

# ProfitlichSchmidlin AG

## 1. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 27. Januar bis 31. März 2014

4. April 2014

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI hat sich seit der Auflage am 27. Januar 2014 um 2,6% auf 10.262,11 Euro erhöht.

Die Lancierung des Fonds im Januar war für uns ein großer Schritt. Unmittelbar nach Fondsaufgabe verfügte der Fonds über ein Volumen von 6,7 Millionen Euro; bis zum Ende des Quartals sind dem Fonds insgesamt 19,9 Millionen Euro zugeflossen. Diese Entwicklung übertrifft unsere Erwartungen. Bei allen Investoren, Förderern und Partnern möchten wir uns ganz herzlich für das uns entgegengebrachte Vertrauen und die Unterstützung bedanken. Die Zuflüsse im ersten Quartal erlauben es uns, den Fokus unserer Tätigkeit weiterhin ungebrochen auf das Auffinden von Unterbewertungen und Sondersituationen zu richten. Auch sind unsere Depotbank Berenberg und unsere Kapitalverwaltungsgesellschaft Universal Investment hervorzuheben. Beide helfen uns sehr, den Blick für das Wesentliche zu behalten.

Mit dem Fortschritt beim Aufbau des Portfolios sind wir bisher zufrieden. Sowohl im Aktien- als auch im Anleihebereich konnten wir attraktive Investitionen eingehen. Um einen Einblick in unseren Ansatz und das aktuelle Portfolio zu gewähren, weisen wir die Investitionsquoten nach den einzelnen Assetklassen aus. Das Fondsvermögen setzte sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 39,1%, Anleihen 35,8%, Derivate 0,7% und Kasse 24,4%. Der Anleihebereich lässt sich weiter in die Unterkategorien „Staatsanleihen Restrukturierungen“, „Hybridkapital von Finanzinstituten“, und „Sondersituationen Unternehmensanleihen“ untergliedern. Die untenstehende Tabelle zeigt die Investitionsquoten und die prominentesten Einzeltitel.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	39,1%	bpost, Delticom, Evonik, WMF Vz
Anleihen	35,8%	
- Staatsanleihen Restrukturierungen	10,5%	Griechenland 19, Hypo Group Alpe Adria 15/16/22
- Hybridkapital von Finanzinstituten	10,3%	SRLEV Und., Fürstenberg Und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	14,9%	IVS 20, Wind 18, Sunrise 17
Derivate	0,7%	Piraeus Bank Warrant 18
Kasse	24,4%	

Stand: 31.03.2014; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Wir haben keinen Einfluss und auch keine dezidierte Meinung bezüglich der kurzfristigen Entwicklung der Kapitalmärkte; dies trifft auch auf die meisten unserer Investitionen zu. Umso wichtiger ist es, dass unsere Investoren sowohl die Gedankengänge unserer Analysen, als auch den Anlagehorizont hinter unseren Investmententscheidungen verstehen. Nur so lässt sich die Leistung des Fondsmanagements evaluieren. Ein hinreichendes Verständnis unserer Strategie ist außerdem elementar, damit sich eine Kongruenz zwischen unserem Anlagehorizont und dem unserer Investoren ergeben kann.

Es ist uns ein Anliegen, mit diesen Quartalsberichten die wesentlichen Faktoren hinter unseren Anlageentscheidungen transparent darzustellen. Wir könnten beispielsweise ein Wertpapier nach intensiver Analyse aus den Gründen „X“ und „Y“ als zu günstig identifizieren und der Titel steigt danach tatsächlich signifikant an. Dies würde zwar den Anteilspreis steigern, sagt aber nichts über die Qualität und Richtigkeit der vorangegangenen Analyse aus. Wenn der Anstieg nicht aus den Gründen erfolgt ist, die *aus unserer Sicht* für den Kauf des Wertpapiers ausschlaggebend waren, dann hatten wir schlicht Glück oder - schlimmer noch - wir haben möglicherweise relevante Faktoren nicht berücksichtigt und Fehler gemacht. Statistisch gesprochen bezeichnet

man dies als falsch-negative beziehungsweise falsch-positive Einstufung.

Die wesentlichen Argumente für unsere größten Investitionen legen wir im Folgenden dar. In diesem und den folgenden Berichten möchten wir unsere Investitionen gemeinsam mit unseren Investoren begleiten. Der folgende Abschnitt gibt einen Überblick der Hintergründe unserer wesentlichen Positionen in den einzelnen Anlageklassen.

## Aktien

Eine prominente Position in unserem Aktienportfolio ist der belgische Postbetreiber **bpost**. Das Unternehmen wurde 2003 aus seinem Dornröschenschlaf geweckt und mit Hilfe einer 49%igen Private Equity Beteiligung rigoros modernisiert. Mitte des Jahres 2013 folgte der Börsengang an der Brüsseler Börse. Heute ist bpost das profitabelste Postunternehmen in Europa. Die EBIT Marge konnte von negativen 3,3% in 2003 auf über 17% gesteigert werden. Eine Erklärung für diese außergewöhnlich hohe Ertragskraft von bpost liegt unter anderem in der hohen Bevölkerungsdichte Belgiens.

Das Postgeschäft ist von zwei Grundtendenzen geprägt: Zum einen sinkt das Briefvolumen jedes Jahr um einen geringen aber konstanten Prozentsatz, zum anderen wächst das Paketgeschäft angetrieben durch ein steigendes eCommerce-Geschäft beständig an. Im Gegensatz zur Deutschen Post, die im Jahr 2013 zum ersten Mal die Preise anheben durfte, kann bpost das wegfallende Volumen im Briefgeschäft schon seit längerem durch jährliche Portoerhöhungen auffangen. Aufgrund des rückläufigen Volumens rechnen wir mit keinen wesentlichen Markteintritten im Briefgeschäft. Im Paketgeschäft mit Privatverbrauchern ist ein großes Filialnetzwerk unerlässlich. Durch diesen Netzwerkeffekt hat bpost einen Wettbewerbsvorteil, der sich mit einem Marktanteil von 50% materialisiert.

Vor diesem Hintergrund ist der Bewertungsabschlag des Unternehmens erstaunlich: Während die Peer Group im Median zu einem KGV von 18,5x und einem EV/EBITDA von 7,2x bewertet ist, kommt bpost auf ein KGV von 10,6x und ein EV/EBITDA von 4,9x. Gleichzeitig weist bpost mit das stabilste Kerngeschäft und die höchsten Margen (17,6% vs. Median 9,9%) auf. Auch die Free Cashflow Generierung des Unternehmens offenbart keine Schwächen. Nahezu der gesamte Gewinn kann in Form von Dividenden an die Aktionäre zurückgeführt werden. Aktuell beträgt die Dividendenrendite 7,2%, was einen soliden Boden für die Bewertung darstellt. Das Unternehmen ist aus unserer Sicht sowohl im Vergleich zur Peer Group als auch allein stehend unterbewertet.

**Delticom** ist Europas führender Online-Reifenhändler. Wir waren an diesem Unternehmen bereits seit Anfang 2010 im Rahmen unserer Tätigkeit für die Investmentpartnerschaft beteiligt, hatten die Beteiligung jedoch wegen einer Überbewertung teilweise zum Ende des Jahres 2011 veräußert. Das Unternehmen befindet sich mehrheitlich im Besitz der Gründer, zweier ehemaliger Manager aus der Reifenbranche, von deren Arbeit wir seit jeher begeistert sind.

Im Gegensatz zu vielen anderen eCommerce-Anbietern weist Delticom einen substantiellen Wettbewerbsvorteil auf: Die im Online-Shop (unterstützen Sie uns auf [www.reifendirekt.de](http://www.reifendirekt.de)) bestellten Reifen können, anstatt zum Kunden nach Hause, direkt zu einer Werkstatt in der Nähe des Kunden geschickt werden. Als First-Mover verfügt Delticom über das mit Abstand größte Netzwerk an Montagepartnern in Deutschland und Europa. Durch den Preis- und Transparenzvorteil gegenüber herkömmlichen, stationären Händlern bietet das Unternehmen den Kunden weitere Vorteile. Wir schätzen den europaweiten Marktanteil auf über 65%.

Nach zwei außergewöhnlich milden Wintern - das Wintergeschäft ist besonders profitabel - war die Margenentwicklung zuletzt enttäuschend. Zusätzlich sorgt die Integration des Ende 2013 übernommenen Konkurrenten Tirendo für Unsicherheiten insbesondere im Hinblick auf die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2014. Diese Effekte sorgten jüngst für ein negatives Analystensentiment: Während 2012 noch ein Gewinn je Aktie von 4 Euro für das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 prognostiziert wurde, lag der Konsensus unmittelbar vor Veröffentlichung nur noch bei knapp einem Euro. Wir lieben ein solches Umfeld: Ein Unternehmen mit bewährtem Geschäftsmodell, einem Management mit „skin-in-the-game“ und temporären, zumeist externen Problemen, die aber nichts an der langfristigen Attraktivität des Geschäftsmodells ändern. Da wir von den langfristigen Aussichten überzeugt sind und davon ausgehen, dass es auch wieder Winter mit Schnee in Köln geben wird, können wir über diese Unsicherheiten hinwegsehen. Wir rechnen nicht damit, dass es unmittelbar weitere Markteintritte im Online-Reifenmarkt geben wird: Unseren Informationen zu Folge hat sich Tirendo für mehrere Investoren als verlustreich erwiesen.

**Evonik** ist durchaus eine Investition, die einer Erklärung bedarf: Das Unternehmen ist verhältnismäßig komplex und operiert in 24 verschiedenen Geschäftseinheiten. Für das Jahr 2013 lassen sich die Umsätze des

Spezialchemie-Herstellers in die folgenden Segmente einteilen:

- Gesundheit und Ernährung (33%),
- Energie-Effizienz (24%),
- Spezialmaterialien (35%), und
- Dienstleistungen und Sonstiges (8%).

Die Rentabilität des Unternehmens ist besonders in den beiden tendenziell weniger zyklischen Bereichen „Gesundheit und Ernährung“ und „Energie-Effizienz“ hoch. Dies trägt zu einer in der Chemiebranche vergleichsweise geringen Zyklizität bei. Evonik befindet sich mehrheitlich im Besitz der RAG Stiftung, welche die Abwicklung des deutschen Steinkohlenbergbaus bewältigen soll. Im Jahr 2008 wurde ein Teil des Unternehmens an das Private Equity Unternehmen CVC Capital Partners verkauft. Seit April 2013 werden 14% der Aktien des Unternehmens an der Frankfurter Börse gehandelt, während sich die übrigen 86% nach wie vor im Besitz von RAG und CVC befinden - der Anteil der Aktien im Streubesitz ist somit sehr gering. Dies hat zur Folge, dass das Unternehmen für große Investoren nicht ausreichend liquide handelbar ist.

Neben der vergleichsweise geringen Aufmerksamkeit, die das Unternehmen dadurch erfährt, lastet auf der Bewertung, dass beide Großaktionäre beabsichtigen, auf absehbare Zeit ihre Beteiligung zu veräußern beziehungsweise zu verringern. Die Folge: Im Vergleich mit ähnlichen Unternehmen ist Evonik trotz der unterdurchschnittlichen Zyklizität, einer starken Ertragskraft und einer Nettokassenposition in der Bilanz unseren Berechnungen zufolge 20-30% günstiger bewertet. Während vergleichbare Wettbewerber beispielsweise aktuell zum 7,7fachen des EBITDAs notieren, ist Evonik mit dem 5,5fachen des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen bewertet - und dies trotz vergleichbarer oder teilweise stärkerer Fundamentaldaten.

Da wir einen Ausstieg CVCs in den nächsten beiden Jahren für wahrscheinlich halten, wird sich der Streubesitz des Unternehmens zeitnah erhöhen - damit werden sich auch große Investoren an dem Unternehmen beteiligen können. Wir gehen davon aus, dass sich mit dem Wegfall des Angebotsüberhangs der Bewertungsabschlag auflösen wird. Bis dahin rechnen wir mit einer Dividendenrendite von 3,7% pro Jahr und antizipieren außerdem eine anziehende Gewinndynamik ab dem Geschäftsjahr 2015, da sich Evonik aktuell am Ende eines umfangreichen Investitionszyklus befindet. Wir ordnen die Beteiligung dem opportunistischen Bereich des Portfolios zu und gehen daher von einer Haltedauer im Bereich von Monaten bis wenigen Jahren aus.

Im Bereich der Sondersituationen sind wir eine Position bei der **Thessaloniki Port Authority** (TPA) eingegangen. TPA betreibt den Hafen in der gleichnamigen Stadt in der nördlichen Ägäis und verfügt dort über ein lokales Monopol, was die Anbindung der angrenzenden Balkanstaaten ohne Mittelmeerzugang angeht. Ein Großteil der Güter, die durch den Hafen von Thessaloniki abgewickelt werden, ist daher nicht von der griechischen Wirtschaft abhängig. Dennoch scheint die Aktie mit einem „Griechenlandabschlag“ zu notieren. Mehr als 1/3 der Marktkapitalisierung ist durch eine Nettokassenposition gedeckt und aufgrund der Arbeitsmarktreformen in Griechenland konnte der Hafenbetreiber inzwischen die operativen Kosten massiv senken. Tatsächlich ist Thessaloniki Port inzwischen der profitabelste Hafenbetreiber Europas. Der griechische Staat hält über den landeseigenen Hellenic Financial Stability Fund drei Viertel der Aktien des Unternehmens. Wir rechnen mit einer vollständigen Privatisierung des Unternehmens bis Ende des Jahres 2014. Der Veräußerungsprozess könnte sich als Werttreiber entpuppen und zur Auflösung der Unterbewertung führen.

Mit der **Württembergischen Metallwarenfabrik** (WMF) haben wir uns bereits im Sommer 2009 erstmals beschäftigt. Das Geschäftsmodell ist leicht zu verstehen und sehr widerstandsfähig hinsichtlich makroökonomischer Entwicklungen. Darüber hinaus gefällt uns die attraktive Segmentdynamik des Unternehmens. Das besonders profitable Kaffeemaschinen-Geschäft weist eine Wachstumsrate im zweistelligen Bereich auf und treibt somit die Konzernmarge. WMF profitiert hierbei vor allem von seinem Servicenetz in Europa. Kaffeemaschinen für Großkunden wie beispielsweise Fast Food Ketten benötigen regelmäßig Service und Wartung. Dadurch verdient der Konzern an jedem verkauften Gerät neben dem Verkaufspreis auch wiederkehrend durch Wartung. Dies erlaubt WMF, hohe Kapitalrenditen zu erwirtschaften. Die Beteiligungsgesellschaft KKR ist seit 2013 wesentlich an WMF beteiligt und konnte erfolgreich am Verkauf des defizitären Elektrokleingeräte-Geschäfts mitwirken. Wir antizipieren weiter steigende Margen und ein beständiges Umsatzwachstum. Außerdem ist mit weiteren Veränderungen in der Aktionärsstruktur zu rechnen; diese könnten sich als Werttreiber erweisen.

## Anleihen

Unsere Anleiheinvestitionen folgen einer detaillierten Prospektanalyse und konzentrieren sich darauf, komplexe Sondersituationen in verschiedenen Bereichen aufzudecken. Unsere Ideen lassen sich dabei in die Bestandteile „Staatsanleihen Restrukturierungen“, „Hybridkapital von Finanzinstituten“, sowie „Sondersituationen Unternehmensanleihen“ unterteilen. Unsere Anleiheinvestments stellen zumeist keine risikoarme Zugabe zur Aktienkomponente des Portfolios dar und sind auch nicht als Kasse-Ersatz gedacht, sondern folgen einem aktiven und renditeorientierten Ansatz. Grundsätzlich sind viele unserer Investitionen von einem langfristigen Charakter geprägt. Gerade im Anleihebereich nehmen wir aber auch kurzfristig auftretende Sondersituationen wahr, die mitunter binnen weniger Monate abgeschlossen werden können. Wir diversifizieren im Anleihebereich tendenziell stärker über die verschiedenen Emittenten als im Aktienbereich.

### Staatsanleihen Restrukturierungen

Im Bereich „Staatsanleihen Restrukturierungen“ gehen wir Investitionen in Staatsanleihen, staatgarantierten Anleihen und verwandte Wertpapiere ein. Unsere Arbeit in diesem Bereich fußt wesentlich auf einer detaillierten Prospektanalyse. Dabei handelt es sich nicht nur um Staatsanleihen, die sich in einer Restrukturierung befinden, sondern auch diejenigen, deren Prospektbedingungen präventiv eine mögliche Restrukturierung erschweren oder ausschließen.

Eine große Position in diesem Bereich ist eine im Jahr **2019 fällige griechische Staatsanleihe**, die nach italienischem Recht begeben wurde und deren Anleihebedingungen keine Collective Action Clauses (CAC) vorsehen. CACs sind Klauseln, die einer Mehrheit von Anleihehaltern, in der Regel 66,6 oder 75%, erlauben, die Bedingungen der Anleihe für sämtliche Halter bindend zu ändern. Da in diesem Fall, im Gegensatz zu nahezu allen anderen griechischen Staatsanleihen, jeder einzelne Halter einem Schuldenschnitt zustimmen müsste, weist diese Anleihe ein wesentlich geringes Risikoprofil als andere ausstehende Anleihen der Hellenen auf. Dies ist keine rein theoretische Überlegung: Die Anleihe wurde bereits 1999 emittiert und überstand den Schuldenschnitt im Mai 2012 unbeschadet, während 93% der Gläubiger Griechenlands einen Schuldenschnitt hinnehmen mussten. Die Prospektanalyse macht den Unterschied.

Eine weitere Position in dieser Kategorie ist eine **kurzlaufende Anleihe Jamaikas**. In diesem Fall war weniger die Rückzahlungsfähigkeit des Emittenten, als vielmehr die besonderen Prospektbedingungen ausschlaggebend. Diese nach New Yorker Recht emittierten Anleihen haben Seltenheitswert, da sie sowohl keine Collective Action Clauses enthalten, als auch eine besonders restriktive pari passu Klausel aufweisen. Die pari passu Klausel regelt die legale Gleichstellung bestehender und künftiger Gläubiger. Im Fall von Jamaika wurde diese Gleichstellung allerdings durch einen Zusatz auch auf Zahlungen im Fall eines Defaults ausgeweitet, wodurch bei einer Restrukturierung auch Gläubiger, die an einer Restrukturierung nicht teilnehmen, einen Anspruch auf die Zahlungen an die tauschenden Gläubiger hätten. Genau diese Klausel hat auch Argentinien in die aktuell vorherrschende missliche Lage vor New Yorker Gerichten gebracht. Jamaikas Anleihen, die nach ausländischem Recht begeben wurden, sind demnach extrem schwer zu restrukturieren. In der Tat führte das Land im Jahr 2010 und 2013 bereits eine Umschuldung durch, von der aber nur Anleihen und sonstige Schulden nach inländischem Recht betroffen waren. Bei diesen wurde die Laufzeit nach hinten verschoben und der Kupon verringert. Davon profitiert die von uns gehaltene Anleihe nach ausländischem Recht, die hierdurch einen vorrangigen Status erhalten hat.

Anders gelagert ist der Fall einer von uns gehaltenen Anleihe der argentinischen **Provinz Neuquen mit einer Laufzeit bis Ende 2014**. Diese Anleihe ist durch Lizenzzahlungen westlicher Mineralölkonzerne gesichert, die, vorrangig vor dem der Regierung in Neuquen zustehendem Anteil, an einen Treuhänder bezahlt werden. Die Anleihe ist zudem als Sinking-Bond konzipiert, wodurch quartalsweise nicht nur der Kupon, sondern auch ein Teil des Nennwertes zurückgezahlt wird. Diese Konstruktion reduziert die Duration und damit auch das Risiko.

Das Finanzinstitut **Hypo Group Alpe Adria (HGAA)** ist seit der Notverstaatlichung im Jahr 2009 vollständig in österreichischem Staatsbesitz. Die Bank stellt sich für den Staat zunehmend als Fass ohne Boden dar und eine Lösung für die Abwicklung war bis Anfang 2014 nicht in Sicht. Die Politik, befeuert durch einen Bericht der Beratungsgesellschaft Oliver Wyman, erwog die Bank in die Insolvenz zu schicken, um die (Senior-)Gläubiger an den Verlusten zu beteiligen. Dies weckte unser Interesse, da die meisten der ausstehenden Senioranleihen

der HGAA von einer Gewährträgerhaftung des Landes Kärnten profitieren, wonach das Land die vollständige Rückzahlung der Anleihen garantiert. Eine Insolvenz der HGAA hätte daher auch direkt die Insolvenz des Bundeslandes Kärnten bedeutet, da dessen Steuereinnahmen in Höhe von nur rund 2 Milliarden Euro jährlich sofort fälligen Gläubigerforderungen von über 12 Milliarden Euro gegenübergestanden hätten. Weiter kam hinzu, dass einige Anleihen nach deutschem Recht aufgelegt wurden, wodurch eine unilaterale Änderung der Bedingungen ausgeschlossen war. Unbeirrt von der rechtlich zweifelhaften Darstellbarkeit dieser Gläubigerbeteiligung war es Finanzminister Spindeleggers andauernden Drohungen über eine mögliche Insolvenz der Bank zu verdanken, dass diese landesgarantierten und nach österreichischem Recht als mündelsicher eingestuften Anleihen bis in den tiefen 80%-Bereich abstürzten. Am 14. März lenkte der Finanzminister ein und stellte klar, dass eine Beteiligung der landesgarantierten Senioranleihen nicht darstellbar ist. Wir kauften während der kurzzeitigen Panik und nochmals nach den Äußerungen vom 14. März diese vom Land Kärnten garantierten **HGAA Anleihen mit Laufzeiten bis 2015 und 2016**. Die Kurse erholten sich inzwischen deutlich auf ein Niveau um Pari.

Noch bevor jedoch abschließende Klarheit herrschte, ob sich der Finanzminister für eine Insolvenz und eine Beteiligung der Anleihegläubiger entscheiden würde, befassten wir uns mit einer weiteren besonderen Anleihe des Instituts. Neben den zahlreichen Anleihen mit Landeshaftung hat die **HGAA auch eine Anleihe mit einer Laufzeit bis 2022** ausstehen, die von einer expliziten und nach deutschem Recht abgegebenen Garantie der Republik Österreich profitiert. Diese ist daher noch höherwertiger als die erwähnten Landesgarantien zu bewerten, da die Garantie nicht nachträglich durch die Republik geändert werden kann. Neben der Ausgestaltung des Prospekts nach deutschem Recht ist die Anleihe zusätzlich besonders sicher, da keine Collective Action Clauses in den Bedingungen verankert sind und auch nicht nachträglich eingeführt werden können. Absurderweise wurde diese Anleihe während der jüngsten Debatte um die Beteiligung der Gläubiger an einer Insolvenz des Instituts ebenfalls abverkauft, sodass sich der Renditespread der Anleihe über vergleichbaren österreichischen Staatsanleihen von circa 40 auf 100 Basispunkte erhöhte. Wir erwarben diese AAA-Anleihe, da ein Ausfall des Papiers sogar bei einem Ausfall Österreichs rechtlich kaum darstellbar ist. Wir antizipieren damit eine Einengung des Rendite-Spreads zwischen dieser staatsgarantierten Anleihe und vergleichbaren Staatsanleihen Österreichs. Verringert sich der Spread zu österreichischen Staatsanleihen innerhalb von 6 Monaten wieder auf ein „Normalniveau“, erzielen wir mit dieser Anleihe eine Rendite von 13% p.a., dauert es 12 Monate, ergibt sich immer noch eine Rendite von 7% p.a. Angesichts der Tatsache, dass diese Anleihe das Risiko einer Staatsanleihe trägt, ergibt sich so eine sehr attraktive erwartete Rendite.

### **Hybridkapital von Finanzinstituten**

Im Bereich von Hybridkapital von Finanzinstituten sind wir aktuell vor allem bei **Tier 2 Anleihen der niederländischen Versicherung SRLEV** engagiert. Die SRLEV gelangte durch die Verstaatlichung ihrer Muttergesellschaft, der SNS Group N.V., Anfang 2013 in Staatsbesitz. Während die Nachranggläubiger der maroden Bankensparte der Gruppe ihr eingebrachtes Kapital vollständig verloren hatten, wurde der profitabel arbeitenden SRLEV lediglich vom Regulierer untersagt, Kupons auf das Nachrangkapital zu bezahlen. Da diese jedoch intern mit 7% bzw. 9% weiterverzinst werden, stehen uns diese Kupons zu einem späteren Zeitpunkt zu. Der Markt scheint dies derzeit nicht korrekt einzupreisen. Aktuell werden mehrere Szenarien zur Reprivatisierung der Versicherungstochter diskutiert. Wir rechnen noch in diesem Jahr mit der Reprivatisierung und der Wiederaufnahme der regulären Kuponzahlungen.

Im Bankensektor stellt eine endlos laufende Nachranganleihe der **Fürstenberg Capital International** eine größere Position dar. Dahinter verbirgt sich die NordLB, die sich bisher ausgesprochen nachranggläubigerfreundlich gezeigt hat. Durch den relativ hohen Kupon von 10,25% und die wegfallende regulatorische Anrechenbarkeit rechnen wir mit einer vorzeitigen Rückzahlung in den nächsten Jahren.

### **Sondersituationen Unternehmensanleihen**

Im Bereich Unternehmensanleihen antizipieren wir zurzeit bei einigen Positionen die vorzeitige Kündigung durch den Emittenten. Diese Anleihen weisen durch einen hohen Kupon und Kursen deutlich über pari einen starken Kündigungsanreiz auf. Viele Emittenten können das historisch niedrige Zinsumfeld nutzen und teuer ausgegebene Anleihen günstiger refinanzieren. Wir haben uns für vorrangig besicherte Anleihen des zweitgrößten schweizer Telekomanbieters **Sunrise Communications** sowie der beiden Kabelnetzbetreiber **Numericable** (Frankreich) und **Nara Cable** (Spanien) entschieden. Letztere wurde jüngst von Vodafone

übernommen und wir erwarten die vorzeitige Rückzahlung bereits zum Ende des Jahres. Ähnlich befristete Vodafone-Anleihen weisen aktuell eine Rendite von unter 0,5% p.a. auf. Bezogen auf unseren Kaufkurs ergibt sich eine Rendite bis zur von uns antizipierten Kündigung von 4% p.a.

## Derivate

Derivate spielen zurzeit eine untergeordnete Rolle: Diese Assetklasse macht 0,7% des Fondsvermögens aus. Im Zuge der Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems wurden Warrants auf Aktien diverser hellenischer Banken ausgegeben, die aktuell vom griechischen Bankenrettungsfonds HFSF gehalten werden. Wir haben im Zuge dessen **Warrants auf die Aktie der Piraeus Bank Group** erworben. Diese sind aus zwei Gründen interessant: Sie weisen eine ungewöhnlich lange Laufzeit bis 2018 und eine besonders komplexe Struktur auf. Konkret handelt es sich um Bermuda-style Warrants, die nur halbjährlich mit einem ansteigenden Strikepreis ausgeübt werden können. Dies hat zur Folge, dass die Warrants mit dem herkömmlichen Black-Scholes-Modell nicht korrekt bewertet werden können. Für die Bewertung eines Warrants ist, neben anderen Faktoren, besonders die implizite Volatilität ausschlaggebend. Aktuell weisen die Warrants eine implizite Volatilität von unter 20% auf, wobei solide europäische Banken auf Werte zwischen 30% und 40% kommen. Die historische Volatilität der Piraeus Bank Aktie liegt deutlich über 50%, was auf eine signifikante Unterbewertung hindeutet. Dies lässt sich zwar teilweise durch den massiven Überhang an ausstehenden Warrants erklären, jedoch gehen wir davon aus, dass sich dieser über die Zeit durch halbjährliche Ausübungen und die jüngst durchgeführte Kapitalerhöhung abbauen wird.

Bei allen obigen Ausführungen ist zu beachten, dass wir dem Leser nie alle Facetten unserer Wertpapieranalyse und unserer Einschätzung in diesem Format zugänglich machen können (und wollen).

## Neue Anschrift der Gesellschaft

Seit Ende Februar hat sich die Anschrift der ProfitlichSchmidlin AG geändert. Unser neues Büro befindet sich am Waidmarkt 11 in 50676 Köln - in diesem Zusammenhang haben sich auch neue Telefonnummern ergeben:

- Marc Profitlich: 0221 79077025
- Nicolas Schmidlin: 0221 79077026

P.S.: Da wir im ersten Quartal das Portfolio neu aufgebaut haben, war es uns aus Gründen der Transparenz wichtig alle wesentlichen Positionen vorzustellen. Wir gehen davon aus, dass wir uns in den folgenden Berichten kürzer fassen können.

**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

ProfitlichSchmidlin AG

## Disclaimer

Die Anlageberatung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 a KWG, die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG und die Abschlussvermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 KWG erfolgen im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des dafür verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt, nach § 2 Abs. 10 KWG. BN & Partners Capital AG besitzt für die vorgenannten Finanzdienstleistungen eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäß § 32 KWG.

Die Information richtet sich ausschließlich an Empfänger, denen die bereitgestellten Informationen rechtmäßig zugeleitet werden dürfen. Sie richten sich nicht an Personen in Ländern, die die Nutzung der Informationen untersagen. Sofern und soweit Personen aufgrund ihrer Nationalität, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen Nutzungsbeschränkungen unterliegen, dürfen sie die Information nicht nutzen. Bitte informieren Sie sich vorab über bestehende Nutzungsbeschränkungen und halten diese ein.

Die bereitgestellten Inhalte dienen lediglich der allgemeinen Information und stellen keine Beratung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Sie sollen Ihre selbständige Entscheidung erleichtern, können aber nicht die individuelle Beratung ersetzen. Dieses Dokument stellt außerdem keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung der thematisierten Wertpapiere dar.

Bevor Sie von den Inhalten Gebrauch machen, sollten Sie eingehend prüfen, ob die Informationen für Ihre Zwecke geeignet und mit Ihren individuellen Zielen vereinbar sind.

Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zu den Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der Universal-Investment sind kostenlos bei der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter [www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de) erhältlich.

Wertentwicklungen nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Gebühren, Transaktionskosten, Provisionen und Steuern sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung der Anlage.

Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des Erwerbers ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein.