

39. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2023 bis 30. September 2023

4. Oktober 2023

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI ging im dritten Quartal des Jahres 2023 um 2,3 % zurück (YTD: +13,6 %).¹

Im zurückliegenden Quartal realisierten wir Gewinne mit Femsa, MercadoLibre und Microsoft und bauten im Gegenzug unsere Beteiligung an Beijer Ref wieder aus, nachdem die Bewertung des schwedischen Ausrüsters für Kühlsysteme und Klimaanlage günstiger geworden war. Wir realisierten Gewinne mit HelloFresh-Anleihen und erhöhten unsere Position in Ubisoft- und Zalando-Wandelanleihen. Insgesamt stieg so die Quote an Anleihen Sondersituationen weiter an. Die Aktien Sondersituation Osram Licht wurde im Quartal vollständig veräußert.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	64,4 %	Femsa
Aktien Sondersituationen	8,1 %	Kabel Deutschland
Anleihe Sondersituationen	21,3 %	Zalando 2025
Derivate	0,0 %	
Kasse	6,2 %	

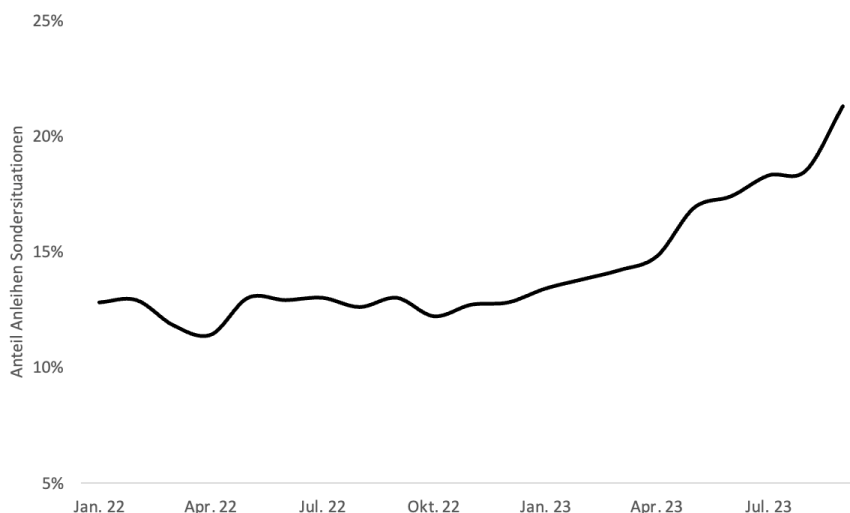
Stand: 30.09.2023; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Seit Beginn des Jahres haben wir aktiv auf das veränderte Markt- und Bewertungsumfeld reagiert. Die Quote der langfristigen Unternehmensbeteiligungen reduzierte sich von 72,2 % auf 64,4 %. Im Gegenzug erhöhten wir die Quote der Anleihen Sondersituationen von 12,8 % auf 21,3 % deutlich. Die Aktien Sondersituationen machen aktuell noch 8,1 % aus. Nachfolgend ordnen wir diese Veränderungen in aller Kürze ein:

- Langfristige Unternehmensbewertungen:** Unsere Beteiligungen sind unserer Einschätzung zufolge in der Breite nicht teurer als noch zu Beginn des Jahres. Bei den meisten Unternehmen wurden steigende Aktienkurse von steigenden Gewinnen begleitet, sodass das Bewertungsniveau unverändert attraktiv erscheint. Wo dies selektiv nicht der Fall war, haben wir Positionen abgebaut und Umschichtungen in günstigere Aktien vorgenommen. So reduzierten wir beispielsweise unsere Positionen in Microsoft und MercadoLibre und erhöhten die Beteiligung an Beijer Ref.
- Anleihen Sondersituationen:** Wir finden derzeit zahlreiche Anleihen Sondersituationen bei guten Emittenten mit einer erwarteten Rendite im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich bei einer Restlaufzeit von oft weniger als zwei Jahren. Sofern es die Liquidität zulässt, stellt dies eine sehr attraktive Alternative zu langfristigen Unternehmensbeteiligungen dar, sodass wir im Verlaufe des Jahres 2023 die Quote der Anleihen Sondersituationen kontinuierlich ausbauten.
- Aktien Sondersituationen:** Aktien Sondersituationen haben unserer Einschätzung zufolge relativ zu Anleihen Sondersituationen und auch im Vergleich zur Kasse an Attraktivität eingebüßt. Wir reagierten darauf mit dem Verkauf von Osram Licht (siehe unten). Bei Kabel Deutschland kommt es zeitnah zum lange erwarteten Squeeze-out.
- Kasse:** Die Liquidität im Fonds erhöhte sich seit Jahresanfang deutlich. Bis Jahresende rechnen wir aus Fälligkeiten und Abfindungen mit einem Liquiditätszufluss, der die Kassequote ohne zusätzliche Käufe von Wertpapieren auf rund 11 % erhöhen würde. Die vom Fonds gehaltene Liquidität verzinst sich inzwischen wieder mit etwa 3,5 % pro Jahr.

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

Die nachfolgende Grafik zeigt den Anstieg der Quote an Anleihen Sondersituationen:



Insgesamt ist die Positionierung im Fonds durch die beschriebenen Veränderungen inzwischen wieder sehr ausgewogen. Wir sind guter Dinge, dass Sondersituationen angesichts des attraktiven Anleihe-Umfelds das Portfolio in den nächsten Quartalen stabilisieren werden. Daneben sind wir angesichts einer nennenswerten Kasseposition flexibel und anpassungsfähig aufgestellt, um Chancen aus Korrekturen und Krisen aktiv nutzen zu können. Dabei bleiben wir wie gewohnt mit wenig Portfolio-Umschlag an qualitativ hochwertigen und widerstandsfähigen Unternehmen beteiligt.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Unsere Beteiligung an **Beijer Ref** bauten wir im abgelaufenen Quartal wieder zu einer der größten Positionen im Fonds aus. An dem schwedischen Distributor für Kälte- und Klimatechnik sind wir bereits seit 2020 beteiligt, reduzierten die Gewichtung in den Jahren 2021 und 2022 jedoch, nachdem die Aktie in dieser Zeit stark angestiegen war und sich dadurch auch die Bewertung erhöht hatte. Dies hat sich im Verlaufe der letzten Monate umgekehrt: Die Aktie notiert inzwischen 40 % unter dem 52-Wochenhoch, während das Ergebnis je Aktie in der ersten Jahreshälfte 2023 um 28 % über den Rekordwert des Vorjahres hinaus gesteigert werden konnte. Entsprechend ging die Bewertung stark zurück. Die langfristigen Treiber sind aus unserer Sicht weiterhin intakt: Zum einen profitiert das Unternehmen von der europäischen Umweltschutzregulierung, die Supermärkte, Tankstellen und andere gewerbliche Anwender zu einer Modernisierung der Kühlsysteme zwingt. Zum anderen genießt das Unternehmen aber auch im Bereich Klimaanlage und Wärmepumpen eine führende Stellung und spürt in diesen Bereichen eine durch Klimawandel und Politik ausgelöste Sonderkonjunktur.

Auch langfristig intakte Wachstumstreiber können leider von menschlichen Fehlern unterbrochen werden. Dies musste zuletzt **MTU Aero Engines** feststellen. Ein Produktionsfehler des Triebwerkspartners Pratt & Whitney hat ein großes Rückrufprogramm des gemeinsam entwickelten Kurzstreckentriebwerks „Geared Turbo Fan“ zur Folge. In der Triebwerksbranche ist es üblich, dass sich verschiedene Hersteller durch ein „Risk-and-Revenue-Sharing“ zusammenschließen, um die immensen Kosten und Risiken, welche mit der Entwicklung neuer Triebwerke einhergehen, schultern zu können. Danach erhalten alle Partner eine festgelegte Quote aus den Erlösen des Triebwerkprogramms, haften jedoch auch für die Risiken gemeinschaftlich. Die gute Nachricht vorweg: Bei dem identifizierten Problem scheint es sich nach bisheriger Kenntnis nicht um ein fundamentales Designproblem, sondern um einen Fehler im Herstellungsprozess zu handeln, der bereits behoben wurde. Die schlechte Nachricht: Der Rückruf der Triebwerke für den Austausch der betroffenen Bauteile wird über die nächsten zwei bis drei Jahre zu hunderten Flugausfällen führen. Das Triebwerkskonsortium muss dafür hohe Entschädigungen leisten. Obwohl MTU keine Schuld an den fehlerhaften Teilen trifft, haftet das Unternehmen anteilig und rechnet mit einer einmaligen Nachsteuerbelastung von rund 700 Mio. €. Der Kapitalmarkt strafte das Unternehmen mit einem Rückgang der Marktkapitalisierung um 4 Mrd. € ab. Unserer aktuellen Einschätzung zufolge hat der Markt auf die Nachrichten überreagiert, was wir für Zukäufe nutzen. Probleme wie diese sind bei jungen Triebwerksgenerationen nicht unüblich. Das GTF-Triebwerk befindet sich immer noch in der ersten von möglicherweise fünf Dekaden der Nutzung. Trotz der Probleme mit dem GTF erfährt das restliche Geschäft von MTU aktuell eine starke Nachfrage, weshalb das Unternehmen - adjustiert um den Einmalaufwand - sein Ziel von 8 Mrd. € Umsatz und 1 Mrd. € operativem Gewinn im Jahr 2025 nochmal bekräftigte. Dies steht im Vergleich zu einem Unternehmenswert von aktuell rund 9 Mrd. €, was einer historisch tiefen Bewertung entspricht.

Hervorragende Unternehmen können sich auch dadurch auszeichnen, dass es ihnen gelingt, Kostencenter in Profitcenter umzuwandeln - ein Beispiel ist Amazon. Dem Unternehmen gelang es, die eigenen Rechenzentren über das AWS-Angebot auch Dritten zur Verfügung zu stellen. Inzwischen steht der Wert von AWS für einen Großteil der Unternehmensbewertung von Amazon. In ähnlicher Weise versucht das Unternehmen derzeit, die eigene Logistik auf eigene Füße zu stellen und so auch zu einem Logistikdienstleister zu werden. Entwicklungen dieser Art benötigen oft die ruhige Hand und langfristige Ausrichtung eines starken Gründers. Eine vergleichbare Entwicklung in einer gänzlich anderen Industrie beobachten wir beim spanischen Pharmaunternehmen **Laboratorios Farmacéuticos Rovi**. Das familiengeführte Unternehmen hat seine Wurzeln als Anbieter des Heparins „Hibor“, einem gerinnungshemmenden und antithrombotischen Medikament. Da Hibor als Spritze verabreicht wird, investierte Rovi früh in die hauseigene Abfüllung, ein Prozess, der in der Pharmabranche als „Fill & Finish“ bezeichnet wird. Die überschüssige Kapazität bot Rovi auch anderen Pharmaunternehmen an und stieg so in das Fill & Finish-Segment ein. Dieser Geschäftsbereich ist hochreguliert und technisch anspruchsvoll, was eine entsprechende Profitabilität zur Folge hat. Der große Wurf gelang Rovi dann in der Anfangsphase der COVID-Pandemie, als Moderna das spanische Unternehmen zu seinem größten Fill & Finish-Anbieter für seinen COVID-19-Impfstoff Spikevax außerhalb der USA auserkor. Aktuell herrscht am globalen Fill & Finish-Markt mehr Nachfrage als Angebot. Auf der Nachfrageseite wird das Wachstum von in Spritzen abgefüllten Biopharmazeutika getrieben. Die Angebotsseite kann die Kapazitäten hingegen nur langsam erhöhen, da es mehrere Jahre dauert, bis neue Abfülllinien zertifiziert sind. Aus diesem Grund entschied sich Moderna frühzeitig dafür, Rovi eng an sich zu binden, indem es eine Verdopplung der Fill & Finish-Kapazität von Rovi auf eigene Kosten finanziert. Moderna hat zwar Anspruch auf einen gewissen Teil der Kapazität, die Abfülllinien befinden sich jedoch im Besitz von Rovi - durch den Schulterchluss mit Moderna wurde das spanische Unternehmen nahezu über Nacht zu einem der führenden Anbieter in Europa. Von der Qualität dieses Geschäftsbereichs und des Managements konnten wir uns bei mehreren Besuchen vor Ort in Madrid im Verlauf der letzten zwei Jahre überzeugen. Auch in den anderen Geschäftsbereichen zeigt sich die langfristige Handschrift des Managements: Vor rund 15 Jahren investierte Rovi in eine neuartige Technologie für Depotspritzen, also Injektionen, die den aktiven Wirkstoff eines Medikaments gleichmäßig über längere Zeiträume abgeben. Die Technologie ermöglicht es, dass Patienten auf die tägliche Einnahme von Tabletten verzichten können. Inzwischen ist das erste Medikament basierend auf diesem Ansatz mit dem Wirkstoff Risperidon zur Behandlung von Schizophrenie in Europa zugelassen. Ein wissenschaftlicher Vergleich mit älteren Konkurrenzprodukten belegt die Vorteile dieses Ansatzes. Es könnte also noch reichlich Optionalität im Unternehmen schlummern. Auch die Kapitalallokation stimmt uns zuversichtlich: Das Familienunternehmen verzichtet auf große Übernahmen, weist keine Nettoverschuldung auf und erwirbt im Moment im großen Stil eigene Aktien zurück.

Anleihe Sondersituationen

Anfang des Jahres schrieben wir in einem Quartalsbericht von Chancen bei **Wandelanleihen** von Technologie- und eCommerce-Unternehmen. Zahlreiche Emittenten aus diesen Sektoren hatten das für diese Unternehmen freundliche Börsenumfeld in den Jahren 2020 und 2021 genutzt, um Wandelanleihen zu emittieren. Im Jahr 2022 fielen die Kurse dieser Unternehmen stark; gepaart mit steigenden Zinsen führte dies zu deutlich tieferen Kursen bei den Wandelanleihen. Die Optionskomponente der Papiere erschien vielen Marktteilnehmern offenbar wertlos, worin wir eine Chance sahen. Wir deckten uns in der Breite mit Wandelanleihen von HelloFresh, JustEat, Ubisoft und Zalando ein. Alle diese Unternehmen verfügen über substanzielle Liquidität auf der Bilanz. Das Sentiment für Technologiewerte hat sich im laufenden Jahr schnell verbessert - Totgeglaubte leben länger. Besonders positiv entwickelte sich HelloFresh. Der Aktienkurs des Unternehmens verdoppelte sich in den letzten Monaten von 16 € auf über 30 € je Aktie. Lag der Wandlungspreis der Anleihe in Höhe von rund 50 € Anfang des Jahres noch in weiter Ferne, so erscheint nun ein Erreichen dieser Schwelle bis zur Fälligkeit der Anleihe im Mai 2025 denkbar. Das Papier reagierte stark und stieg von unseren Kaufkursen von unter 90 % im März 2023 auf über 97 % nur sechs Monate später. Die Rendite der Anleihe fiel entsprechend von etwa 6,5 % auf unter 3 %. Auf diesem Niveau begannen wir die Anleihe zu veräußern, um mit den Erlösen weitere Wandelanleihen von Ubisoft und Zalando zuzukaufen.

Aktien Sondersituationen

Im ersten Quartal 2023 verkündete **Kabel Deutschland** die Absicht, den seit einiger Zeit erwarteten Squeeze-out durchzuführen. Im dritten Quartal veröffentlichte das Unternehmen dann die Details: Der Gutachter ermittelte einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 44,40 € - ein aberwitziger Wert, denn im Jahr 2013 war der Großaktionär Vodafone im Gutachten anlässlich des Abschlusses eines Beherrschungsvertrags noch auf einen fairen Wert von 75,67 € je Kabel Deutschland-Aktie gekommen. Obwohl das Unternehmen zwischen 2013 und heute Umsatz und Gewinn substanziell gesteigert hat, soll Kabel Deutschland nur noch grob die Hälfte wert sein. Noch Ende 2020 erwarb Vodafone weitere 17 % am Unternehmen für 103,00 € je Aktie - ein Schelm, wer Böses dabei denkt!

Das Verlustpotenzial war für die Aktionäre aufgrund des bestehenden Beherrschungsvertrags dennoch effektiv begrenzt, wodurch die im Rahmen des Squeeze-outs zu zahlende Abfindung auf den dreimonatigen Durchschnittskurs von 93,00 € festgelegt wurde. Die dem Squeeze-out zugrundeliegende, aus unserer Sicht überaus sonderbare, Unternehmensbewertung wird nach Vollzug des Squeeze-outs in einem Spruchverfahren überprüft, sodass noch Nachbesserungspotenzial bestehen könnte. Für den Fonds ergibt sich über die Haltedauer bislang kein nennenswerter Renditebeitrag.

Im Verlaufe des dritten Quartals veräußerten wir Aktien von **Osram Licht**. Wir hatten die Investition im zweiten Quartalsbericht 2021 vorgestellt. Zu dieser Zeit sah es angesichts stetiger Zukäufe noch so aus, als ob das Mutterunternehmen AMS Osram einen zeitnahen Squeeze-Out anstreben könnte. Die Sondersituation ergab sich insbesondere durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der österreichischen AMS Osram und der deutschen Osram Licht, der das Verlustpotenzial durch eine Barabfindung in Höhe von 45,54 € wirksam begrenzte. Etwas über zwei Jahre später haben sich diese Überlegungen bislang nicht materialisiert. AMS Osram kaufte im Jahr 2022 keine weiteren Aktien von Osram Licht hinzu und hielt Ende 2022 weiterhin etwa 80 % des Unternehmens. Für einen Squeeze-out wären über 90 % Anteil erforderlich. Gleichzeitig verringerte sich ein möglicher Abfindungswert im Rahmen eines Squeeze-outs durch den starken Anstieg des Basiszinses. Wir haben uns daher entschieden, das in Osram Licht gebundene Kapital für attraktivere Investitionen freizusetzen, und schlossen das Kapitel Osram Licht in Summe ohne nennenswerten Gewinn oder Verlust ab.

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.

Derivate

Zum Quartalsende verfügt der Fonds noch über Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Quote der langfristigen Unternehmensbeteiligungen um weniger als einen Prozentpunkt 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/Wertpapierdienstleistungen 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: 04.10.2023

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Wertpapierdienstleistungen 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.