

38. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. April 2023 bis 30. Juni 2023

4. Juli 2023

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im zweiten Quartal des Jahres 2023 um 6,4 % an (YTD: +16,2 %).¹

Im Quartal passten wir aufgrund gestiegener Bewertungen vereinzelt die Gewichtungen bei einigen Beteiligungen, darunter Microsoft und Ferguson, an. Dies erhöhte die Kasse und unsere Flexibilität. Wir nutzten außerdem das hohe Renditeniveau am kurzen Laufzeitende um, die Quote an Anleihe Sondersituationen weiter auszubauen.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	65,8 %	Femsa
Aktien Sondersituationen	10,4 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	17,4 %	Zalando 2025
Derivate	0,0 %	
Kasse	6,4 %	

Stand: 30.06.2023; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Angesichts anhaltender geopolitischer und volkswirtschaftlicher Risiken und der Erholung an den Aktienmärkten in der ersten Jahreshälfte 2023 stellt sich die Frage nach dem aktuellen Bewertungsniveau. Quo vadis?

Grundsätzlich reflektieren die Aktienindizes nur zu einem gewissen Grad die Breite der Aktienmärkte: So ist der Anstieg des S&P 500 in diesem Jahr im Wesentlichen auf nur fünf Titel zurückzuführen. Die Entwicklung der Indizes ist daher nur bedingt repräsentativ und die Schnittmenge unserer langfristigen Unternehmensbeteiligungen mit den Indizes nach wie vor gering. Trotz Kursanstiegen bei nahezu allen Beteiligungen im Fonds notierten die zehn größten langfristigen Unternehmensbeteiligungen im Portfolio immer noch mit einem durchschnittlichen Kurspotenzial von 36 % zu den in den Vorjahren gebildeten Höchstständen. Diese Information ist für sich genommen nur bedingt aussagekräftig, da einige der Aktien bei Ausbildung ihrer Allzeithochs überbewertet gewesen sein könnten. Ein Blick auf die Entwicklung der Fundamentaldaten zeigt aber auch, dass für die Portfoliobeteiligungen für das Jahr 2024 durchschnittlich 27 % höhere Gewinne als im Referenzjahr 2022 erwartet werden:

Unternehmen	EBITDA		Δ
	2022	2024E	
Femsa	92.812	117.102	+26 %
MTU Aero Engines	865	1.228	+42 %
Ferguson*	3.153	3.221	+2 %
Royal Unibrew	1.997	2.611	+31 %
Microsoft*	97.843	132.035	+35 %
Roche	25.015	24.992	-0 %
MercadoLibre	1.437	2.671	+85 %
Sika	1.964	2.637	+34 %
Amazon	73.790	102.645	+39 %
Rovi	278	220	-20 %

*Abweichendes Geschäftsjahr, 2024E entspricht Fiskaljahr 2025. Quelle: Bloomberg Analystenkonsensus.

¹Die Angaben zur Wertentwicklung berücksichtigen alle Kosten gemäßs BVI-Methode. Frühere Wertentwicklungen sind kein exakter Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die Beteiligungen setzten also das Wachstum der Vorjahre kontinuierlich fort, was insbesondere an der Widerstandsfähigkeit und deren in der Regel wenig konjunktursensiblen Werttreibern liegt. Die Kursanstiege unserer Beteiligungen reflektieren aktuell weitestgehend die steigende Ertragskraft, wodurch sich die günstigen Bewertungen, welche zum Jahreswechsel vorlagen, nur geringfügig erhöht haben. Wie immer steuern wir die Positionsgrößen in Abhängigkeit von der Bewertung - so haben wir beispielsweise im abgelaufenen Quartal die Beteiligung an Microsoft nach einem deutlichen Anstieg von Kurs und Bewertung reduziert und im Gegenzug günstigere Positionen mit mehr Potenzial aufgestockt. Bei der oben dargestellten fundamentalen Entwicklung der beiden Pharmaunternehmen Roche und Rovi ist eine Erläuterung notwendig: Der Rückgang im Ergebnis zwischen 2022 und 2024 bei beiden Werten ist auf Sondererträge im Zusammenhang mit COVID im Ausgangsjahr zurückzuführen. Das zugrundeliegende Geschäft beider Unternehmen wächst deutlich und sollte wenig rezessionsanfällig sein.

Der Anstieg des Fonds um 16,2 % in der ersten Jahreshälfte ist im Wesentlichen auf die langfristigen Unternehmensbeteiligungen zurückzuführen; das Anleiheportfolio legte im mittleren einstelligen Prozentbereich zu und verfügt über eine relativ kurze durchschnittliche Restlaufzeit von rund zwei Jahren. Das Renditeniveau des Anleiheportfolios hat sich seit dem Jahreswechsel nicht wesentlich verändert und liegt im hohen einstelligen Prozentbereich, so dass wir das Umfeld im zweiten Quartal ausnutzten, um die Quote der Anleihe-Sondersituationen am kurzen Ende der Laufzeitstruktur weiter auszubauen.

Die Liquidität im Fonds erhöhte sich in der ersten Jahreshälfte auf 6,4 %. Darüber hinaus sollten dem Fonds aus Anleihefälligkeiten und dem anstehenden Squeeze-out bei Kabel Deutschland in den nächsten Quartalen etwa 4 Prozentpunkte an Liquidität zufließen, wodurch der Fonds über nennenswerte Flexibilität verfügt.

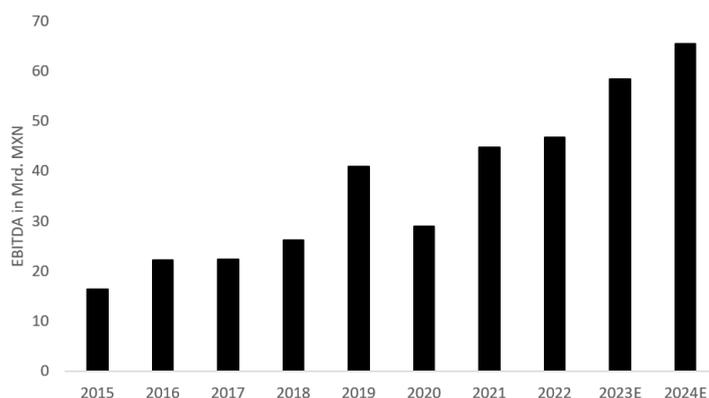
In Summe blicken wir vor dem Hintergrund der guten fundamentalen Entwicklung der Kernbeteiligungen und deren Bewertungsniveau sowie angesichts der nach wie vor hohen erwarteten Renditen bei den Anleihen zuversichtlich auf die nächsten Jahre.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Eine Entkoppelung zwischen der fundamentalen Entwicklung und dem Börsenwert eines Unternehmens kann mitunter, entgegen jeder Vernunft, sehr lange anhalten. Der Aktienkurs der mexikanischen Holding **Femsa** lässt beispielsweise auf den ersten Blick vermuten, dass seit knapp acht Jahren keine Fortschritte erzielt wurden:



Die Fundamentaldaten zeichnen dagegen ein völlig anderes Bild: Das operative Kerngeschäft des Unternehmens, im Wesentlichen geprägt von der Convenience Store-Kette „Oxxo“, erzielte im Jahr 2015 noch ein EBITDA von 15,4 Mrd. MXN, während für das laufende Geschäftsjahr ein EBITDA von 58,3 Mrd. MXN und für 2024 gar 65,4 Mrd. MXN erwartet werden:



Dieses kontinuierliche Gewinnwachstum wurde vom Markt jedoch nicht honoriert; im Gegenteil, die Bewertung fiel sogar Jahr für Jahr. Dies ist unserer Einschätzung zufolge auf die Konglomerat-Struktur des Unternehmens zurückzuführen, da Femsa neben dem operativen Kerngeschäft noch zu 47 % an der börsennotierten Coca-Cola Femsa (dem größten Coca-Cola Abfüller Lateinamerikas) und zu 15 % an der weltweit zweitgrößten Brauereigruppe Heineken beteiligt war. Zeitweise führte diese Struktur dazu, dass das operative Kerngeschäft implizit, also nach Abzug der Finanzbeteiligungen, nur noch mit einem niedrigen einstelligen Gewinn-Multiplikator bewertet war.

Dieser Unterbewertung trat das Management dann im Frühjahr 2023 mit dem „Femsa Forward“-Plan entgegen. Dieser sieht die vollständige Veräußerung der Heineken-Beteiligung sowie zahlreicher weiterer Minderheitsbeteiligungen vor. Der Verkauf der Heineken-Beteiligung wurde im zweiten Quartal 2023 bereits in beeindruckendem Tempo vollständig vollzogen. Durch die Veräußerungen wird nun eine Refokussierung auf das hochrentable Retail-Geschäft der Gruppe eingeleitet. Daneben haben diese Verkäufe dazu geführt, dass das Unternehmen inzwischen über eine substanzielle Nettokasseposition verfügt, die derzeit etwa 15 % der Marktbewertung entspricht. Wir gehen davon aus, dass dieses überschüssige Kapital in Form von Sonderdividenden und Aktienrückkäufen zeitnah an die Aktionäre zurückgeführt wird. Die zügige Umsetzung des Femsa Forward-Plans bestätigte unsere in diversen Treffen mit dem Unternehmen gewonnene Einschätzung zum Management des Unternehmens. Ein erfreulicher Kursanstieg in diesem Jahr war die Folge. Ist die Aktie damit teuer? Heute beträgt die Marktkapitalisierung rund 621 Mrd. MXN, wovon rund 100 Mrd. MXN auf die Nettokasseposition und 148 Mrd. MXN auf die Beteiligung an Coca-Cola Femsa entfällt - implizit ist das Kerngeschäft damit zu 373 Mrd. MXN bewertet, was einem EBITDA-Multiplikator von rund 6x entspricht. Das vergleichbare Unternehmen Walmart de Mexico ist derzeit mit etwa dem doppelten Bewertungsmultiplikator bewertet, was die aus unserer Sicht weiterhin ergebige Sicherheitsmarge der Femsa-Aktie hervorhebt. Durch die stark vereinfachte Konzernstruktur könnten die Aktienmärkte den inneren Wert des Unternehmens in absehbarer Zeit wieder vollständig reflektieren.

Aktien Sondersituationen

Rocket Internet vollzog im abgelaufenen Quartal die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 3,87 € je Aktie. Dies entsprach etwa 20 % des Kurswertes vor der Ankündigung. Damit floss den Aktionären nach dem Rückerwerbsangebot im Jahr 2022 erneut ein nennenswerter Teil des Kapitals zurück. Gemäß dem jüngst veröffentlichten Geschäftsbericht notiert die Rocket Internet-Aktie aktuell mit einem Abschlag von rund 35 % auf den Buchwert. Angesichts der inzwischen auf über 82 % angestiegenen Beteiligungsquote von Oliver Samwer ist weiterhin ein Endspiel, beispielsweise resultierend in einem Squeeze-out, denkbar.

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.

Anleihe Sondersituationen

Wir nutzen das gestiegene Zinsniveau am kurzen Ende der Laufzeitstruktur und die in Teilen weiterhin hohen Risikoaufschläge bei Anleihen, um die Quote an Anleihe Sondersituationen im Fonds weiter auszubauen. Dabei stockten wir vor allem die weit aus dem Geld notierenden Wandelanleihen von **Zalando 2025** und **Ubisoft 2024** und kurzlaufende Anleihen der **Nidda BondCo 2025** (Stada) auf. Nachdem Insider-Käufe des Aufsichtsratsvorsitzenden der **Aareal Bank** in den AT1-Anleihen des Instituts publik wurden, bauten auch wir unsere Position weiter aus. In Summe verfügt das Anleiheportfolio damit über eine relativ kurze Restlaufzeit von rund zwei Jahren bei einer Rendite im hohen einstelligen Prozentbereich.

Derivate

An dieser Stelle haben wir schon häufiger über Stillhaltergeschäfte auf die Aktien des deutschen Biotechnologieunternehmens **BioNTech** berichtet. Grundsätzlich sind wir von der Qualität² des Unternehmens überzeugt: BioNTech wird immer noch vom Gründerehepaar Ugur Sahin und Özlem Türeci geführt. Zusammen mit den Strümgmann-Brüdern halten die Insider damit mehr als 60 % des Kapitals.

²www.profitlich-schmidlin.de/value-investing-in-pharma-und-biotech-wie-geht-das

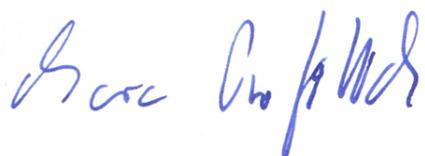
Durch die schnelle und äußerst erfolgreiche Entwicklung des COVID-Impfstoffs Comirnaty wurde das Unternehmen international erfolgreich. Mit dem Medikament bewies das Unternehmen auch die Fähigkeiten der eigenen mRNA-Plattform, aus der weitere Medikamente entstehen sollten. Unserer Einschätzung zufolge kann BioNTech wie folgt bewertet werden: Die Grundlage bildet das wiederkehrende und profitable Geschäft mit dem COVID-Impfstoff in der endemischen Phase. Das große Zukunftspotenzial steckt darauf aufbauend in der Entwicklung weiterer Impfstoffe und Krebstherapien, in welche aktuell substanzielle R&D-Investitionen fließen. Unserer Einschätzung zufolge sollten die Erlöse aus dem COVID-Impfstoff mehr als ausreichen, um die laufenden Kosten der Entwicklung weiterer Impfstoffe und Krebstherapien zu tragen. Gleichzeitig ist die BioNTech-Aktie heute etwa mit dem Gegenwert des Bestands an liquiden Zahlungsmitteln bewertet. Der Kapitalmarkt misst den noch in der Entwicklung befindlichen Medikamenten entsprechend kaum Wert bei.

Uns gefällt die Asymmetrie der gegenwärtigen Unternehmensbewertung: Während das Verlustpotenzial durch die vorhandene Nettokasseposition fundamental begrenzt scheint, verfügt die Aktie über eine gewisse Optionallität, wenn einzelne Medikamente zur Marktreife gebracht werden können. Wir beobachten die Situation bereits seit einigen Jahren und es stellte sich uns immer wieder die Frage, wie diese außergewöhnliche Situation effizient genutzt werden kann? Die implizite Volatilität, also die vom Kapitalmarkt erwartete Schwankungsintensität der BioNTech-Aktie, betrug über lange Phasen mehr als 50 %. Obwohl das Verlustpotenzial der Aktie aus fundamentaler Sicht durch die Nettokasseposition begrenzt sein sollte, verlangte der Kapitalmarkt also sehr hohe Prämien, um Kursverluste in der BioNTech-Aktie zu versichern. Dies nutzten wir aus, indem wir Stillhaltergeschäfte in Put-Optionen auf die BioNTech-Aktie eingingen und auf diese Weise hohe Prämien vereinnahmten.

Mit diesen Prämien bewirtschafteten wir die Kasseposition des Fonds und bereiteten sozusagen Käufe der BioNTech-Aktie zu tieferen Kursen vor. Seit 2021 haben wir Put-Optionen mit insgesamt 95 verschiedenen Ausübungspreisen und Fälligkeiten verkauft. Im Juni 2023 sind erstmals bei Fälligkeit Optionen mit drei verschiedenen Bezugspreisen ausgeübt worden, wodurch uns Aktien angedient wurden (8 verschiedene Optionen befinden sich noch im Bestand, 84 verschiedene Optionen sind in den letzten Jahren wertlos verfallen, wodurch wir die Prämien vereinnahmen konnten). Der Fonds ist durch diese Ausübungen nun erstmals Aktionär von BioNTech geworden. Durch die über die letzten zwei Jahre vereinnahmten Prämien könnte die Aktie um etwa 25 % auf rund 80 USD fallen, bevor wir mit der Beteiligung Verluste machen würden. Angesichts der Profitabilität des COVID-Impfstoffs und der deutlich über 80 USD je Aktie liegenden Nettokasse, halten wir dies für ein unwahrscheinliches Szenario.

Zum Quartalsende verfügt der Fonds noch über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Quote der langfristigen Unternehmensbeteiligungen um 3 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



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: 04.07.2023

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.