

ProfitlichSchmidlin AG

11. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2016 bis 30. September 2016

5. Oktober 2016

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im dritten Quartal des Jahres 2016 um 4,2 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 14,2 %.

Wir kauften unter anderem Aktien von Brenntag und stockten unsere Beteiligung an Sunrise Communications auf. Im Gegenzug realisierten wir Gewinne bei Vivendi. Unsere CMS-Linker der Erste Bank wurden erfreulicherweise zu 100 % gekündigt. Die UniCredit CASHES veräußerten wir im Verlauf des Quartals vollständig. Neu im Anleiheportfolio sind Anleihen der Wind Telecom.

Ende des Quartals waren 55,9 % in Aktien, 26,8 % in Anleihen, -0,1 % in Derivaten und 17,4 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	55,9 %	Bolloré Group, Sunrise Communications
Anleihen	26,8 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	1,8 %	Tschechien 2021
- Anleihen von Finanzinstituten	10,3 %	Deutsche Pfandbriefbank und., Lloyds Banking Group und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	14,8 %	Tank & Rast 20, UPC Holding 23
Derivate	-0,1 %	
Kasse	17,4 %	

Stand: 30.09.2016; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Die Liquidität an den Anleihemärkten ist als Resultat der strengeren Bankenregulierung und jüngst auch durch die Anleihekäufe der europäischen Zentralbank weiter rückläufig. Diese grundsätzlich negative Entwicklung birgt aber auch Chancen für anpassungsfähige Marktteilnehmer. In den letzten Monaten zeigte sich, dass die Liquidität in Stresszeiten aus manchen Marktsegmenten verschwindet, während in „Risk On“-Phasen die Liquidität auskömmlich ist. Wir begegnen diesem Phänomen, indem wir phasenweise mehr Kasse halten und bei Anleihen mit geringen Restrenditen eher Gewinne realisieren, anstatt sie wie in der Vergangenheit bis zum erwarteten Rückzahlungstag zu halten. Auf diese Weise können wir bei Marktturbulenzen aus einer Position der Stärke heraus handeln. Im Januar und Februar 2016 waren wir beispielsweise bei einigen Anleihen einer der wenigen Käufer und konnten so den allgemeinen Verkaufsdruck und die durch Liquiditätseffekte stark fallenden Preise ausnutzen. In geringerem Ausmaß boten sich auch Opportunitäten direkt nach dem Brexit-Votum. An unserem Ansatz, prospektrechtliche Sondersituationen aufzuspüren, ändert dies nichts, jedoch haben wir den Ansatz aufgrund der sich verschlechternden Liquiditätssituation aktiver aufgestellt. Es sind daher zukünftig größere Bewegungen zwischen der Gewichtung von Anleihen und Kasse zu erwarten, da wir Gewinne früher realisieren.

Aktien

Brenntag liefert Chemikalien an Kleinkunden, die von den großen Chemiekonzernen nicht direkt beliefert werden. Tatsächlich geht die Dienstleistung von Brenntag über die reine Logistik deutlich hinaus. In einem Gespräch mit einem Konkurrenten von Brenntag erklärte uns dessen Finanzvorstand: „*Eigentlich sind unsere Zulieferer unsere Kunden.*“ So unterstützt Brenntag die Chemiekonzerne auch im Vertriebsprozess, indem zum Beispiel Endkunden beraten werden. Das Unternehmen hat weltweit annähernd 200.000 Kunden, die durchschnittlich etwa 2.000 € je Bestellung ausgeben. Das geringe Volumen vieler Bestellungen ist ein Grund, weshalb die großen Chemiekonzerne diesen Teil der Lieferkette an Chemiedistributoren wie Brenntag abgeben: Um Aufträge dieser Größenordnung profitabel erfüllen zu können, sind ein möglichst dichtes Kundennetzwerk und effiziente Strukturen erforderlich. Zudem kümmert sich Brenntag auch um die - bei dieser geringen Auf-

tragsgröße häufig erforderliche - Umverpackung in kleinere Losgrößen. Das Geschäft ist über verschiedenste Kundengruppen diversifiziert und somit nur in geringem Maße von einzelnen Sektoren abhängig.

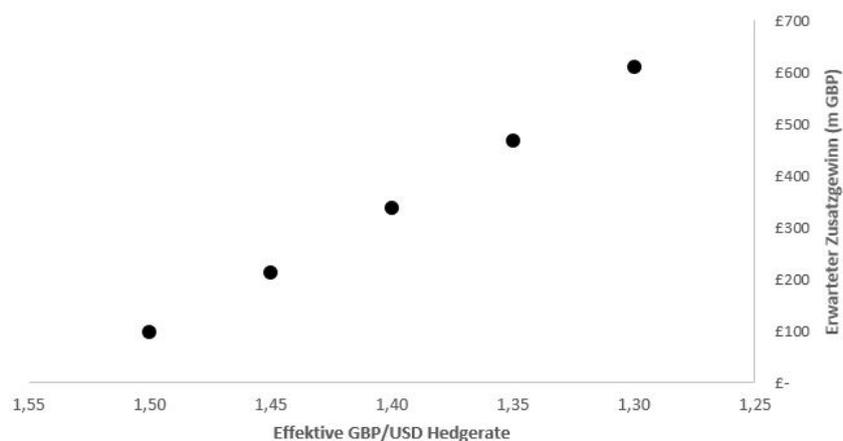
Der Markt für Chemiedistribution weist ein attraktives Wachstumspotenzial auf: Die Produzenten geben einen steigenden Teil der Distribution ihrer Erzeugnisse an globale Dienstleister wie Brenntag ab, um dadurch ihre eigene Lieferkette zu optimieren. Als Konsequenz wachsen Distributoren schneller als die Industrie selbst. Außerdem ist der Markt stark fragmentiert. Dies birgt für den Marktführer Brenntag die Chance, durch kleine und dadurch risikoarme Übernahmen die eigene Marktstellung zu verbessern, indem das Distributionsnetz „dichter“ und die Produktpalette um Spezialitäten ergänzt wird. Dies lässt ein attraktives langfristiges Wachstum erwarten. Zurzeit sind die Industrie und damit das organische Wachstum bei Brenntag durch die lahmende Weltkonjunktur ins Stocken geraten. Dies ändert allerdings nichts an der langfristigen Perspektive. Ohnehin weist Brenntag eine geringe Abhängigkeit vom Wirtschaftszyklus auf, da Distributoren überwiegend in Abhängigkeit vom Volumen bezahlt werden und dieses erwies sich zuletzt während der Finanzkrise als robust. Wir waren preisdiscipliniert und konnten die Aktie zu günstigen Kursen unmittelbar vor und nach dem Brexit erwerben. Wir rechnen damit, dass das Unternehmen in den nächsten Jahren wieder auf den organischen Wachstumspfad zurückkehren wird. Aufgrund der starken Fragmentierung der Industrie gehen wir davon aus, dass Brenntag das organische Wachstum noch auf viele Jahre um Akquisitionen ergänzen kann. Nach mehreren Treffen mit dem Management haben wir keine Zweifel, dass man dabei weiterhin mit gewohnter Preisdisziplin vorgehen wird. Daneben hat besonders das Margenniveau im von der Ölkrise gebeutelten Nordamerika Erholungspotenzial. Angesichts der über die letzten Jahre kontinuierlich gesunkenen Verschuldung könnte sich nun eine steigende Ausschüttungsquote in den nächsten Jahren als Werttreiber materialisieren.

Wie im neunten Quartalsbericht dargestellt, waren wir unsere Beteiligung an **Vivendi** insbesondere aus zwei Gründen eingegangen: Zum einen hielten wir es für denkbar, dass sich die Vivendi-Tochter Universal Music dank des wachstumsstarken Musikstreamings an einem Wendepunkt befindet. Die Erträge von Universal könnten daher in den nächsten Jahren ein kontinuierliches Wachstum aufweisen, wobei die Umsätze durch die im Musikstreaming üblichen Abo-Modelle an Stabilität gewinnen sollten. Zum anderen war zu unserem Kaufzeitpunkt das Verlustpotenzial von Vivendi durch die hohe Nettoliquidität in Höhe von etwa 8 € je Aktie aus fundamentaler Sicht begrenzt. In der Zwischenzeit verringerte sich die Nettoliquidität durch Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe, aber auch durch diverse neue Unternehmensbeteiligungen. So beteiligte sich Vivendi in den letzten neun Monaten an zwei französischen Entwicklern von Computerspielen und verhandelte mit dem italienischen Bezahler Mediaset über einen Zusammenschluss. Wir müssen zur Kenntnis nehmen, dass diese Aktivitäten die Aufmerksamkeit des Kapitalmarktes voll in Anspruch nahmen und damit die positive fundamentale Entwicklung von Universal Music bisher weitestgehend überlagert wurde; dadurch konnte sich unser Werttreiber bisher kaum materialisieren. Gleichzeitig verloren weitere Beteiligungen von Vivendi an börsennotierten Unternehmen im Verlauf der letzten Monate an Wert, so dass wir auch unsere faire Bewertung für Vivendi nach unten anpassten. Konsequenterweise reduzierten wir unsere Beteiligung an Vivendi, indem wir unsere direkt gehaltenen Aktien des Unternehmens zwischen Juni und August vollständig veräußerten und damit Gewinne realisierten. Nachdem wir die Position Anfang 2016 überwiegend über Stillhaltergeschäfte aufgebaut hatten, vereinnahmten wir Ausschüttungen in Höhe von 2 € je Aktie. Wir sind weiterhin indirekt über die Bolloré Group an Vivendi beteiligt, der Wert von Vivendi steht für rund ein Drittel des Unternehmens.

Als wir unsere Investition in der eidgenössischen **Sunrise Communications** im achten Quartalsbericht vorstellten, fußten unsere Überlegungen auf drei Aspekten: Zum einen überlagerten temporäre Accounting-Effekte die operative Entwicklung des Unternehmens. Zum anderen waren wir der Überzeugung, dass ein von Kapitalmarktteilnehmern befürchteter Preiskrieg, ausgelöst durch den kleineren und höher verschuldeten Konkurrenten Salt, eher unwahrscheinlich ist. Beide Punkte haben sich bisher als korrekt erwiesen. Vor diesem Hintergrund gewinnt nun der dritte Teil unserer ursprünglichen These an Bedeutung. Sunrise hat angekündigt, seine Nettoverschuldung nicht unter das 2,5-fache des EBITDAs fallen zu lassen. Es scheint uns angesichts der positiven operativen Entwicklung des Unternehmens daher denkbar, dass Sunrise ab dem Geschäftsjahr 2017 zwischen 5 und 6 CHF je Aktie ausschüttet. Eine Änderung der Ausschüttungspolitik könnte sich angesichts des derzeitigen Aktienkurses von rund 67 CHF als Werttreiber materialisieren. In der von negativen Zinsen geprägten Schweizer Volkswirtschaft wäre eine Dividendenrendite von annähernd 10 % für ein stabiles Telekomunternehmen außergewöhnlich.

Rolls Royce profitiert nicht nur durch reine Umrechnungseffekte, sondern insbesondere durch Transaktionsgeschäfte von der deutlichen Abwertung des britischen Pfunds. Dies liegt daran, dass der für das Unternehmen so wichtige Bereich der zivilen Triebwerksherstellung sämtliche Umsätze in US-Dollar fakturiert, jedoch einen

signifikanten Teil der Kosten in britischen Pfund bezahlt. Nach dem Brexit-Votum fiel das GBP/USD-Paar von 1,48 auf unter 1,30 - für sich genommen bereits eine Abwertung um 12 %. Da sich Rolls Royce allerdings langfristig absichert, weist Rolls Royce aktuell eine Absicherung zu einem GBP/USD Wechselkurs von 1,57 auf. Aus Sicht des Unternehmens hat sich das Währungspaar also um 17 % verbilligt. Sofern diese Entwicklung von Dauer ist, kann dies deutlich positive Auswirkungen auf die Bewertung von Rolls Royce haben. Ein Beispiel: Für das Jahr 2017 beläuft sich der Konsensus in der zivilen Triebwerksherstellung auf einen Umsatz von rund 11,7 Mrd. USD. Wir schätzen, dass sich Rolls Royce für 2017 einen USD-Wechselkurs von 1,55 gesichert hat, wodurch letztendlich Umsätze von 7,5 Mrd. GBP zu Buche stehen. Diesen steht eine geschätzte Kostenbasis im US-Dollar-Raum von 4,3 GBP und eine Kostenbasis in Großbritannien von 2,8 Mrd. GBP gegenüber. Nach Abzug dieser Kosten ergibt sich dann der aktuelle Konsens-Gewinn für diese Sparte von 0,4 Mrd. GBP. Könnte Rolls Royce bereits 2017 die tieferen Wechselkurse effektiv nutzen, so würde sich in Abhängigkeit des Wechselkurses (variabel zwischen 1,50 und 1,30) der folgende positive Effekt auf das operative Ergebnis ergeben:



Könnte Rolls Royce also statt 1,55 schon 2017 den aktuellen Kurs von 1,30 ansetzen, so würden sich dadurch der Umsatz um rund 1,4 Mrd. GBP erhöhen, die Kosten aber nur um rund 0,8 Mrd. GBP mitsteigen, entsprechend wäre ein jährlicher zusätzlicher Gewinn von 0,6 Mrd. GBP das Resultat. Angesichts der Marktkapitalisierung von 13 Mrd. GBP sind die Auswirkungen auf die Bewertung erheblich. Da das Unternehmen allerdings die Umsätze für die nächsten Jahre fortlaufend absichert, wird dieser Effekt nicht sofort zu spüren sein. Solange sich das britische Pfund aber nicht merklich erholt, werden diese Gewinne ganz real bei Rolls Royce ankommen. Die schlechte Nachricht ist also, dass noch einige Jahre ins Land gehen werden, bis die positiven Effekte tatsächlich vollumfänglich bei Rolls Royce sichtbar werden. Die gute Nachricht ist jedoch, dass bis dahin der Effekt noch stärker ausfällt, als hier für das Jahr 2017 simuliert, da Rolls Royce ein planbares USD-Umsatzwachstum über die nächsten Jahre aufweisen sollte (vgl. siebter Quartalsbericht).

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 „Staats- und staatsgarantierte Anleihen“, „Anleihen 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.

Anleihen von Finanzinstituten

Ende Juli veröffentlichten wir einen Blogbeitrag zum anstehenden Referendum in Italien.¹ Wie dort dargestellt, könnte dieses Referendum weitreichende Folgen haben. Wir haben uns daher selektiv aus anfälligen Anleihen von italienischen Finanzinstituten zurückgezogen und dabei unsere vollständige Position in den **UniCredit CASHES** veräußert. Das italienische politische System und die Bankenlandschaft erscheinen uns zu fragil. Unsere prospektrechtlichen Überlegungen (siehe vierter Quartalsbericht) erwiesen sich zwar zunächst als richtig

¹<http://profitlich-schmidlin.de/italienische-dekret-anleihen-ein-schelm-wer-boeses-dabei-denkt/>

und die Investition wies zunächst deutliche Kursgewinne auf, allerdings verpassten wir die Gelegenheit, diese zu realisieren.

Nachdem die Reputation des österreichischen Bankensektors durch die Hypo Alpe Adria-Episode gelitten hatte, kamen im August zur Abwechslung positive Nachrichten aus der Alpenrepublik: Die **Erste Bank** kündigte ihren ausstehenden CMS-Linker nach guten EZB-Stresstest-Ergebnissen zu 100 %. Das Papier stand unmittelbar zuvor bei 55 %, was auch unserem durchschnittlichen Kaufkurs entsprach. Das Papier war unter den von uns gehaltenen CMS-Linkern am zweithöchsten gewichtet. Die Kündigung des Papiers zum Nennwert macht erst auf den zweiten Blick Sinn, denn ein Rückkauf des Papiers unter dem Nennwert hätte zu einem Buchgewinn für die Bank geführt. Das Management entschied sich jedoch für eine direkte Kündigung, um die Reputation der Bank nach einem unglücklichen Kuponausfall im Jahr 2015 wiederherzustellen. Neben dem erfreulichen Kursgewinn ist für uns besonders wichtig, dass die EZB als Regulator dieser Transaktion grünes Licht gegeben hat, wodurch nun der Weg für andere Emittenten frei sein könnte. Ein weiterer Beweggrund für die Kündigung durch die Erste Bank war vermutlich, dass das Papier nach der Basel-III-Übergangsphase ab Ende 2021 auch nicht mehr als Tier-2-Kapital anrechenbar gewesen wäre. Diese Besonderheit trifft nicht auf alle CMS-Linker zu und hängt von den Prospektspezifika ab. Wir konzentrieren uns weiterhin auf CMS-Linker, die genau von dieser Besonderheit profitieren. Die aus der Kündigung resultierende Signalwirkung verlieh auch anderen CMS-Linkern Rückenwind: Die von uns gehaltenen CMS-Linker der Crédit Agricole stiegen im Anschluss um 28 %, die CMS der Bank Austria um 47 %. Nachdem die CMS-Linker im vergangenen Jahr, getrieben durch das sinkende Zinsniveau und die allgemeine Entwicklung im Bankensektor, Kursverluste ausgewiesen hatten, hat sich dieser Trend nun zu unseren Gunsten umgekehrt.

Sondersituation Unternehmensanleihen

Auf unsere Position in **HoldCo-Anleihen von Altice** sind wir bereits im siebten Quartalsbericht eingegangen. Dort hatten wir hervorgehoben, dass die Gesellschaft nach einer Umwandlung ihrer Aktienstruktur in Zukunft vermutlich einen größeren Teil ihrer Zukäufe mit Aktien finanzieren wird, was strukturell positiv für die HoldCo-Anleihen ist. Einen ersten Schritt in diese Richtung tätigte die Gesellschaft nun Anfang September, als sie die Übernahme der noch nicht in ihrem Besitz befindlichen 22 % an ihrer Tochter SFR-Numericable gegen neu emittierte Altice-Aktien verkündete. Hierdurch wird SFR-Numericable nun eine 100-prozentige Tochter der Altice-Gruppe. Für die Gläubiger ist dies positiv, da ihnen nun die vollen Cashflows zur Verfügung stehen, ohne dass dafür neue Schulden aufgenommen werden mussten. Die von uns gehaltenen HoldCo-Anleihen werden mit 7,25 % verzinst und sind 2021 endfällig. Da die Anleihen von der Holding ohne eigene Vermögenswerte begeben wurden, sind sie vergleichsweise riskant. Dies relativiert den Kupon von 7,25 % in seiner absoluten Höhe. Dennoch gehen wir davon aus, dass Altice die Anleihen ab Mai 2017 mit einem Premium zum Nennwert frühzeitig zurückzahlen wird, denn auf der Holding-Ebene kann Altice die Kuponzahlungen nicht steuerlich effizient nutzen. Anders sieht dies auf der Ebene der operativen Gesellschaften der Gruppe, wie beispielsweise der Tochter SFR-Numericable, aus, wo sich die Zinszahlungen steuermindernd auswirken. Wir erwarten daher, dass Altice die auf der Holdingebene begebenen Anleihen früher oder später durch Emissionen auf Ebene der operativen Gesellschaften ersetzen wird. Der Markt sah dies lange Zeit anders, was sich darin äußerte, dass die Anleihe zu Beginn des Jahres 2016 deutlich unter Pari fiel - wir führten dies hauptsächlich auf Liquiditätseffekte zurück. Mitte August stieg die Anleihe dann erstmals über den möglichen Kündigungspreis von 105,438 %. Wir nutzten dies, um Gewinne zu realisieren. Über die Haltedauer vereinnahmten wir bisher zeitanteilig den Kupon in Höhe von 7,25 % und realisierten Kursgewinne von ebenfalls etwa 7 %.

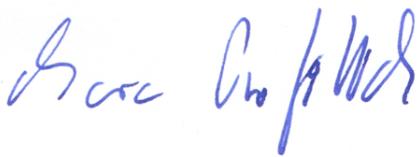
Bei Wind Telecom (VimpelCom) handelt es sich um einen alten Bekannten: Wir hielten bereits zur Fondsaufgabe Anleihen des Unternehmens und antizipierten erfolgreich eine vorzeitige Rückzahlung (vgl. zweiter Quartalsbericht). Am ersten September 2016 stimmte die EU-Kommission der Fusion zwischen den italienischen Telekomaniern Tre Italia (CK Hutchison) und Wind zu. Wir haben auf diese Entscheidung seit längerem gewartet, da hierdurch insbesondere die zweitrangig besicherten Anleihen von Wind attraktiv wurden. Wind Telecomunicazioni selbst ist aktuell hoch verschuldet; da CK Hutchison aber seine Tochter ohne Schulden in die neu fusionierte Gesellschaft einbringt, fällt die Verschuldung der neuen Gruppe deutlich ab. Wir erwarben deshalb die mit sieben Prozent verzinsten **zweitrangig besicherten Anleihen von Wind** unmittelbar nach der Entscheidung der EU-Kommission und rechnen mit einer Kündigung der Anleihe zum nächstmöglichen Termin im April 2017. Mit unseren Käufen sicherten wir uns eine Rendite bis zur ersten Kündigungsmöglichkeit zwischen 4 und 6 %. Aufgrund der aktuell ineffizienten Kapitalstruktur der neu formierten Gesellschaft halten wir auch eine noch frühere Rückzahlung zu einem Premium für möglich, um die Besicherungen für neue Schul-

denaufnahmen freizugeben.

Derivate

Zum Stichtag ist der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursverlusten alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 4,4 Prozentpunkte erhöhen würden. Die Laufzeit der Optionen ist auf wenige Wochen bis vier Monate gestreut. Im abgelaufenen Quartal verfielen 97 % der geschriebenen, im Quartal fälligen, Put-Optionen wertlos, wodurch wir die Optionsprämie einnehmen konnten.

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 und die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 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 ausgewiesene Rendite bezieht sich jeweils auf die institutionelle Tranche.

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 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.