

ProfitlichSchmidlin AG

14. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. April 2017 bis 30. Juni 2017

4. Juli 2017

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im zweiten Quartal des Jahres 2017 um 0,5 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 24,7 %.

Im zurückliegenden Quartal realisierten wir Gewinne mit Sunrise Communications. Nach Übernahmeangeboten veräußerten wir unsere Beteiligungen an Stada Arzneimittel und Exova Group überwiegend. Die von uns gehaltene Tier-1-Anleihe der Deutsche Pfandbriefbank wurde im Juni zum ersten Kündigungstermin zurückgezahlt. Im Gegenzug bauten wir eine Position in erstrangig besicherten Anleihen des französischen Kabelnetzbetreibers SFR auf.

Ende des Quartals waren 51,9 % in Aktien, 28,1 % in Anleihen, -0,0 % in Derivaten und 20,0 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	51,9 %	IWG, Rolls Royce
Anleihen	28,1 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	3,3 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	2,9 %	Lloyds Banking Group und., SRLEV und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	21,9 %	Matterhorn 2023, SFR 2022
Derivate	-0,0 %	
Kasse	20,0 %	

Stand: 30.06.2017; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

In den letzten sechs Monaten materialisierten sich insbesondere im Aktienportfolio des Fonds auffällig viele Werttreiber: Für Stada Arzneimittel und Exova Group gingen jeweils Übernahmeangebote ein, die Schweizer Sunrise Communications setzte ihre lang erwartete Erhöhung der Ausschüttungsquote um und Bolloré verkaufte seine kontrollierende Mehrheit an Havas, sodass nun einer weiteren Vereinfachung der komplexen Gruppenstruktur wenig im Wege stehen dürfte. Unser Fokus auf Unternehmen mit derartigen individuellen Werttreibern soll die Abhängigkeit von der allgemeinen Marktentwicklung reduzieren; eben dieses Vorgehen erscheint uns im gegenwärtigen Umfeld besonders sinnvoll. Denn es ist deutlich wahrzunehmen, wie die Märkte generell eine weiter steigende Korrelation und Eigendynamik aufweisen: So schätzt eine große amerikanische Investmentbank, dass nur noch ein Zehntel des Handelsvolumens bei Aktien von aktiven, fundamentalen Investmententscheidungen ausgeht. Es ist naheliegend, dass das anhaltende Wachstum passiver oder automatisierter Handelsstrategien das Momentum an den Märkten und den Gleichklang der Kursbewegungen unterstützt. So zu beobachten am 11. Juni 2017: Die drei Technologie-Schwergewichte Alphabet (Google), Amazon und Facebook verloren - ohne Nachrichten - jeweils über 5 % an Wert. Insgesamt 91 Mrd. \$ Börsenwert waren in kurzer Zeit verschwunden. Zur Einordnung: Siemens, das derzeit größte gelistete Unternehmen in Deutschland, kommt auf etwa 120 Mrd. \$ Marktbewertung. Diese Beobachtungen verdeutlichen, wie wichtig der Fokus auf Fundamentaldaten in Verbindung mit starken Werttreibern, die eine identifizierte Unterbewertung auflösen können, ist. Unser Ansatz liegt genau in der Symbiose dieser beiden Faktoren. Wie oben geschildert ist jedoch - unabhängig von der fundamentalen Qualität einer Aktie - mit kurzfristiger Volatilität in die eine oder andere Richtung zu rechnen. Für den aktiven Investor, der seine Entscheidungen auf der Basis von Fundamentaldaten trifft, kann diese Gemengelage nur willkommen sein.

Aktien

In unserem zehnten Quartalsbericht stellten wir unsere These hinter der französischen **Bolloré Group** vor. Wir identifizierten dabei neben der fortschreitenden Reifung der getätigten Hafeninvestitionen insbesondere eine mögliche Vereinfachung der komplexen Konzernstruktur als möglichen Werttreiber. Ein bedeutender Schritt hin zu einer Vereinfachung der Struktur könnte nun innerhalb der nächsten Monate anstehen: Bolloré verkaufte kürzlich sein 60-prozentiges Aktienpaket an der Werbeagentur Havas für rund 2,3 Mrd. € an Vivendi. Nach Abschluss dieser Transaktion reduziert sich die Verschuldung von Bolloré deutlich, wodurch Mittel für neue Investitionen frei sind. Ein aus unserer Sicht möglicher Schritt wäre eine hauptsächlich durch die Ausgabe von neuen Bolloré-Aktien finanzierte Übernahme des gelisteten Mehrheitsaktionärs Financière de l'Odé. Ein über diesen Weg durchgeführter Kauf der eigenen Muttergesellschaft würde paradoxerweise zu einer Reduktion der ausstehenden Bolloré-Aktien um nahezu 30 % führen. Dies ist der Fall, da die Holdingstrukturen in der Bolloré-Gruppe durch Zirkelbeziehungen miteinander verbunden sind, und die Gruppe daher einen signifikanten Teil der Bolloré-Aktien selbst hält. Durch eine Fusion zwischen Bolloré und der Muttergesellschaft würde ein Teil dieser Zirkelbeziehung aufgehoben und die dort gehaltenen Bolloré-Aktien eingezogen werden.

Wie in unserem dreizehnten Quartalsbericht dargelegt, erhielt die **Exova Group** kürzlich ein Übernahmeangebot. Die Transaktion schloss kurz vor Quartalsende, womit wir einen Gewinn realisierten.

Bei **Stada Arzneimittel** sah es Anfang April zunächst so aus, als ob sich der Bieterwettbewerb um den Generikahersteller zu Gunsten der Beteiligungsgesellschaften Bain und Cinven entscheiden würde. Daraufhin verkauften wir unsere verbliebenen Anteile überwiegend an der Börse und realisierten Kursgewinne zwischen 30 und 50 %. Es verblieb eine Position in Stada-Aktien in Höhe von knapp einem Prozent, welche wir zum Verkauf einreichten. Ende Juni musste Stada verkünden, dass die Mindestschwelle für die Annahme des Angebotes sehr knapp verfehlt wurde. Wir gehen davon aus, dass die involvierten Parteien zu einer Lösung kommen werden. Unter dem Thema „*Was die Aktionärsstruktur verrät*“ haben wir in einem Blogbeitrag¹ dargelegt, wie Veränderungen in der Aktionärsstruktur als Werttreiber fungieren können. Dank einer solchen gründlichen Analyse der Aktionärsstruktur konnten wir Exova und Stada frühzeitig als potenzielle Übernahmekandidaten identifizieren.

Unsere Beteiligung an **Sunrise Communications** bauten wir ab November 2015 auf und stellten unsere These im achten Quartalsbericht vor. Die Aktien des zweitgrößten Schweizer Telekomunternehmens waren kurz nach dem Börsengang von über 90 CHF auf unter 50 CHF je Aktie gefallen. Die Einstellung von subventionierten Endgeräten und die damit einhergehende Umstellung der Mobilfunkverträge führte zu optisch schrumpfenden Umsätzen, was einigen Inverstoren nach dem Börsengang offenbar aufstieß. Der Einstieg des für Kampfpreise im Telekommunikationsbereich bekannten Investors Xavier Niel beim kleineren Mitbewerber Salt trieb zudem Sorgen um sinkende Preise. In unserer Ausgangsthese beschrieben wir, wie die „vergleichsweise hohe Verschuldung und Netzwerknachteile“ von Salt gegen einen Preiskampf sprechen. Gleichzeitig gingen wir davon aus, dass Sunrise ab 2017 ein Ausschüttungspotenzial von über 10 % auf unseren Kaufkurs aufweisen könnte, sobald das Unternehmen seine Zielverschuldung erreicht hat.

Nur wenige Monate nach unserem Einstieg beteiligte sich das deutsche Telekommunikationsunternehmen Freenet mit etwa 25 % an Sunrise. Die Beteiligung wurde vollständig mit Schulden finanziert, sodass anzunehmen war, dass auch der neue Großaktionär ein Interesse an höheren Ausschüttungen haben würde. Dies bekräftigte unsere These. Ein Preiskampf mit Salt ist bis heute weitestgehend ausgeblieben; im Gegenteil, Salt hat erst kürzlich seine eigene Verschuldung erhöht, was den Raum für eine aggressive Preisstrategie mindert. Im Mai verkündete Sunrise den Verkauf eines Teils seiner passiven Tower-Infrastruktur. In diesem Zusammenhang wurde wie von uns erwartet die Ausschüttungsquote angehoben, wodurch sich das Ausschüttungspotenzial auf unseren Kaufkurs ab diesem Jahr auf annähernd 10 % erhöht. Nachdem für das Jahr 2015 noch eine Dividende von 3 CHF je Aktie gezahlt wurde, dürfte die Dividende nun auf ansehnliche 4,50 CHF für 2018 steigen, womit aber weiterhin nicht der volle freie Cashflow ausgeschüttet wird. Dies zeigt, dass auch scheinbar langweilige Unternehmen mit den richtigen Werttreibern attraktive Investitionsmöglichkeiten darstellen können. Da sich unser Werttreiber somit materialisiert hat und die Unterbewertung durch den Kursanstieg auf zwischenzeitlich mehr als 80 CHF größtenteils aufgeholt ist, haben wir unsere Beteiligung in den letzten Wochen reduziert.

¹www.profitlich-schmidlin.de/die-aktionaersstruktur-verraet-veraenderung-der-aktionaersschaft-als-werttreiber/

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

Die **Deutsche Pfandbriefbank** entschied sich im zweiten Quartal, wie von uns antizipiert, zur Kündigung ihrer Tier-1-Anleihe zum 14. Juni 2017. Unsere Überlegung basierte darauf, dass diese Anleihe zum einen ab diesem Datum die vollständige regulatorische Anrechenbarkeit verliert und die Bank zum anderen über eine der höchsten Kapitalausstattungen in Deutschland verfügt, wodurch eine alternative Nutzung dieser ehemals durch die Hypo Real Estate emittierten Anleihe als MREL-Kapital als unwahrscheinlich angesehen werden konnte. Wir schlossen das Investment mit einer zweistelligen annualisierten Rendite ab.

Sondersituation Unternehmensanleihen

SFR ist eines der führenden Kabel- und Mobilfunkunternehmen in Frankreich. Der aufmerksame Leser wird das Unternehmen bereits seit unserem zweiten Quartalsbericht 2014 kennen, in dem wir (damals noch unter dem Namen Numericable) eine besicherte Anleihe vorstellten, die wenig später mit einer hohen Vorfälligkeitsentschädigung über eine sogenannte Make-Whole-Kündigung zurückgezahlt wurde. SFR wird von der Holdinggesellschaft Altice kontrolliert. Die Unternehmen innerhalb dieser Gruppe verfolgen in der Regel eine aktive Politik, ausstehenden Verbindlichkeiten möglichst früh zu refinanzieren, um jederzeit über eine möglichst weit gestreckte Laufzeitenstruktur zu verfügen. Im Jahr 2014 begab das Unternehmen **vorrangig besicherte, sechsjährige Anleihen** mit einem Kupon von 5,375 % und erster Kündigungsmöglichkeit ab Mai 2017. Aufgrund der oben geschilderten Reputation des Unternehmens, Anleihen zumeist zum erstmöglichen Termin zu kündigen, sank die Anleihe Anfang 2017 auf ein Niveau um den ersten Kündigungspreis - allein die Kündigung erfolgte nicht. Wir bauten daraufhin eine Position in der Anleihe auf. Unserer These zufolge könnte die Anleihe erst zu einem späteren Zeitpunkt gekündigt werden und wir würden den attraktiven Kupon bis dahin vereinnahmt haben. In einigen Monaten müsste sich die besicherte Verschuldung des Unternehmens auf unter 4x EBITDA reduzieren. SFR hätte dann ausreichend Kapazität, teure Anleihen seiner Holding (Altice) günstig und steuereffizient auf der operativen Ebene zu refinanzieren.² Dies spricht dafür, dass SFR die Anleihe erst später als vom Kapitalmarkt eingepreist kündigen wird. Die SFR-Anleihe weist zudem eine interessante Sicherheitsmarge auf, da der „faire“ Kurs ohne die Deckelung durch die Kündigungsmöglichkeit über dem aktuellen Kursniveau liegt - dies dient effektiv als Kurspuffer im Falle steigender Zinsen. Wir sehen in den besicherten Anleihen von SFR daher eine defensive Anlagemöglichkeit mit kurzer Restlaufzeit, aber attraktivem Renditepotenzial um 4 % p.a., das ab einem Kündigungszeitpunkt im vierten Quartal erreicht werden würde.

Staats- und staatsgarantierte Anleihen

Wir halten bereits seit längerem **serbische Staatsanleihen** mit einer Restlaufzeit bis 2024. Da die Anleihen aus einer Restrukturierung entstanden sind, zeichnen sich diese durch attraktive Prospektbesonderheiten und eine ratierte Rückzahlung aus. Unsere Analyse haben wir in einem Blogbeitrag³ detailliert dargelegt.

Vor rund einem Jahr begannen wir, Positionen in kurzlaufenden **tschechischen Staatsanleihen in Lokalwährung** aufzubauen, welche wir zu Beginn des Jahres weiter aufstockten. Die tschechische Nationalbank hatte Ende 2013 nach dem Vorbild ihres Schweizer Pendant eine Obergrenze für die tschechische Krone gegenüber dem Euro eingeführt, um deren Aufwertung Einhalt zu gebieten. Da diese Interventionen jedoch mit nicht unerheblichen Aufwendungen und Risiken für die Notenbank einhergingen, wurde von vornherein ein Ausstieg aus dem Programm um das Jahr 2017 angekündigt. Durch die auf den Ausstieg folgende Aufwertung der Krone - so unsere Überlegung - müsste sich ein von der Entwicklung der Märkte unkorrelierter Gewinn erzielen

²Die Überlegung hinter dieser Operation (Refinanzierung der Holding-Schulden auf Ebene der operativen Einheit) haben wir in unserem Blogbeitrag zu den Altice HoldCo-Anleihen dargestellt.

³www.profitlich-schmidlin.de/serbien-gedeckeltes-risiko-dank-prospektbesonderheiten

lassen. Gleichzeitig war das Verlustpotenzial durch die kurze Laufzeit der Anleihen und den offenbaren Aufwertungsdruck der Krone begrenzt. Für uns eine spannende Gelegenheit mit einem asymmetrischen Risikoprofil im aktuellen negativen Einlagenzinsumfeld. Am 6. April entschied sich die Nationalbank zum sofortigen Ausstieg aus der Obergrenze, wodurch die Währung in den folgenden Wochen um mehr als drei Prozent zulegte. Wir haben seither unsere Position mit Gewinn reduziert.

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.