

43. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2024 bis 30. September 2024

1. Oktober 2024

Liebe Investoren und Partner,

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

Die von unseren langfristigen Unternehmensbeteiligungen in den ersten neun Monaten vorgelegten Fundamentaltzahlen sowie die Eindrücke aus unseren Management-Treffen vor Ort stimmen uns sehr zuversichtlich, was die zugrundeliegenden Investitionsthesen angeht. In den vergangenen Wochen nutzten wir den Kursrückgang in der Sartorius Stammaktie zum Aufbau einer neuen Position. Auf der Anleiheseite erfolgte Ende September die fristgerechte Rückzahlung der Ubisoft Wandelanleihe.

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

Assetkategorie	Gewicht	Größte Position
Langfristige Unternehmensbeteiligungen	60,3 %	MTU Aero Engines
Aktien Sondersituationen	3,6 %	Rocket Internet
Anleihe Sondersituationen	27,2 %	Zalando 2025
Derivate	-0,2 %	
Kasse	9,1 %	

Stand: 30.09.2024; Quelle: Universal Investment, ProfitlichSchmidlin AG

Im letzten Quartalsbericht sind wir bereits auf die Ungleichgewichte eingegangen, die heutzutage in vielen der großen Aktien-Indizes durch die Prominenz einiger weniger Einzeltitel, Regionen und Branchen vorherrschen. Auch im Bereich der Anleihen sieht das Bild ähnlich aus. Kreditratings bestimmen immer noch - oder mehr denn je - die Zusammensetzung der meisten Anleihen-Portfolios wie auch der Anleihen-Indizes. So entfällt der Großteil des Anleihenmarktes auf Papiere, die dem „investment grade“-Bereich zugeordnet werden. Bei über der Hälfte aller ausstehenden Anleihen handelt es sich um Staatsanleihen. Durch die oft längeren Laufzeiten dieser Unternehmens- und Staatsanleihen weisen Anleihen-Indizes in der Regel eine hohe Duration und entsprechende Zinsänderungsrisiken auf. Unser Ansatz im Bereich der Anleihen-Sondersituationen unterscheidet sich davon deutlich. Wir setzen auf Nischen des Anleihemarktes wie Wandel- und Nachranganleihen und versuchen hier auf Einzeltitelbasis Prospektbesonderheiten wie etwa frühzeitige Rückzahlungen auszumachen. Kreditratings spielen für uns nur eine untergeordnete Rolle, da wir die Analyse des Emittentenrisikos selbst durchführen. In der Tat verfügt ein Großteil der von uns gehaltenen Anleihen über gar kein Kreditrating. Wir können uns also in Nischen bewegen, die passiven Marktteilnehmern und auch den meisten institutionellen Anlegern gar nicht offen stehen.

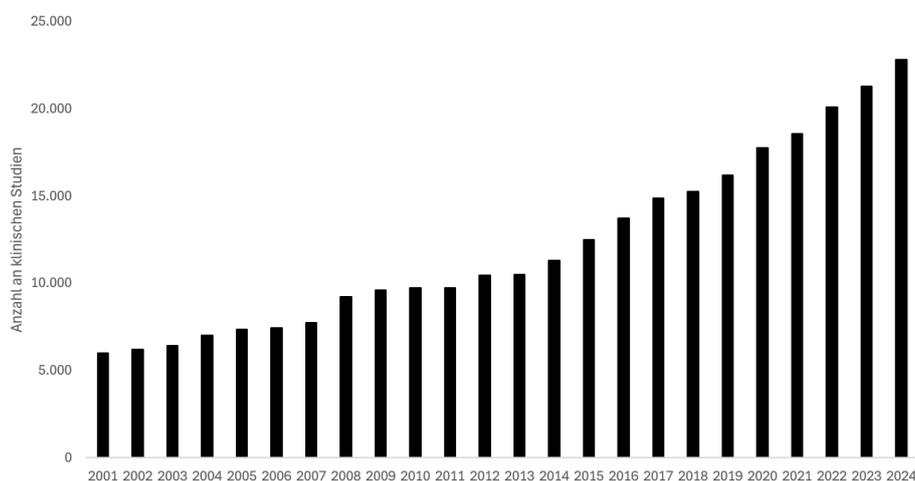
	 Laufzeit	 Kreditrating	 Kategorie
 ProfitlichSchmidlin	~2 Jahre	Rating agnostisch, individuelle Analyse des Emittenten	Nischen des Anleihemarktes etwa Wandel, Nachranganleihen, etc
Durchschnitt Anleihemarkt	~5 Jahre	Großer Fokus auf Ratings	Überwiegend gewöhnlich strukturierte Anleihen

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

Zinsänderungsrisiken vermeiden wir durch den Fokus auf das kurze Ende der Laufzeitstruktur; außerdem verfügen viele der im Fonds gehaltenen Anleihen über vorzeitige Kündigungsrechte und ähnliche Merkmale, welche die Zinssensitivität reduzieren. Kürzlich haben wir in einem Blogbeitrag² dargelegt, wie sich unsere Positionierung im Bereich der Anleihen-Sondersituationen vom Marktdurchschnitt unterscheidet.

Langfristige Unternehmensbeteiligungen

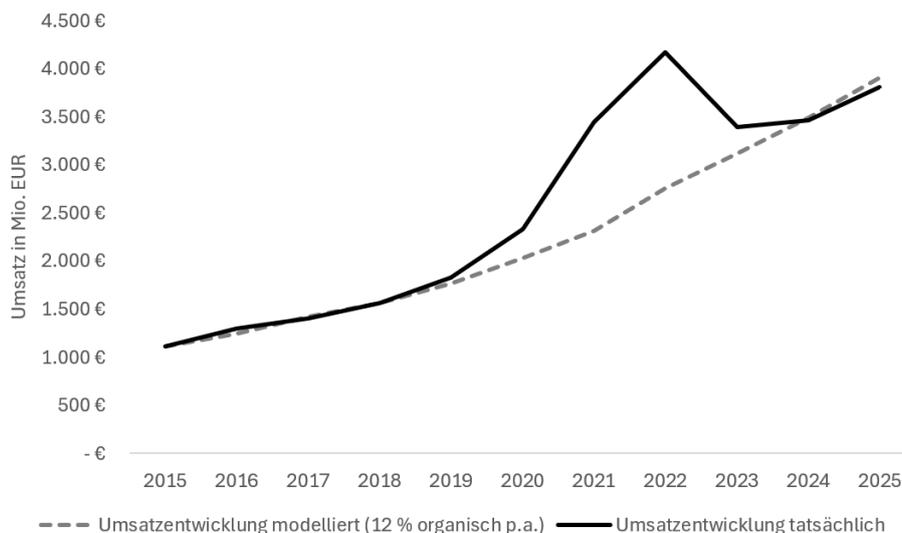
Ein besonderer Fokus bei unserer Analyse langfristiger Unternehmensbeteiligungen besteht in der Suche nach nachhaltigen Wachstumstreibern, die sich idealerweise *unabhängig* von der konjunkturellen Entwicklung entfalten können. Doch auch bei Wachstumsunternehmen kann die Umsatz- und Gewinnentwicklung Schwankungen unterliegen und in besonderen Fällen von Über- oder Untertreibungen der Kunden betroffen sein; in letzterem Fall schlägt dann die Stunde der opportunistischen Investoren. Ein solches Szenario könnte aktuell auf die in Göttingen beheimatete **Sartorius** zutreffen. Das Unternehmen ist einer der führenden Anbieter von Produkten und Lösungen für die Herstellung biopharmazeutischer Medikamente. Während in der Vergangenheit Pharmazeutika hauptsächlich synthetisch hergestellt wurden, stellen Biopharmazeutika heutzutage den Großteil der neuen Wirkstoffe in der Pharmabranche dar. Der Herstellungsprozess verändert sich durch diesen Trend von einem chemischen zu einem biologischen Prozess. Sartorius bietet hierfür Produkte und Lösungen an, etwa in der Filtration, Fermentation, Chromatographie und im Fluid Management. Dem Geschäftsmodell eigen sind erhebliche Eintrittshürden und ein hohes Endmarktwachstum. Letzteres speist sich aus der stetig steigenden Zahl von Medikamenten, wie die untenstehende Grafik der Anzahl klinischer Studien verdeutlicht, wobei der Anteil von Biopharmazeutika darin nochmals überproportional wächst.



Die hohen Eintrittsbarrieren ergeben sich aus regulatorischen Anforderungen, da vor der Zulassung eines Medikaments jeder Prozessschritt spezifiziert und von der Aufsichtsbehörde genehmigt wird. Es ist für Pharmaunternehmen daher kaum möglich, im Nachhinein die spezifizierten Filter oder Bioreaktoren für die Produktion eines Medikaments auszutauschen. Der Großteil des Umsatzes von Sartorius hat dadurch einen wiederkehrenden Charakter. Das Unternehmen ist beispielsweise besonders stark im Bereich von Single-Use-Bioreaktoren, die nach jedem Produktionsschritt ausgetauscht werden müssen. Da erfolgreiche pharmazeutische Produkte oft einen Lebenszyklus von mehreren Dekaden aufweisen, ergibt sich so ein gut planbares, wiederkehrendes und wachstumsstarkes Geschäftsmodell. In der Tat konnte das Unternehmen zwischen 2015 und 2020 den Umsatz organisch um 13 % pro Jahr steigern - damit übertraf Sartorius beispielsweise die Wachstumsrate von Microsoft deutlich. In den Jahren 2021 und 2022 beschleunigte sich dieser Trend durch zwei Sondereffekte noch einmal: Zum einen sorgte die Produktion der auf mRNA-Technologie basierenden COVID-19-Impfstoffe für eine Sonderkonjunktur, und zum anderen stockten die Kunden des Unternehmens ihre Läger mit Produkten von Sartorius auf, um sich gegen die emporkommende Lieferkettenproblematik abzusichern. Dies führte im Jahr 2021 zu einem Umsatzwachstum von 48 % und im Folgejahr nochmals um 21 %. Die Marktteilnehmer schrieben dieses außergewöhnliche Wachstum einfach in die Zukunft fort, was die Unternehmensbewertung auf ein absurdes Niveau trieb: Die liquiden Vorzugsaktien des Unternehmens erreichten im November 2021 ein Hoch von 612 €, was dem 75-fachen des damaligen Gewinns je Aktie entsprach. Im Jahr 2023 kehrte sich diese Entwicklung um, was sich in einem Umsatzrückgang von -19 % manifestierte. Auch im laufenden Geschäftsjahr ist wohl nur von einem geringen Wachstum auszugehen. Der Rückgang ist zum einen auf die geringere Produktion von COVID-19-Impfstoffen, aber vor allem auf den Lagerabbau der Kunden aus der Pandemiezeit zurückzuführen. Die Marktteilnehmer reagierten empfindlich auf diese Entwicklung; In der Spitze fiel die Marktkapitalisierung um rund zwei Drittel. Diese Entwicklung brachte den Titel wieder auf unseren Radar. Nachdem wir uns bereits

²www.profitlich-schmidlin.de/vermoegenaufbau-erfordert-intelligente-aktive-diversifikation-teil-2-anleihen

in den Vorjahren ausgiebig mit dem Unternehmen beschäftigt hatten, konnten wir auf mehrere persönliche Gespräche mit dem Management, Werksbesuche in Göttingen und Expertengespräche zurückgreifen. Obgleich die aktuelle fundamentale Entwicklung vom Lagerabbau der Kunden überschattet wird, setzt sich der zugrundeliegende Trend des weiter ansteigenden Produktionsvolumens von Biopharmazeutika fort. Die untenstehende Grafik veranschaulicht die tatsächliche Umsatzentwicklung in schwarz sowie eine modellierte Umsatzentwicklung unter Annahme eines konstanten organischen Wachstums von 12 % (in grau, gestrichelt). Letzteres sollte in etwa dem Endmarktwachstum von Sartorius, bereinigt um die durch COVID-19 induzierten Lagereffekte, entsprechen. Die Entkoppelung des Umsatzwachstums vom historischen Trend während der Pandemie ist deutlich zu erkennen, genauso wie der Effekt des Lagerabbaus in den letzten 18 Monaten. Unter diesen Annahmen sollte Sartorius bald wieder auf den historischen Wachstumspfad zurückkehren. Aus unserer Sicht gibt es bisher keine Indizien dafür, dass die Pharmakunden von Sartorius nicht immer noch jedes Jahr mehr Produkte aus dem Hause Sartorius *verbrauchen* - sie kaufen aktuell lediglich weniger neu ein und bauen ihr eigenes Lager auf diese Weise ab. Dieser Normalisierungsprozess der Läger sollte aber bald ein Ende finden.



Die aktuelle Divergenz zwischen ausgewiesenem Umsatzwachstum und der langfristigen Nachfrage nach den Produkten von Sartorius könnte daher eine Chance darstellen. Das im Branchenschnitt geringe Fondsvolumen des ProfitlichSchmidlin Fonds erlaubt es uns, über das gesamte Spektrum an Marktkapitalisierungen zu investieren. Dies ist im Sartorius-Fall von Vorteil. Zwar sind die Vorzugsaktien von Sartorius im DAX vertreten und somit hochliquide, jedoch verfügt das Unternehmen auch über weniger liquide Stammaktien, die zum Großteil noch bei der Gründerfamilie liegen. Nur die Stammaktien verfügen über ein Stimmrecht. Hierin könnte eine Chance schlummern: Aktuell kann die Familie aufgrund einer bereits seit 1998 bestehenden und noch bis Mitte 2028 gültigen Testamentsbeschränkung nicht über ihre Aktien verfügen. Es ist daher vorstellbar, dass zum Ende der Dekade mit der Auflösung der Beschränkung eine Unternehmenstransaktion stattfindet. Davon unabhängig notieren die Stammaktien aktuell mit einem historisch hohen Abschlag von nahezu einem Drittel auf die im DAX vertretenen Vorzugsaktien, was wir in Kombination mit der generell depressiven Wahrnehmung von Sartorius am Aktienmarkt in den letzten Wochen zum Aufbau einer Position genutzt haben.

Anleihen Sondersituationen

Die auf den Einzelhandel fokussierte Femsa, die sich auch in unserem Portfolio an langfristigen Unternehmensbeteiligungen befindet, veräußerte vor einem Jahr ihre Beteiligung an Heineken. In diesem Zuge wurde eine **2026 fällige Umtauschanleihe auf Heineken Holding-Aktien** mit einem Kupon von 2,625 % von Femsa begeben. Die Heineken Holding ist das börsennotierte Vehikel der Heineken-Familie, welche 50 % an Heineken selbst hält. Für die Zins- und Rückzahlung steht die mit einem „A“-Rating ausgestattete Femsa ein, zusätzliche Upside ergibt sich aus der Wandlungsoption auf die zugrundeliegenden Heineken Holding-Aktien. Der Wandlungspreis liegt bei 95,62 € je Heineken Holding-Aktie, was derzeit einem Aufschlag von rund 39 % entspricht. Da die Umtauschanleihe aktuell unter Par notiert, ergibt sich eine erwartete Mindestrendite zwischen 3 und 4 % p.a., die sich jedoch bei einem Anstieg der Heineken Holding-Aktien erhöhen kann. Dies halten wir für nicht abwegig, da der Heineken-Konzern durch die rückläufigen Herstellungskosten sowie eine kluge Expansion in neue Wachstumsmärkte in den letzten Jahren bei der Gewinnentwicklung Rückenwind erfahren dürfte. Daneben notieren die Aktien der Heineken Holding mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13x auf einem über die letzte Dekade betrachtet historisch günstigsten Niveau, und auch der Abschlag der Heineken Holding zur Heineken-Aktie ist mit 15 % im historischen Vergleich hoch. In Kombination ergibt sich eine aus unserer Sicht deutlich über dem risikofreien Zins liegende Mindestverzinsung mit attraktiver Option nach oben.

Im September wurde mit der **Ubisoft-Wandelanleihe** unsere größte Position im Anleihesegment zurückgezahlt. Die Position hatten wir überwiegend zwischen Ende 2022 und Anfang 2023 aufgebaut. Das Papier verfügte über keinen Kupon, sodass die Rendite in Höhe von etwa 6 % pro Jahr durch den Anstieg der Anleihe von unseren ersten Kaufkursen von unter 104,00 € auf 114,63 € zustande gekommen ist. Die Anleihe verfügte über diverse Besonderheiten, welche aus unserer Sicht die attraktive Einstandsrendite ermöglichten: Erstens handelte die Anleihe mit Stücknotiz statt der an den Anleihenmärkten üblichen Prozentnotiz. Zweitens verfügte die Anleihe über kein Kreditrating. Dies führte dazu, dass ein Großteil der Investoren aufgrund von Anlagerichtlinien und Regulierungen nicht in die Anleihe investieren kann. Drittens handelt es sich bei der Anleihe um eine Wandelanleihe, deren Optionskomponente weit aus dem Geld und damit wertlos war. Dies machte die Anleihe für klassische Wandelanleiheinvestoren uninteressant. Unterdessen war die Rückzahlung der Anleihe aus unserer Sicht über weite Teile der Haltedauer durch eine Neuemission und den vom Unternehmen vorgehaltenen Kassenbestand von mehr als einer Milliarde Euro abgesichert. Die Situation ähnelt einigen weiteren von uns derzeit gehaltenen Anleihen-Sondersituationen wie den im Jahr 2025 und 2027 fälligen Wandelanleihen von Zalando und den im Jahr 2025 und 2026 fälligen Wandelanleihen von Delivery Hero und JustEat Takeaway.

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.

Derivate

Zum Quartalsende verfügt der Fonds über keine Stillhaltergeschäfte, die im Falle von sinkenden Aktienkursen die Quote der langfristigen Unternehmensbeteiligungen erhöhen würden. Wir haben jedoch bei bestehenden Beteiligungen die zum Teil erhöhte Volatilität nutzen können, um Aktien zu veroptionieren und so Verkäufe bei höheren Kursen vorzubereiten. Durch diese Transaktionen würde sich die Quote der langfristigen Unternehmensbeteiligungen bei steigenden Aktienkursen derzeit um etwa 5,8 % reduzieren. Wir vereinnahmten so in den letzten Monaten ein Prämienvolumen in Höhe von etwa 1,6 Mio. € oder etwa 35bp je Fondsanteil.

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: 01.10.2024

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.