufenden Übernahme.

Mit Derivaten erzielte der Fonds einen positiven Wertbeitrag von +78bp. Dies ist fast ausschließlich auf geschriebene Put-Optionen auf BioNTech-Aktien zurückzuführen. Wie in unserem 34. Quartalsbericht ausgeführt, ermöglichte die sehr hohe implizite Volatilität der Aktie höchst profitable Stillhaltergeschäfte. Der Bezugspreis lag dabei zumeist unterhalb der auf der Bilanz befindlichen Nettokasseposition des Unternehmens. Diesen kuriosen Umstand nutzten wir in größerem Umfang aus.

Währungsveränderungen hatten im Jahr 2022 einen positiven Effekt. Die von uns gehaltenen Anleihen sind zwar - wie auch in den Vorjahren - gegen Währungsrisiken abgesichert, doch konnten einige in US-Dollar notierende Aktienpositionen von der Aufwertung des US-Dollar profitieren.

Einordnung

Mit dem Wertverlust im Jahr 2022 können wir nicht zufrieden sein. Im zurückliegenden Jahr hat der Fonds in etwa die Gewinne aus dem Vorjahr abgegeben. Dafür sind aus unserer Sicht vereinzelte individuelle Fehler und die allgemeine Marktentwicklung verantwortlich. Kaum eine Anlageklasse konnte im Jahr 2022 Gewinne verzeichnen und so mussten auch wir mit unserer für gewöhnlich stabilisierenden Säule aus Aktien und Anleihen Sondersituationen Verluste hinnehmen. Aus unserer Sicht kommt es derzeit in einigen Bereichen zu einer Übertreibung nach unten.

Die Einordnung der Entwicklung erfordert in diesem Jahr eine besonders differenzierte Betrachtung, denn im zurückliegenden Jahr kam eine ganze Liste von für uns nachteilhaften Faktoren an den Kapitalmärkten zusammen: Vordergründig betrachtet verlor der Dax im Jahr 2022 „nur“ -12 % und der S&P 500 -19 %. Der Technologie-Index NASDAQ büßte hingegen mit -33 % deutlich mehr ein und auch Nebenwerte-Indizes gaben in größerem Umfang nach als die großen Benchmark-Indizes (MDax -28 %, Russel 2000 -22 %). Der Fonds investiert seit jeher in Unternehmen aus dem gesamten Spektrum der Marktkapitalisierung, aktuell zwischen 200 Millionen Euro für die kleinste bis 1,8 Billionen Euro für die größte Beteiligung. Diese Ausrichtung war im zurückliegenden Jahr entsprechend nicht von Vorteil. Innerhalb der Sektoren war die Streuung ebenfalls breit: Während Branchen mit tendenziell qualitativ guten Geschäftsmodellen, allen voran Telekommunikation, rund -40 % verloren, legte der

Energie-Sektor um mehr als 50 % zu. Seit Fondsaufgabe war der Fonds mit Ausnahme von Sondersituationen nie an Energie- oder Rohstoffunternehmen beteiligt.

Wir hatten außerdem mit der antizyklischen Erhöhung der Quote langfristiger Unternehmensbeteiligungen bereits in der ersten Jahreshälfte 2022 - und damit rückblickend zu früh - begonnen. Aggregiert betrachtet haben diese Nachkäufe und neue Portfoliopositionen im Jahr 2022 die Verluste somit noch erhöht. Langfristig betrachtet dürften sich diese Käufe jedoch lohnen: Die neu aufgenommenen großen Positionen Royal Unibrew, Sika und MercadoLibre haben von ihrem Hoch in der Spitze -53 %, -49 % und -69 % eingebüßt. Wir konnten diese Positionen also zu deutlich günstigeren Bewertungen aufbauen, als dies noch vor einigen Monaten der Fall gewesen wäre.

Abseits dieser überlagernden Faktoren, denen wir uns zumindest in der kurzen Frist nur schwer entziehen können, müssen wir bei zwei Unternehmensbeteiligungen - Tucows und Naked Wines - jedoch auch Fehler einräumen. Bei beiden Titeln hätten wir die Positionsgrößen früher anpassen müssen, um auf Veränderungen der Fundamentaldaten zu reagieren. Zwar hat die übergeordnete Kapitalmarktentwicklung dieses Jahr den größten Einfluss auf die Performance gehabt - Positionen, die wir als Fehler einstufen, stehen „nur“ für rund ein Viertel des Gesamtrückgangs - doch schmerzen unvorteilhafte Entscheidungen wie diese in einem solchen Jahr besonders und wir ziehen daraus unsere Lehren.

Bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen fällt uns die eigene Bewertung des Ergebnisses für das Jahr 2022 schwer, steht die Kursentwicklung bei den meisten Beteiligungen doch in starkem Gegensatz zur hervorragenden fundamentalen Entwicklung, wie der nächste Abschnitt genauer ausführt. Erst die nächsten Jahre werden uns ein Zeugnis für die Arbeit des Jahres 2022 ausstellen.

Das Segment der Sondersituationen konnte entgegen der Entwicklung der Vorjahre seine stabilisierende Rolle nicht einnehmen, sondern belastete die Anteilspreisentwicklung. Anleihen waren im zurückliegenden Jahr ungewöhnlich hoch mit Aktien korreliert. So weisen Anleihe-Indizes das schwächste Ergebnis seit Jahrzehnten aus: Der breite Bloomberg-Index europäischer Unternehmensanleihen verlor rund 17 % an Wert und somit deutlich mehr als unser Anleiheportfolio. Gegenüber dieser historisch schlechten Entwicklung an den Anleihemärkten haben sich unsere Anleihe Sondersituationen „befriedigend“ geschlagen. Wie in den Vorjahren gab es keine nennenswerten Ausreißer nach unten, und die Zinssensitivität erwies sich, wie beabsichtigt, als gering. Das Portfolio der Aktien Sondersituationen entwickelte sich schwächer als wir es in einem solchen Umfeld erwartet hätten. Dies ist hauptsächlich auf die Position in Zooplus Aktien zurückzuführen. Wir hatten in Antizipation eines Squeeze-Outs zu früh und zu groß bei Zooplus investiert, bevor der Titel über eine wirksame Absicherung nach unten, etwa in Form eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, verfügte.

In der Gesamteinordnung fiel ein grundsätzlich schwereres Jahr an den Kapitalmärkten durch einzelne Fehler, steigende Zinsen und unvorteilhafte Veränderungen im Sentiment an den Märkten schwächer aus, als wir es für ein solches Umfeld erwartet hätten.

Ausblick

- Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Obwohl die fundamentale Entwicklung nahezu aller Portfoliounternehmen unsere Erwartungen erfüllt oder übertroffen haben, steht im vergangenen Jahr unter dem Strich eine negative Kursentwicklung zu Buche - eine breite Schere hat sich aufgetan. Während dies für uns und unsere Anleger in der kurzen Frist frustrierend ist, ergeben sich durch die gefallen Kurse in Kombination mit intakten Investmentthesen ausgesprochen attraktive Bewertungen. Auch wenn das Jahr 2023 eine Vielzahl makroökonomischer Unabwägbarkeiten mit sich bringt, gehen wir davon aus, dass unsere langfristigen Unternehmensbeteiligungen aufgrund ihrer spezifischen Werttreiber im Jahr 2023 wachsende oder zumindest keine nennenswert rückläufigen Gewinne aufweisen werden. Die Werttreiber machen es wahrscheinlich, dass die Beteiligungen ihre Ertragskraft über die nächsten Jahre deutlich steigern werden.

Die operative Entwicklung der Kernpositionen des Portfolios im zurückliegenden Jahr sowie ein Blick auf deren aktuelle Bewertung ist nachfolgend dargestellt:

- Der deutsche Hersteller von Triebwerkskomponenten **MTU Aero Engines** steigerte den Gewinn in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 um rund 45 %. Für 2023 wurde auf dem jüngst durchgeführten Kapitalmarkttag ein Wachstum um mindestens 20 % in Aussicht gestellt und auch in den Jahren 2024 und 2025 wird mit Wachstum gerechnet. Diese Planbarkeit kommt nicht von ungefähr: Die installierte Basis an Triebwerken aus dem Hause MTU wird von heute rund 14.000 auf über 23.000 zum Ende der Dekade steigen. Dies sorgt für eine stetig steigende Nachfrage nach Ersatzteilen und Wartungsdienstleistungen, die darüber hinaus von der weltweiten Erholung des Flugverkehrs weiter beschleunigt wird. Die MTU-Aktie notiert derweil zum 17-fachen des für das nächste Jahr erwarteten Gewinns, was einem Abschlag zur historischen

Bewertung des Unternehmens entspricht.

- **Ferguson** ist der führende Distributor für professionellen Handwerkerbedarf in Nordamerika. Das Unternehmen konnte den Gewinn für das im Juli 2022 endende Geschäftsjahr um 44 % steigern, dies folgt auf ein Gewinnwachstum in Höhe von 33 % im Jahr zuvor. Zwar wird das Jahr 2023 aufgrund der hohen Vergleichsbasis des Vorjahres und der sich abkühlenden Nachfrage aus dem US-Neubaumarkt schwieriger ausfallen, jedoch rechnet das Unternehmen weiterhin mit einem Umsatzwachstum. Die Nachfrage aus großen Infrastrukturprojekten und nicht-zyklischen Instandhaltungsmaßnahmen entwickelt sich unabhängig vom volkswirtschaftlichen Zyklus und wird durch das hohe durchschnittliche Alter der Bausubstanz in Nordamerika getrieben. Dies stellt den langfristigen Wachstumstreiber des Unternehmens dar. Mit einem KGV von 13 ist die Aktie mit einem erheblichen Abschlag zu vergleichbaren Unternehmen bewertet.
- Die Cloud und Produktivitätslösungen von **Microsoft** dürften in den nächsten Jahren angesichts der fortschreitenden Digitalisierung weiteres Wachstum an wiederkehrenden Erträgen erfahren. Das Unternehmen weist ein abweichendes Geschäftsjahr auf und konnte in den ersten drei Monaten des neuen Geschäftsjahres bis Ende September den Umsatz um 11 % und das operative Ergebnis um 6 % ausweiten - die Zahlen wurden dabei von der Aufwertung des US-Dollar belastet. Dieses Wachstum setzt auf sehr erfolgreiche Pandemie-Jahre auf, in denen das Unternehmen den Gewinn je Aktie seit 2019 in etwa verdoppeln konnte. Die Produkte des Unternehmens sind aus der heutigen Lebens- und Arbeitswelt kaum wegzudenken. Wir gehen davon aus, dass Microsoft den Gewinn je Aktie über die nächsten Jahre weiterhin jährlich im hohen einstelligen bis niedrig zweistelligen Prozentbereich steigern wird. Angesichts dieser Kombination aus Stabilität und Wachstum erscheint uns eine Bewertung zum 20-fachen des nächstjährigen Gewinns nicht ambitioniert.
- Die mexikanische Beteiligungsgesellschaft **Femsa** steigerte Umsatz und Ergebnis in den ersten neun Monaten 2022 um 20 % und 15 %, wodurch auch für das Gesamtjahr das Rekordergebnis des Vorjahres deutlich übertroffen werden sollte. Auf der operativen Seite ist vor allem die erfolgreiche Lancierung des Fintech-Angebots „Spin“ und des Loyalitätsprogramms „Premia“ (binnen weniger Monate 4,3 Mio. und 22,3 Mio. Nutzer) hervorzuheben. Beide Initiativen haben das Potenzial, den Konzern in die nächste Wachstumsphase zu befördern. Auch die weitere Expansion der Oxxo-Filialen in Brasilien stellt eine vielversprechende Wachstumsinitiative dar, von der wir uns im Dezember vor Ort in Sao Paulo bei einem Treffen mit dem lokalen Management überzeugen konnten. Das operative Kerngeschäft ist derweil trotz profitablen Wachstums zu einem einstelligen Gewinnmultiplikator bewertet - das Management plant die Diskrepanz zwischen Marktbewertung und innerem Wert im Frühjahr mit einem Maßnahmenpaket zu adressieren.
- Der skandinavische Getränkehersteller **Royal Unibrew** begann im vergangenen Jahr mit der Integration der Hansa Borg-Übernahme in Norwegen, um auch in dieser Region die bewährte Vollsortimenter-Strategie, insbesondere mit einem Ausbau der nicht-alkoholischen Marken des Konzerns, auszurollen. Die daraus entstehenden Synergien sollten als einer der maßgeblichen Umsatz- und Gewinnstreiber über die nächsten Jahre wirken. Im abgelaufenen Jahr war Royal Unibrew deutlich von den stark gestiegenen Beschaffungskosten betroffen, die nur mit Zeitverzug an die Kunden weitergegeben werden konnten. Dennoch erwartet das Unternehmen, für das Jahr 2022 nahezu das operative Ergebnis des Vorjahres zu erzielen. Durch die hohe Preissetzungsmacht in den von einem Duopol mit Carlsberg geprägten Kernmärkten Dänemark, Finnland und Norwegen sollte das Unternehmen die Inflation gut meistern können. Die Aktie notiert derweil auf dem tiefsten Bewertungsniveau der letzten acht Jahre.

Neben Royal Unibrew wurden mit Sika und MercadoLibre zwei weitere neue Titel unter die zehn größten Positionen neu aufgenommen. Alle diese drei neuen großen Positionen verfolgen wir bereits seit vielen Jahren intensiv, und durch die Kursrückgänge im Jahr 2022 ergab sich nun erstmals die Gelegenheit, eine Beteiligung an diesen qualitativ herausragenden Unternehmen mit einer ausreichenden Sicherheitsmarge aufzubauen:

- **Sika** ist ein Schweizer Hersteller innovativer Bauchemikalien und Lösungen zur Reduktion von CO₂ in der Zementherstellung. Das Unternehmen ist in diesem Bereich weltweit mit großem Abstand führend, was sich in einem Umfeld anziehender Umweltschutzregulierung als Wachstumstreiber erweist. Seine Robustheit stellte das Geschäft schon während der Immobilienkrise 2009/10 unter Beweis, als selbst in dieser extremen Phase kein nennenswerter Umsatzrückgang zu verzeichnen war. Dies liegt unter anderem daran, da das Unternehmen 70 % des Umsatzes in entwickelten Märkten im Bereich der Instandhaltung und Renovierung erwirtschaftet. Die Nachfrage ist in diesem Bereich angesichts der maroden Infrastruktur in Nordamerika und Europa groß. Im Jahr 2022 stand bis Ende September ein Umsatzplus von 17 % und ein Anstieg des operativen Ergebnisses in gleicher Höhe zu Buche. Wir beteiligten uns an dem Unternehmen, nachdem die Aktie über 40 % an Wert verloren hatte, zu einer Bewertung von etwa dem 23-fachen Gewinn - im

historischen Vergleich und angesichts der Qualität und der langfristigen Wachstumstreiber eine aus unserer Sicht attraktive Bewertung.

- **MercadoLibre** kann als eine Kombination aus Amazon und PayPal in Lateinamerika bezeichnet werden. Das Unternehmen betreibt den mit Abstand führenden Marktplatz für Onlinehandel und entwickelte aus dieser Marktposition ein ganzes Ökosystem an Technologien für Zahlungs- und Finanzdienstleistungen. Das Unternehmen steigerte den Umsatz in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 um 53 %. Das operative Ergebnis wuchs um 63 %. Diese Zahlen sind umso beeindruckender, wenn man sich vor Augen führt, dass der Umsatz im Vorjahr um 78 % erhöht werden konnte. Sowohl das eCommerce-Geschäft als auch der Fintech-Arm des Unternehmens sind in einer hervorragenden Position, von der noch niedrigen Online-Penetration in Lateinamerika zu profitieren und so Marktanteile zu gewinnen. Dieser Eindruck erhärtete sich bei einem Treffen mit dem Unternehmen und zahlreichen Wettbewerbern in Brasilien im Dezember 2022. Der Aufbau der Position im Verlauf des Jahres 2022 basiert nicht nur auf der Qualität des Unternehmens, sondern auch auf der deutlich rückläufigen Bewertung: Zum Ende des Jahres 2020 war MercadoLibre mit rund 100 Mrd. USD bewertet, dem 4 Mrd. USD Umsatz gegenüberstanden. Heute ist das Unternehmen mit rund 40 Mrd. USD bewertet, dem 10 Mrd. USD Umsatz gegenüberstehen. Der Umsatzmultiplikator von rund 4x liegt also inzwischen mehr als 80 % unter dem von vor zwei Jahren. Angesichts des weiterhin hohen Wachstums wirkt dies attraktiv.

Aus *operativer* Sicht blicken wir bei allen bestehenden Titeln im Bereich der langfristigen Unternehmensbeteiligungen auf ein positives Jahr 2022 zurück. Dadurch liegen die Bewertungen auf einem Niveau, das wir, mit Ausnahme einer kurzen Phase während der COVID-19-Krise, lange nicht gesehen haben. Eine große Beteiligung befindet sich nach Kursverlusten nicht mehr unter den zehn größten Positionen. Dies möchten wir näher erläutern:

- **Tucows** entwickelte sich aus operativer Sicht 2022 im Rahmen unserer Erwartungen: Das etablierte Domaingeschäft wies in den ersten neun Monaten 2022 einen stabilen Umsatz aus, während das Glasfasergeschäft den Umsatz um 82 % steigern konnte. Im zurückliegenden Jahr wurden neue Partnerschaften mit Städten über den Ausbau von Glasfaserinfrastruktur verkündet. Diese umfangreichen Investitionen in den Netzausbau können seit diesem Jahr nicht mehr gänzlich eigenständig finanziert werden. Zwar konnte Mitte 2022 eine wichtige Finanzierungsvereinbarung mit einem Infrastrukturinvestor auf Ebene der Glasfasereinheit abgeschlossen werden, doch steht die Refinanzierung der Bankdarlehen auf Holding-Ebene noch aus. Diese wird nun angesichts gestiegener Zinsen und Risikoaufschläge deutlich teurer. Insgesamt ist die Verschuldung des Unternehmens inzwischen auf einem zu hohen Niveau, um eine ausreichende Flexibilität zu gewährleisten. Zwar ist dies ein direktes Resultat aus (erfreulich) hohen Investitionen in den Glasfaserausbau, jedoch hat das Management zu spät dafür gesorgt, diese Vorhaben langfristig zu finanzieren; auch wir haben zu spät reagiert. (Teil-) Verkäufe einzelner Geschäftseinheiten und Vermögenswerte könnten schnell Abhilfe schaffen. Wir rechnen zeitnah mit Maßnahmen, welche angesichts der positiven zugrundeliegenden Geschäftsentwicklung die Unterbewertung auflösen könnten.

- Anleihe Sondersituationen

Bei den Sondersituationen, welche die stabilisierende Säule des Portfolios bilden, ergibt sich ein differenziertes Bild: Während Anleihe Sondersituationen vor einem Jahr noch vergleichsweise unattraktiv waren, ist dieses Segment durch die gestiegenen Zinsen und die Ausweitung der Credit Spreads im Jahresverlauf erheblich interessanter geworden. Wir reagierten auf dieses Umfeld, indem bestehende, weniger riskante Titel in Anleihen mit deutlich höheren erwarteten Renditen umgeschichtet wurden. Durch diese Rotation veränderten sich fünf der größten zehn Anleihe-Positionen. Wir spekulieren weiterhin nicht auf Zinsveränderungen und konzentrieren uns aus diesem Grund auf Anleihen mit kurzen Restlaufzeiten von zwei bis vier Jahren. Hervorzuheben sind hier beispielsweise tief aus dem Geld notierende Wandelanleihen von Just Eat Takeaway mit einer Laufzeit bis August 2025 und einer Rendite von 7 %. Nachdem der Emittent kürzlich den Verkauf seiner brasilianischen Tochtergesellschaft iFoods für 1,5 Mrd. € vollzogen hat, verfügt das inzwischen profitable Unternehmen über so viel Liquidität, dass bis 2025 hinaus alle fälligen Anleihen bedient werden können. Bei Nidda, der Muttergesellschaft des inzwischen im Besitz von Beteiligungsgesellschaften befindlichen deutschen Generikaherstellers Stada, gab es ebenfalls eine interessante Entwicklung: So vollzog das Unternehmen die frühzeitige Refinanzierung seiner 2024 fälligen Anleihe, wodurch die von uns ebenfalls gehaltene, im Jahr 2025 fällige Anleihe der Nidda BondCo eine strukturelle Verbesserung in ihrer Seniorität erfuhr. Eine besondere Klausel in den Bankdarlehen von Nidda macht außerdem eine frühzeitige Refinanzierung dieser Anleihe wahrscheinlich. Die 2025er Anleihe notiert derweil immer noch mit einer Rendite von 12 %. Beide Beispiele sind repräsentativ für das Rendite und Laufzeitprofil des aktuellen Portfolios an Anleihe Sondersituationen. Die Wahrscheinlichkeit ist daher hoch, dass Anleihen im Jahr 2023 wieder ihre stabilisierende Funktion im Portfolio einnehmen können.

- Aktien Sondersituationen

Aufgrund der gestiegenen Zinsen und des unsicheren Kapitalmarktumfeldes kam es zu einem Rückgang von M&A-Transaktionen. Dadurch entstanden im abgelaufenen Jahr im Bereich der Aktien Sondersituationen nur wenige neue Opportunitäten. Für 2023 ist bei den größer gewichteten Aktien Sondersituationen wie Kabel Deutschland und Osram Licht mit Entscheidungen in den laufenden Spruchverfahren bezüglich der Beherrschungsverträge zu rechnen. Bei Kabel Deutschland hat der Großaktionär Vodafone bereits die für einen Squeeze-Out wichtige 90 %-Schwelle überschritten. Insgesamt könnte es bei vier der sechs gehaltenen Aktien Sondersituationen im Jahr 2023 zu einem Squeeze-Out kommen. Bezüglich der Nachbesserungsrechte aus bereits vollzogenen Squeeze-Outs beginnt Ende März 2023 die erste mündliche Verhandlung im Linde-Spruchverfahren. Auf die bisher positiven ersten Ergebnisse bei den Innogy- und Stada-Spruchverfahren sind wir bereits im letzten Quartalsbericht eingegangen; auch hier ist mit weiteren Entscheidungen im Jahr 2023 zu rechnen. Relativ zu den überaus spannenden Opportunitäten bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen und Anleihe Sondersituationen ist festzuhalten, dass es im Bereich von Aktien Sondersituationen derzeit weniger neue Chancen gibt.

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.

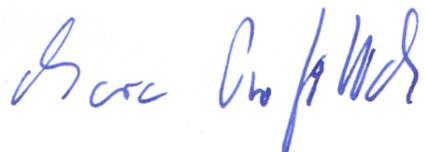
- Derivate

Zum Jahresende verfügte der Fonds über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Aktienquote um 2 Prozentpunkte erhöhen würden. Nach einem ausgesprochen profitablen Jahr 2022, in dem Stillhaltergeschäfte das Portfolio stabilisieren und trotz fallender Kurse einen deutlich positiven Wertbeitrag leisten konnten, befinden sich die noch offenen Positionen auf BioNTech weit aus dem Geld, so dass der Großteil der Prämien aktuell bereits vereinnahmt wurde. Angesichts der immer noch hohen Volatilität an den Märkten gehen wir jedoch davon aus, dass das Jahr 2023 weitere Chancen für profitable Stillhaltergeschäfte bringen wird.

- Ausblick auf Fondsebene

Zusammenfassend sind wir optimistisch: Bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen steht die enttäuschende Kursentwicklung in starkem Kontrast zur Qualität der Beteiligungen und deren positiven fundamentalen Entwicklung im abgelaufenen Jahr. Investitionen zu ansprechenden Bewertungen bei positiven operativen Entwicklungen sollten sich über die Zeit auszahlen. Bei den Anleihen Sondersituationen rechnen wir im Verlaufe der nächsten sechs bis achtzehn Monate mit einer Normalisierung der Credit Spreads. Das Renditeniveau des Anleiheportfolios ist so attraktiv wie seit vielen Jahren nicht mehr. Bei Aktien Sondersituationen zeigt sich aktuell zwar wenig neue Aktivität, doch könnten bei bestehenden Positionen weitere Strukturmaßnahmen anstehen.

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/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 unzureichend 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 hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt kostenfrei: <https://profitlich-schmidlin.de/investmentfonds/> Die Informationen werden Ihnen in deutscher Sprache zur Verfügung gestellt. 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: 09.01.2023

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.

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.