

41. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Januar 2024 bis 31. März 2024

3. April 2024

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im ersten Quartal des Jahres 2024 um 4,0 % an.¹

Im ersten Quartal legten die meisten unserer langfristigen Unternehmensbeteiligungen Gesamtjahreszahlen für das Jahr 2023 vor. In Summe können wir mit der operativen Entwicklung der Unternehmen zufrieden sein. Punktuell stockten wir bestehende Beteiligungen weiter auf, insbesondere in Fällen, bei denen die Bewertungen günstiger und die Werttreiber greifbarer wurden. Wir nutzen außerdem die inverse Zinsstrukturkurve und die weiterhin ausgeweiteten Risikoaufschläge, um unsere Allokation in Anleihen Sondersituationen am kurzen Ende der Laufzeitstruktur weiter auszubauen.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	60,8 %	Royal Unibrew
Aktien Sondersituationen	3,8 %	Rocket Internet
Anleihe Sondersituationen	26,0 %	Ubisoft 2024
Derivate	-0,1 %	
Kasse	9,5 %	

Stand: 31.03.2024; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Eines der wesentlichen Merkmale des Fonds liegt darin, die Allokation flexibel zwischen der werttreibenden Säule aus langfristigen Unternehmensbeteiligungen und der stabilisierenden Säule aus Sondersituationen zu steuern. Letztere unterteilt sich in zumeist prospektrechtlich getriebene Anleihen Sondersituationen sowie übernahmerechtlich geprägte Aktien Sondersituationen. Ergänzt wird das Portfolio durch die Kasseposition und Stillhaltengeschäfte. Die Allokation erfolgt dabei Bottom-Up, also auf Basis des Chance-/Risikoprofils des individuellen Wertpapiers - wir sind daher grundsätzlich indifferent, ob wir in eine Aktie oder eine Anleihe investieren.

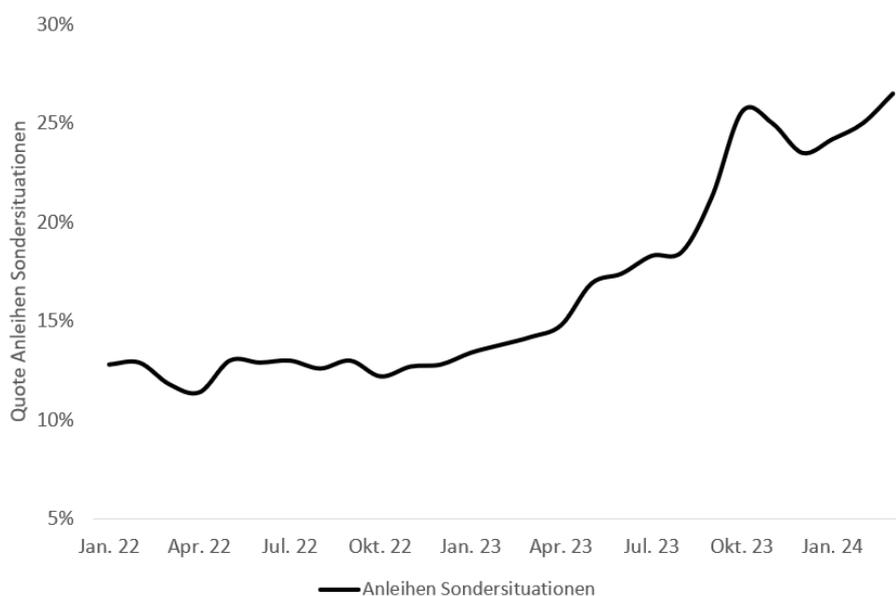
Makroökonomische Überlegungen spielen mit Hinblick auf die Risikosteuerung eine Rolle: Wir wissen schlichtweg nicht, wie sich volkswirtschaftliche Faktoren wie Währungen, Rohstoffe oder Zinsen entwickeln werden. Aus diesem Grund versuchen wir, die Abhängigkeit von diesen - aus unserer Sicht kaum vorherzusagenden - Faktoren zu begrenzen, indem wir zu große Abhängigkeiten von einzelnen dieser Faktoren vermeiden.

Dies spiegelt sich auch in den einzelnen Säulen wider: Bei den langfristigen Unternehmensbeteiligungen achten wir auf nachhaltige, sich über einen langen Zeitraum auswirkende Werttreiber, die sich weitestgehend unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung entfalten können. Bei Aktien Sondersituationen bestehen die Werttreiber zumeist aus spezifischen übernahmerechtlichen Ereignissen wie Squeeze-Outs oder Gerichtsentscheidungen, die in der Regel wenig von der volkswirtschaftlichen Entwicklung abhängig sind. Im Bereich der Anleihen Sondersituationen liegt unser Fokus auf Anleihen mit einer geringen Zinssensitivität, also überwiegend Papiere am kurzen Ende der Laufzeitstruktur. Auf diese Weise begrenzen wir das Zinsänderungsrisiko.

Der flexible Ansatz des Fonds ermöglicht es, dort zu allokalieren, wo wir das beste Verhältnis zwischen Wertsteigerungspotenzial und fundamentalen Risiken ausmachen. Inzwischen ist dies auch wieder vermehrt im Bereich der Anleihen der Fall: Die inverse Zinsstrukturkurve mit relativ hohen Zinsen am kurzen Ende der Laufzeitstruktur gepaart mit in Teilen weiterhin erhöhten Risikoaufschlägen ermöglicht es uns aktuell, zahlreiche Chancen wahrzunehmen.

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

Dies war nicht immer so, wie der Verlauf unserer Allokation in Anleihen über die letzten Jahre veranschaulicht:



Anleihen waren unserer Einschätzung zufolge im Verlauf des Jahres 2022 angesichts niedriger Zinsen und geringer Risikoaufschläge nicht attraktiv. In der Breite konnte Rendite nur durch lange Laufzeiten und hohe Ausfallrisiken erkaufte werden - beides Faktoren, die mit hohen Unsicherheiten einhergehen. Wir machten in dieser Zeit nur wenige attraktive Sondersituationen aus und haben das Segment konsequenterweise gescheut - heute sieht die Ausgangslage wie ausgeführt grundlegend anders aus. Entsprechend hat sich die Anleihequote im Fonds von nur 10,9 % Ende 2020 und 12,8 % Ende 2022 auf heute 26,0 % mehr als verdoppelt.

Anleihen Sondersituationen

Normalerweise geht unser Quartalsbericht zuerst auf die Unternehmensbeteiligungen ein. Durch die gestiegene Bedeutung des Anleihe-segments gehen wir in diesem Bericht zuerst auf die stabilisierende Säule ein.

Ein Fokus liegt derzeit auf **kurzlaufenden, tief aus dem Geld notierenden Wandelanleihen**. In diesem Segment finden wir weiterhin Chancen. Wir suchen hier nach profitabel wirtschaftenden Emittenten, die über bedeutend mehr Barvermögen auf der Bilanz verfügen als für die Rückzahlung unserer Anleihen notwendig ist. Wenn bei diesen kurzlaufenden Wandelanleihen der Wandlungspreis erheblich über dem aktuellen Aktienkurs liegt, zeigt sich oft eine Kaufzurückhaltung von klassischen Wandelanleiheinvestoren. Gleichzeitig verfügen diese Anleihen in der Regel über kein Rating und weisen unterdurchschnittlich große Emissionsvolumina auf, wodurch auch traditionelle Anleiheinvestoren wenig Interesse zeigen. Dieses Umfeld einer strukturellen Nachfragezurückhaltung können wir aufgrund unseres flexiblen Mandats ausnutzen. In diesem Segment gab es in den zurückliegenden Monaten weitere Rückkäufe durch die Emittenten. So profitierten zuletzt die von uns gehaltenen Wandelanleihen von **Ubisoft**, **HelloFresh** und **Delivery Hero** von einem solchen Angebot. Wir sind auf die These in diesem Bereich bereits kurz im 39. Quartalsbericht und auch in einem ausführlichem Blogbeitrag² eingegangen.

Daneben könnten sich auch bei **Nachrang-anleihen von Finanzinstituten** aktuell Chancen ergeben. Insbesondere die ausstehenden Instrumente von Banken mit Exposure zum Gewerbeimmobilienmarkt kamen in den letzten Monaten teilweise deutlich unter Druck. Die größte Allokation des Fonds in diesem Bereich ist in **AT1-Anleihen der Aareal Bank**. Das Finanzinstitut hat zwar durch das Kerngeschäft im Bereich Gewerbeimmobilien mit einer erhöhten Ausfallrate zu kämpfen, verfügt aber durch seine Rolle als Pfandbriefbank über eine vorrangige Kreditposition, und durch die Finanzierung über Pfandbriefe sind die vergebenen Darlehen größtenteils fristenkongruent finanziert. Im Durchschnitt entsprechen die vergebenen Kredite nur 56 % des Immobilienwertes, wodurch die Bewertungen der zugrundeliegenden Gewerbeimmobilien erheblich an Wert einbüßen müssten, bis die Bank in der Breite Probleme bekommt. Noch wichtiger ist jedoch, dass das Institut mit der Softwaretochter Aareon und dem Einlagengeschäft für Kautionskonten über zwei sehr profitable und unabhängig vom Gewerbeimmobilienmarkt agierende Segmente verfügt. Diese Bereiche sollten die aktuelle Schwäche im Kernsegment mehr als ausgleichen können. In der Tat hat die Bank für das Geschäftsjahr 2023 trotz der mehr als verdoppelten

²www.profitlich-schmidlin.de/wandelanleihen-wenn-die-natuerlichen-kaeuffer-fehlen

Risikovorsorge einen operativen Gewinn von 149 Mio. € erzielt und stellt für das nun laufende Geschäftsjahr einen Gewinn zwischen 300 und 350 Mio. € in Aussicht. Den guten Zahlen folgten auch Taten: In den letzten Wochen gab es nennenswerte Insiderkäufe von Seiten des Managements und Aufsichtsrats in den Papieren der Bank, darunter auch in der von uns gehaltenen AT1-Anleihe. Unserer Einschätzung zufolge stehen die Risiken der Investition angesichts eines Kupons von mehr als 10 % und eines Kurses deutlich unter pari in einem vorteilhaften Verhältnis zum Renditepotenzial.

Typischerweise suchen institutionelle Anleiheinvestoren Instrumente mit planbaren Renditen und klar definierten Restlaufzeiten, um ein gewisses Durationziel zu erreichen. Diesen Umstand können flexibel agierende Investoren ausnutzen. So investierten wir beispielsweise in vorrangig besicherte Anleihen von **TK Elevator**, der ehemaligen Aufzugssparte von Thyssenkrupp. Diese Anleihen verfügten über einen variablen Kupon, der sich aus der Summe des dreimonatigen Euribor plus einem Aufschlag von 4,75 % ergab. Dies entsprach für die letzten Quartale rund 8,71 % pro Jahr. Die Anleihe hatte einen regulären Rückzahlungstermin im Juli 2027, konnte aber zu jeder Zeit zu einem Kurs von 100 % vorzeitig zurückgezahlt werden. Entsprechend stieg die Anleihe nie signifikant über pari. Investoren konnten somit eine laufende Rendite von über 8 % pro Jahr vereinnahmen (direkt vergleichbare Anleihen des Emittenten ohne Kündigungsmöglichkeit notierten bei rund 5 % p.a.). Erkauft wurde dieses attraktive Renditeniveau mit einer hohen Unsicherheit hinsichtlich des genauen Zeitpunkts der Rückzahlung - ein „Risiko“, mit dem wir gut leben können. Risiken dieser Art, also eine erhöhte Rendite für eine ungewisse (sprich: wahrscheinlich kürzere) Restlaufzeit, gehen wir gerne ein. In der Tat wurde die Anleihe Ende März 2024 vorzeitig gekündigt. Durch die Refinanzierung entstanden allerdings neue Opportunitäten innerhalb der Kapitalstruktur von TK Elevator, in die wir die Erlöse reinvestierten. Die von uns schon seit längerem gehaltene Anleihe von **Nidda**, der Muttergesellschaft des Pharmaunternehmens Stada, mit einer Fälligkeit im Jahr 2025 verfügt über ganz ähnliche Merkmale wie die inzwischen gekündigte TK Elevator-Anleihe; vergleichbare Opportunitäten finden wir immer wieder.

Wie anhand dieser Beispiele dargelegt können wir angesichts gestiegener Zinsen am kurzen Ende sowie weiterhin ausgeweiteter Risikoaufschläge auf diese Weise derzeit in unterschiedlichen Nischen des Anleihenmarktes attraktive Anleihen Sondersituation mit aktienähnlichem Renditepotenzial ausmachen.

Aktien Sondersituationen

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 48,9 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.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

Bei einigen Unternehmen im Fonds entfalten sich derzeit starke Werttreiber. Im Februar verkündete der mexikanische Betreiber von Convenient Stores **Femsa** nach dem Abschluss zahlreicher Desinvestitionen den nächsten Abschnitt seiner „Femsa Forward“-Strategie: Über die nächsten zwei bis drei Jahre soll ein signifikanter Teil der heutigen Marktkapitalisierung über Dividenden und Aktienrückkäufe an die Aktionäre zurückgeführt werden. Zunächst wurde die Dividende um 20 % erhöht, eine Sonderdividende angekündigt und das Aktienrückkaufprogramm im Volumen verdoppelt. Wir rechnen mit weiteren Schritten dieser Art, während sich die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses auch in den nächsten Jahren im zweistelligen Prozentbereich fortsetzen dürften.

Ähnlich wie Femsa hat auch das Schweizer Baustoffunternehmen **Holcim** eine Reorganisation vollzogen. Seitdem Jan Jenisch das Ruder übernommen hat, konnte Holcim Geschäftsbereiche in Schwellenländern für 8,9 Mrd. CHF zu einer durchschnittlichen Bewertung von 15,6x EBITDA verkaufen. Die erzielte Bewertung entsprach rund dem Dreifachen der damals vorherrschenden Bewertung von Holcim. Das freigewordene Kapital wurde in Übernahmen im Baustoffsektor in Nordamerika und Europa zu einem durchschnittlichen Bewertungsmultiplikator von 7,3x EBITDA reinvestiert. Außerdem wurden die freien Zahlungsmittel dazu verwendet, die Verschuldung auf nur noch etwa 1x EBITDA zu reduzieren und umfangreiche Dividendenausschüttungen sowie Aktienrückkäufe durchzuführen. Auch operativ entwickelt sich Holcim positiv: Zwischen 2018 und 2023 konnte der Gewinn je Aktie von 2,63 CHF auf 5,42 CHF um etwa 16 % p.a. erhöht werden. Man sollte meinen, dass im Zuge einer derartig positiven Entwicklung auch die Bewertung ein „Rerating“ erfährt. Zwar hat sich der Aktienkurs in der Tat positiv entwickelt, jedoch ist das Unternehmen weiterhin nur mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 12x

bewertet. Konsequenterweise entschloss sich das Management dazu, das auf innovative Baustofflösungen fokussierte Nordamerikageschäft im Rahmen eines Spin-Offs in den USA als eigenständiges Unternehmen an die Börse zu bringen. Vergleichbare Unternehmen notieren dort teilweise mit dem Doppelten des heutigen Bewertungsmultiplikators der Holcim-Gruppe. Unserer Einschätzung zufolge könnte sich dieser Schritt als weiterer Werttreiber materialisieren und so dazu beitragen, die Unterbewertung aufzulösen.

Auch bei dem spanischen Pharmaunternehmen **Laboratorios Rovi** entfaltet sich ein Werttreiber. Wir hatten die Investmentthese ausführlich im 39. Quartalsbericht vorgestellt. Das Unternehmen hat in den letzten Jahren die internen Kapazitäten für die Herstellung und Abfüllung von Medikamenten anderen Pharmaunternehmen als Dienstleistung zugänglich gemacht - in der Pharmabranche wird dieser hochregulierte Geschäftsbereich als „Fill & Finish“ bezeichnet. Die Nachfrage nach derartigen Dienstleistungen ist in den letzten Jahren insbesondere durch moderne Biopharmazeutika, darunter die COVID-Impfstoffe von Moderna und BioNTech und die Medikamente zur Behandlung von Adipositas von Novo Nordisk und Eli Lilly, stark angestiegen. Im März verkündete Rovi, dass eine Investmentbank damit beauftragt wurde, strategische Optionen für den Fill & Finish-Bereich zu prüfen. Wir hatten in der Werthaltigkeit dieses Geschäftsbereichs vor etwa einem Jahr besonderes Potenzial gesehen, welches nun durch das Unternehmen gehoben werden könnte.

Derivate

Zum Quartalsende verfügt der Fonds 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: 03.04.2024

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.