

13. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Januar 2017 bis 31. März 2017

4. April 2017

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im ersten Quartal 2017 um 5,6 %. Seit Auflage des Fonds Anfang 2014 beträgt die Steigerung 24,1 %.

Wir stockten im abgelaufenen Quartal unsere Position in Rolls Royce und Zardoya Otis auf, im Gegenzug passten wir einige Positionen an, deren Bewertungen sich im Zuge der „Trump Rally“ ausgeweitet hatten. Zwei unserer Positionen konnten von Übernahme-Ankündigungen profitieren: So bestätigte Stada den Erhalt mehrerer verbindlicher Angebote, während die britische Exova Ende März verkündete, in Gesprächen mit möglichen Käufern zu stehen. Im Anleihebereich bauten wir eine neue Position in Pflichtwandelanleihen von Bayer auf. Wir veräußerten unter anderem unsere UPC-Senioranleihen, nachdem sich die Rendite bis zur erwarteten Kündigung deutlich reduziert hatte. Die Crédit Agricole veröffentlichte ein Tenderangebot für die von uns gehaltenen CMS-Linker des Instituts.

Zum Ende des Quartals waren 52,0 % in Aktien, 28,2 % in Anleihen, -0,2 % in Derivaten und 20,0 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	52,0 %	IWG, Rolls Royce
Anleihen	28,2 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	3,2 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	7,5 %	Deutsche Pfandbriefbank und., SRLEV und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	17,5 %	RAG 21, SGL Carbon 21
Derivate	-0,2 %	
Kasse	20,0 %	

Stand: 31.03.2017; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Das erste Quartal 2017 war von Kursgewinnen bei geringer Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten geprägt. Wir fragen uns, ob die geringe Volatilität angesichts mehrerer bedeutender Wahlen in Europa und der schwelenden Unsicherheit um die Realisierbarkeit diverser Vorhaben sowie der Auswirkungen der neuen Wirtschafts- und Außenhandelspolitik der Trump'schen Regierung als antizyklisches Warnzeichen verstanden werden kann. Wir fokussieren uns im Aktienbereich weiterhin auf unterbewertete Titel mit starken Werttreibern, um die Abhängigkeit von der politischen Großwetterlage auf beiden Seiten des Atlantiks abzumildern.

Eine der Lektionen aus dem Jahr 2016 war, dass die Handelbarkeit an den Anleihemärkten aufgrund der gesunkenen Liquidität schnell zwischen den Extremen schwanken kann. Zurzeit erscheint die Liquidität auskömmlich, was sich auch in attraktiven realisierbaren Briefkursen und Spreads vieler Anleihen widerspiegelt. Dies kann sich jedoch ebenso schnell wieder ändern. Wir nutzen das aktuelle Umfeld, um Positionen mit zu geringen Restrenditen zu veräußern. Wir sehen uns auf eine Ausweitung der Spreads und eine Verschlechterung der Liquiditätssituation gut vorbereitet, während die im Portfolio gehaltenen Titel weiterhin ein attraktives Renditepotenzial aufweisen. Wie zuvor vermeiden wir es, Anleihen als „Kasse-Ersatz“ beizumischen, sondern fokussieren uns auf Papiere, die von prospektgetriebenen Sondersituationen und vorzeitigen Rückzahlungen profitieren könnten. Die Zinssensitivität des Anleiheportfolios bleibt dabei unserer Einschätzung zufolge gering.

Aktien

Im Februar wurde bekannt, dass sich die Beteiligungsgesellschaft Groupe Bruxelles Lambert um den Milliardär Albert Frère an **Burberry** beteiligt hat. Frère sitzt auch im Board von LVMH, dem früheren Arbeitgeber des neuen CEO von Burberry, Marco Gobbetti. Wir sehen durch den Einstieg eines „Insiders“ im weiteren Sinne

das Vertrauen in die Fähigkeiten des neuen Managements gestärkt. Daneben veröffentlichte das Unternehmen eine solide Umsatzentwicklung auf vergleichbarer Fläche für das vierte Quartal 2016.

In unserem sechsten Quartalsbericht stellten wir unsere These hinter unserer Beteiligung an der britischen **Exova Group** vor: Wir erwarteten, dass das Unternehmen vom strukturellen Wachstum des Prüf- und Zertifizierungsmarktes profitieren kann, und führten die nach unserer Einschätzung geringe Bewertung auf Liquiditätseffekte um die beabsichtigte Veräußerung des Aktienpakets des Großaktionärs CD&R zurück. Auch hielten wir seiner Zeit „eine Übernahme für denkbar“. Unsere Überlegungen scheinen sich nun zu materialisieren: Ende März 2017 veröffentlichte Exova eine Mitteilung, in der Gespräche mit aktuell drei Bietern für das Unternehmen bestätigt wurden. Wir werden im nächsten Quartalsbericht über die weitere Entwicklung informieren.

Wir bauten unsere Beteiligung an **Rolls Royce** im abgelaufenen Quartal aus, wodurch das britische Unternehmen nun die größte Portfolioposition darstellt. Rolls Royce berichtete Zahlen für das Geschäftsjahr 2016, die über den Erwartungen lagen. Insbesondere wies das Unternehmen trotz der aktuell von Anlauf- und Entwicklungskosten geprägten Transformationsphase einen positiven freien Cashflow auf und erwartet, getrieben durch stetig steigende, hochmarginale Wartungserträge und abnehmende Verluste aus Neuauslieferungen, deutlich steigende Cashflows über die nächsten Jahre. Die ausgewiesenen Zahlen in der Gewinn- und Verlustrechnung verzerrten jedoch durch zahlreiche Besonderheiten bei der Bilanzierung die wahre Ertragskraft des Unternehmens. Wie in unserem siebten Quartalsbericht dargestellt, wendet Rolls Royce bisher eine Art der Rechnungslegung an, bei der die zukünftig anfallenden Service- und Wartungserträge bereits zum Zeitpunkt der Auslieferung des Triebwerks teilweise als Gewinn verbucht werden. Durch die Einführung von IFRS 15 ab 2018 ändert sich dies: Die Erträge aus dem Servicegeschäft dürfen dann nur noch zum Zeitpunkt der tatsächlichen Wartungstätigkeit verbucht werden. Im Fall von Langstreckentriebwerken findet die erste Wartung in der Regel sechs Jahre nach Auslieferung statt. Da Rolls Royce von seinen Kunden aber monatlich eine fixe Summe pro geflogener Flugstunde erhält, ergibt sich eine deutliche Verzerrung zwischen ausgewiesenem Gewinn und erhaltenen Zahlungsströmen. Wir erwarten, dass Rolls Royce durch diese Änderung der Rechnungslegung in seinem wichtigen Civil Aero-Segment bis 2020 keine Gewinne ausweisen wird, zum Ende der Dekade aber bis zu einer Milliarde an freien Cashflows ausweisen könnte - dem steht eine Marktkapitalisierung von rund 14 Mrd. GBP gegenüber.

Die durch den neuen CEO Warren East angestoßenen kulturellen und operativen Veränderungen hin zu einer wendigeren und sinnvoll inzentivierten Organisation sind genau nach unserem Geschmack. Ein interessantes Detail, dem der Kapitalmarkt nach Veröffentlichung des Geschäftsberichts scheinbar kaum Beachtung schenkte: Die langfristige Vergütung des Managements ist maßgeblich vom erzielten freien Cashflow der nächsten drei Jahre abhängig. Die *untere* Grenze, ab der diese variable Vergütung überhaupt gewährt wird, wurde nun auf einen kumulierten freien Cashflow von rund 1,1 Mrd. GBP im Zeitraum 2017 - 2019 angehoben. Damit liegt diese Untergrenze bereits *über* den Konsensus-Annahmen des Kapitalmarktes. Um den maximalen Bonus zu erzielen, muss der freie Cashflow zwischen 2017 und 2019 die 2 Mrd. GBP Marke überschreiten, was unsere und die Markterwartungen deutlich übertreffen würde. Wir sehen in der Anpassung des Anreiz- und Vergütungsprogramms ein weiteres Indiz für die unserer Bewertung zugrundeliegenden Annahmen.

Der Hersteller von Generika und OTC-Medikamenten **Stada Arzneimittel** erhielt im März zwei verbindliche Übernahmeangebote zu 58 € je Aktie zuzüglich der Dividende für 2016. Die Aktien des Unternehmens befinden sich erst seit November 2016 im Portfolio des ProfitlichSchmidlin Fonds. Der aktivistische deutsche Investor Active Ownership Capital hatte im April 2016 eine Beteiligung an dem Unternehmen gemeldet und im Verlaufe des Jahres den Aufsichtsrat umgestaltet. Wir hatten unsere Position mit Hinblick auf das operative Einsparpotenzial und eine mögliche Übernahme aufgebaut. Im Zuge des nun angestoßenen Bieterverfahrens verringerten wir die Position und realisierten Kursgewinne von etwa 30 %.

Das Schweizer Unternehmen **Sunrise Communications**, an welchem wir bereits seit dem vierten Quartal 2015 beteiligt sind, verkündete im Januar die Absicht, einen Teil seiner Netzinfrastruktur - sogenannte Tower - zu veräußern. Auf diese Weise möchte das Unternehmen seine Verschuldung weiter abbauen. An der Ankündigung, die Ausschüttungsquote deutlich zu erhöhen, hält das Unternehmen weiter fest. Wir warten gespannt darauf zu erfahren, wie der Großaktionär Freenet mit seiner Beteiligung an dem Unternehmen weiter verfahren wird, und realisierten in den letzten Monaten erstmalig Gewinne.

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.

Sondersituation Unternehmensanleihen

Wir bauten eine Position in **Pflichtwandelanleihen von Bayer mit Laufzeit bis 2019** auf. Bayer gab diese Anleihen, um einen Teil des Kaufpreises für die geplante Monsanto-Übernahme zu finanzieren. Die Pflichtwandelanleihe weist einen Kupon von 5,625 % auf und wird im November 2019 zwangsweise in Aktien von Bayer gewandelt. Das Wandlungsverhältnis ist variabel mit einem unteren Bezugspreis von 90 € und einem oberen Bezugspreis von 108 €. Notiert die Aktie zum Fälligkeitsdatum zwischen diesem Band, erhält der Investor 100 % des Nominals in Aktien zurück. Ober- und unterhalb der Grenzen nimmt der Investor an der Aktienkursentwicklung teil. Die Anleihe hat damit, von dem Puffer nach unten bis 90 € je Aktie abgesehen, ein ähnliches Risiko wie eine direkte Investition in Aktien. Allerdings verfügt der Anleiheprospekt über sehr gläubigerfreundliche Klauseln: Im Falle von Dividendenausschüttungen werden diese Zahlungen dank einer „full dividend protection“ vom Bezugspreis abgezogen. Ähnlich ist es im Fall einer Kapitalerhöhung geregelt - die von Bayer für die Transaktion beabsichtigt und für die Finanzierung erforderlich ist - bei der ebenfalls der Bezugspreis der Pflichtwandelanleihe nach unten angepasst wird. Auf Basis unserer Berechnungen führt dies dazu, dass die Anleihe bei positiver Aktienentwicklung annähernd der Kurssteigerung der Aktie folgen sollte, aber im Fall eines Rückgangs des Aktienkurses einen Sicherheitspuffer aufweist.

Zumindest im Vergleich zur Peer Group erscheint die Bayer-Aktie aktuell mit einem Abschlag bewertet, was auf die Unsicherheiten im Rahmen der schwebenden Übernahme von Monsanto zurückzuführen sein könnte. Für den Fall, dass die Monsanto-Übernahme vom Regulator nicht genehmigt wird, halten wir es für wahrscheinlich, dass Bayer die Anleihe zurückkauft oder frühzeitig kündigt. Zum einen verursacht die Anleihe einen jährlichen Zinsaufwand in Höhe von mehr als 200 Mio. €, zum anderen könnte Bayer die Verwässerung durch neue Aktien, welche zum Ende der Laufzeit des Wandlers begeben werden, auf diese Weise eingrenzen. Eine frühzeitige Kündigung ist dabei nur unter Zahlung einer make-whole-Prämie, also einer attraktiven Vorfälligkeitsentschädigung möglich. Zusammenfassend könnte die Anleihe sowohl von einem Scheitern als auch einem Gelingen der Monsanto-Übernahme profitieren: Gelingt die Übernahme, verschwindet vermutlich ein bedeutender Teil der Unsicherheiten um Bayer; scheitert die Übernahme, könnte sich der Konzern gezwungen sehen, die Anleihe zurückzukaufen oder zu kündigen.

In unserem zehnten Quartalsbericht stellten wir unsere Überlegungen zu den **UPC-Senioranleihen** in Schweizer Franken vor. Mit diesen Anleihen antizipierten wir eine vorzeitige Kündigung im März 2018 und legten dar, wie man in derartigen Situationen von einem „roll-down“-Effekt profitieren kann. Zwischen Juni 2016 und unserem Verkauf im Februar 2017 materialisierte sich unsere Überlegung: Die Rendite der Anleihe bis zum ersten Kündigungsdatum verringerte sich von 4,1 % auf 1,7 %, wodurch sich über die Haltedauer von 8 Monaten für uns eine Rendite von 7,5 % p.a. bei überschaubarem Zinsänderungsrisiko ergab.

In zwei Blogbeiträgen haben wir im zurückliegenden Quartal detailliert unseren Analyseprozess und die den Investitionen in **Altice HoldCo**-Anleihen und in Wandelanleihen von **MTU Aero Engines** zugrundeliegenden Überlegungen dargelegt. Während der Fall Altice¹ die Bedeutung der Gesellschaftsstruktur für das Kündigungsverhalten eines Emittenten aufzeigt, stellt der Artikel zu MTU² nochmals Auszüge unserer Unternehmensanalyse dar und beschreibt daneben die Prospektbesonderheiten dieser Wandelanleihe.

Anleihen von Finanzinstituten

Der von uns gehaltene Korb an **CMS-Linkern** trug in den zurückliegenden Monaten positiv zur Entwicklung bei. Im abgelaufenen Quartal verkündete die französische Crédit Agricole ein Rückkaufangebot für einen von uns gehaltenen CMS-Linker zu 78 % des Nennwerts. Auch wenn dieses Angebot nur einem Aufschlag von

¹www.profitlich-schmidlin.de/altice-holdco-call-maybe

²www.profitlich-schmidlin.de/mtu-aero-engines-wandelanleihe-ma-potenzial-im-prospekt

7 % auf den Vortageskurs entsprach, so betrug die Wertsteigerung seit Jahresbeginn mehr als 20 %, wodurch das verbleibende Renditepotenzial bei diesen prinzipiell unendlich laufenden und aktuell mit weniger als einem Prozent verzinsten Papieren nicht mehr ausreichend war. Wir planen daher, das Angebot anzunehmen und den Gewinn zu realisieren. Im Januar 2017 verkündete außerdem die dänische Danske Bank die Kündigung eines ihrer CMS-Linker, den wir allerdings zu diesem Zeitpunkt nicht hielten. Unsere im fünften Quartalsbericht vorgestellte und in einem Blog-Beitrag (November 2015) detailliert aufgearbeitete These zu diesen Papieren scheint weiter voranzuschreiten: Die angesprochenen Kündigungen und Rückkaufangebote der letzten Monate wirkten sich positiv auf den gesamten Sektor und somit auch auf die Kurse der verbleibenden CMS-Linker im Fonds aus.

Derivate

Das Exposure in Stillhaltergeschäften reduzierte sich im zurückliegenden Quartal deutlich, zwischenzeitig waren wir Ende Februar in keinerlei Stillhaltergeschäften engagiert. Zum 31.03.2017 ist der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursverlusten alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 0,2 % Prozentpunkte erhöhen würden. Der Rückgang der Stillhaltergeschäfte ist insbesondere auf das erhöhte Bewertungsniveau sowie die deutlich gesunkene Volatilität zurückzuführen.

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.