

ProfitlichSchmidlin AG

15. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2017 bis 30. September 2017

4. Oktober 2017

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im dritten Quartal des Jahres 2017 um 1,5 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 26,6 %.

Im Verlaufe des letzten Jahres bauten wir eine Beteiligung am australischen Mobilfunkanbieter Amaysim auf. Wir erhöhten außerdem unsere Position in Brenntag und nutzten das erste Scheitern der Stada Übernahme zum Aufbau einer erneuten Position, die erfolgreich angedient werden konnte. Unsere Position in Senioranleihen von Matterhorn und Pflichtwandelanleihen von Bayer bauten wir aus. Die seit 2014 bestehende Position in Nachranganleihen der Lloyds Banking Group veräußerten wir vollständig.

Ende des Quartals waren 52,9 % in Aktien, 27,2 % in Anleihen, -0,1 % in Derivaten und 19,6 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	52,9 %	Amaysim, Rolls Royce
Anleihen	27,2 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	2,2 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	2,7 %	SRLEV und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	22,8 %	Matterhorn 2023, SFR 2022
Derivate	-0,1 %	
Kasse	19,6 %	

Stand: 30.09.2017; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Die Anleihequote des Fonds liegt mit rund 27 % aktuell unter dem historischen Schnitt. Dies ist keineswegs mit Nachlässigkeit zu erklären. Zum einen lässt das Kapitalmarktumfeld - zumindest ohne unsere Kriterien und Ansprüche aufzuweichen - gerade weniger Chancen am Anleihemarkt zu, zum anderen materialisierten sich in den vergangenen Monaten aber auch viele Investitionen. Dies trifft insbesondere auf den Bereich von Anleihen von Finanzinstituten zu: Hielten wir Anfang 2016 noch rund 18 % des Portfolios in diesen Titeln, sind es heute noch knapp 3 %. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass viele unserer Ideen bei Hybridanleihen von Banken durch Tender oder vorzeitige Kündigungen aufgingen. Weiter bauten wir einige Positionen ab, deren Kreditspreads sich stark eingengt hatten. Positiv fällt auf der anderen Seite auf: Die Quote an Sondersituationen bei Unternehmensanleihen erhöhte sich in den letzten Quartalen deutlich auf nun über 22 %. Dies scheint angesichts des sehr niedrigen und teilweise negativen Zinsumfelds zunächst überraschend. Wie wir in unserem letzten Webinar am 21. September jedoch dargelegt haben, fokussieren wir uns derzeit stark auf Situationen, bei denen der Markt entweder eine, aus unserer Sicht, zu frühe oder zu späte Kündigung der Titel erwartet. Dies ermöglicht uns, am kurzen Ende der Laufzeitstruktur positive Renditen zu erzielen. Für viele dieser Situationen sind Börsengänge, Übernahmen, Fusionen oder Umstrukturierungen ursächlich - und davon gibt es aktuell reichlich. In der Summe ist durch diese Entwicklungen das Anleiheportfolio aktuell eher defensiv aufgestellt, erfüllt aber weiterhin unseren Anspruch an Rendite und Risiko. Daneben kommt unsere Kasseposition im Umfeld der gegenwärtig niedrigen Liquidität an den Anleihemärkten - und dem aus unserer Sicht gestiegenen Rückschlagpotenzial in einigen Teilen des Anleihemarkts - eine besondere Bedeutung zu. Wir können damit Liquidität an den Märkten stellen, wenn diese besonders wertvoll ist, und so bei aufkeimender Volatilität Chancen ergreifen.

Aktien

Junge Unternehmen sind häufig agiler und können schneller auf ein sich veränderndes Wettbewerbsumfeld reagieren. Gerade in Branchen, die von wettbewerblichem Wandel betroffen sind, haben diese Unternehmen oft strukturelle Vorteile gegenüber den meist deutlich größeren Platzhirschen, die nicht selten von verkrusteten Organisationsstrukturen geplagt werden. Beispielsweise tun sich alteingesessene Luftfahrtunternehmen wie Lufthansa und Air Berlin seit Jahren schwer im Wettbewerb gegen Ryanair und Easyjet. Letztere haben den kaum zu überschätzenden Vorteil relativ junger Strukturen. Von Verkrustung kann keine Rede sein. Ähnlich gestaltet es sich beim Autobauer Tesla: Bei der Konzeptionierung eines neuen Elektroautos muss es von Vorteil gewesen sein, von Null anfangen zu können, quasi mit einem weißen Blatt Papier und ohne die gewohnte Routine und das Vorwissen, wie ein neues Automobil mit Verbrennungsmotor entsteht. Bei Telekomkonzernen sind ineffiziente Organisationsstrukturen und uneinheitliche IT-Systeme nicht selten mit ursächlich für die ausgenommen schlechte Kundenzufriedenheit. Laut einer Studie schneidet dieser Sektor im Vergleich zu allen anderen Branchen mit dem zweitschlechtesten Net Promoter Score - einem Maß für Kundenzufriedenheit - ab.

Einer der Gewinner in diesem Umfeld könnte die australische **Amaysim** sein. Das Unternehmen wurde erst im Jahr 2010 als Mobile Virtual Network Operator (MVNO), also als Mobilfunkdienstleister ohne eigene Netzinfrastruktur, von den vier deutschen Gründern des Mobilfunkunternehmens simyo gegründet. Mit seinen Mobilfunkangeboten gehört Amaysim zu den günstigsten Anbietern auf dem australischen Markt. Insbesondere sticht das Unternehmen durch sehr hohe Kundenzufriedenheitswerte dank transparenter und fairer Preise ohne Vertragsbindung hervor. Amaysim sieht sich daher selbst als kundenorientiertes Technologieunternehmen: In den letzten Jahren wurde eine Do-it-yourself-Online-Plattform entwickelt, mit der Kunden mit wenigen Klicks ihre Verträge verwalten können. Dies zahlt sich aus: Amaysim verfügt über den höchsten Net Promoter Score im Heimatmarkt. Durch diese Strategie ist das Unternehmen binnen weniger Jahre auf mehr als eine Million Kunden gewachsen. Amaysim ist gerade im Begriff, seine Produktpalette um Breitband- und weitere Angebote zu erweitern. In Australien wird derzeit das neue, staatliche Breitbandnetzwerk nbn in Betrieb genommen. In diesem Zusammenhang müssen alle Haushalte neu an die Infrastruktur angeschlossen werden. Daraus ergibt sich eine erhebliche Chance für Amaysim, existierenden Mobilfunkkunden ein weiteres Produkt anbieten zu können. Auch in diesem Bereich wird Amaysim sich auf seine Kernkompetenz besinnen, ein einfaches und effizientes Kundenerlebnis anzubieten - durch die selbständige Verwaltung der Verträge mit transparenten und günstigen Preisen. Der Vorstoß in diese neuen Geschäftsbereiche könnte auch Auswirkungen auf das Mobilfunksegment haben, da durch das Cross-Selling verschiedener Produkte pro Haushalt die Kundenbindung weiter gesteigert und gleichzeitig die Ausgaben für die Neukundengewinnung reduziert werden können. So rechnete der australische Marktführer Telstra kürzlich vor, dass Kunden die zwei oder mehr Produkte beziehen, eine um mehr als die Hälfte geringere Wahrscheinlichkeit aufweisen, ihre Vertragsbeziehung zu kündigen. Entsprechend könnte die Verbreiterung der Produktpalette die Kundenbindung stärken und so Kosten senken. Der Fonds ist seit Juli 2016 in Amaysim investiert. Aufgrund der vergleichsweise geringen Marktkapitalisierung des Unternehmens haben wir uns zum Schutz unserer Investoren bisher mit Details zu unseren Überlegungen zurückgehalten.

Nachdem das Wachstum von **Brenntag** nun mehrere Jahre unter der weltweit lahmenden Industrieproduktion und dem Ölpreisrückgang litt, erfährt der Chemiedistributor aktuell Gegenwind in Form des schwachen US-Dollars. Dennoch vermehrten sich im zurückliegenden Quartal die Anzeichen, dass Brenntag über die nächsten Jahre wieder zu organischem Wachstum zurückkehren kann. Die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt preist unseren Annahmen zufolge weiterhin kaum organisches Wachstum ein und reflektiert auch nur unzureichend den wertschaffenden M&A-Ansatz des Unternehmens: Denn der weltweit zersplitterte Markt für Chemie-Distribution weist weiterhin großes Konsolidierungspotenzial auf. So wird Brenntag dank einer geringen Verschuldung noch auf viele Jahre sein organisches Wachstum mit attraktiven Übernahmen ergänzen können.

Auf dem Kapitalmarkttag von **IWG** (vormals: Regus) im September hat das Unternehmen nochmals deutlich die Chancen aus der Zusammenarbeit mit Großkunden dargelegt. Weltweit agierenden Unternehmen wie beispielsweise BMW kann IWG durch flexible Arbeitsplatzmodelle und die Verwaltung von ganzen Standorten Kosten sparen, indem Lösungen gefunden werden, Auslastung und damit Effizienz der Büroräumlichkeiten zu erhöhen. Im Geschäft mit Großkunden hat IWG daneben als einziger weltweit agierender großer Anbieter keine direkte Konkurrenz. Die Veranstaltung verdeutlichte außerdem, dass sich IWG immer mehr von einem Betreiber von Business Centern zu einem reinen Intermediär entwickelt, der gar keine eigenen Standorte an-

mietet, sondern für Projektentwickler, Immobiliengesellschaften und Unternehmen Arbeitsräume verwaltet. Dadurch sollte sich die Kapitalintensität des Geschäfts, wie in der Vergangenheit bereits häufiger beschrieben, weiter reduzieren.

In unserem letzten Quartalsbericht schrieben wir über das Übernahmeangebot für **Stada Arzneimittel**, auf welches sich die beiden Beteiligungsgesellschaften Bain Capital und Cinven mit dem Unternehmen Anfang April geeinigt hatten. Wir realisierten, unmittelbar nachdem das Angebot verkündet wurde, einen großen Teil der Gewinne und reichten lediglich Aktien im Wert von etwas weniger als 1 % des Fonds im Rahmen des Übernahmeprozesses zum Verkauf ein. Ende Juni verkündete das Unternehmen, dass die Mindestannahmequote von 67,5 % durch die Aktionäre um etwa 2 Prozentpunkte denkbar knapp verfehlt wurde. Das Angebot war damit gescheitert, ein weiteres Angebot der Bieter ohne Zustimmung der Bafin war innerhalb eines Jahres aus aktienrechtlichen Gründen nicht zulässig. Unmittelbar nachdem das Scheitern des Angebots bekannt wurde, kauften wir erneut Stada-Aktien und erhöhten die Gewichtung wieder auf über 3 %. Angesichts der Tatsache, dass das Angebot nur sehr knapp verfehlt wurde, hielten wir es für denkbar, dass die Bafin einem erneuten Angebot durch die beiden Beteiligungsgesellschaften zustimmen würde. Daneben erschien es möglich, dass andere Beteiligungsgesellschaften, welche in den Monaten zuvor ebenfalls Interesse geäußert hatten, ein Angebot vorlegen könnten. Auch von Seiten des Aufsichtsrats des Generika-Herstellers erwarteten wir ein konstruktives Verhalten: Ein Indiz dafür war, dass das jüngst neu eingewechselte Management von Stada lediglich einen Vertrag bis Ende 2017 erhalten hatte. Nur wenige Wochen nach Scheitern des ersten Angebots stimmte die Aufsicht einem verbesserten Übernahmeangebot zu: Bain und Cinven boten nun 66,25 € anstatt 66,00 € und die Mindestannahmequote wurde auf 63 % verringert. Im August konnte der Erfolg des zweiten Angebots verkündet werden. Für uns bot sich durch das Scheitern des ersten Angebots die Möglichkeit, erneut von dem Bieterwettbewerb um Stada zu profitieren. Dies war in dieser Form möglich, da wir angesichts des noch verhältnismäßig kleinen Fondsvolumens relativ flexibel auf die Entwicklungen reagieren konnten und jeweils in nur wenigen Handelstagen die Gewichtung der Position im Portfolio erhöhen und verringern konnten. Daneben zeigt die Transaktion aber auch auf, dass selbst sicher geglaubte Übernahmen scheitern können und mit derartigen Investitionen stets auch Risiken verbunden sind.

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.

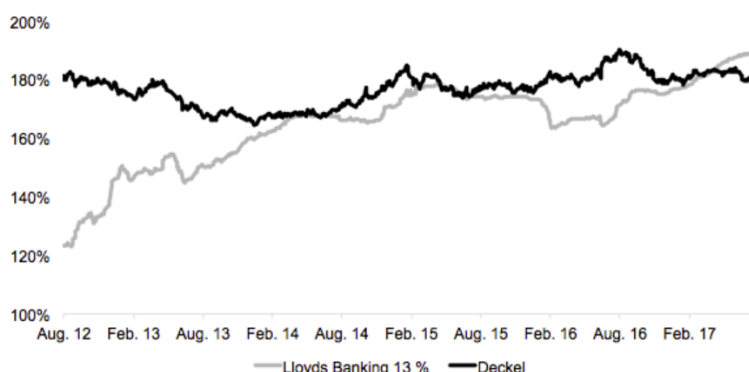
Anleihen von Finanzinstituten

In einem Blog-Beitrag¹ blickten wir jüngst auf unsere Investitionen in diverse **CMS-Linker europäischer Banken** zurück. Der Beitrag beschreibt, wie sich die Investitionen insgesamt gelohnt haben, aber auch wie das Thema noch gewinnbringender hätte im Fonds abgebildet werden können und welche Lehren wir daraus ziehen. Aktuell ist der Fonds nur noch in einem CMS-Linker investiert. Entweder wurden die anderen Papiere in den letzten Monaten gekündigt beziehungsweise zurückgekauft oder wir nutzten das stark gestiegene Kursniveau, um die Positionen abzubauen.

In unserem dritten Quartalsbericht stellten wir unsere Überlegungen zu Legacy-Tier-1-Anleihen der britischen **Lloyds Banking Group** vor, die seither eine Kernposition in unserem Anleiheportfolio bildeten. Diese mit 13 % verzinslichen sehr teuren und - aus regulatorischer Sicht - ab Ende 2021 gänzlich wertlosen Papiere weisen die Besonderheit auf, dass die ordentliche Kündigung erst im Jahr 2029 erfolgen kann. Um diese teuren und regulatorisch nutzlosen Anleihen bereits früher zurückzuzahlen, muss die Bank eine sehr hohe Vorfälligkeitsentschädigung leisten. Die Papiere hatten daher aus unserer Sicht neben einer hohen laufenden Verzinsung auch die Chance, von dieser Entschädigung bei einer frühzeitigen Kündigung zu profitieren. In den letzten Monaten geschah dann etwas Kurioses: Der Anleihekurs stieg deutlich über den

¹www.profitlich-schmidlin.de/variabel-verzinslichtier-1-anleihen-europaeischer-banken-endliche-unendlichkeit-teil-2/

vorzeitigen Kündigungspreis, der bisher als eine Art „Deckel“ fungierte. Dies bedeutet, dass Investoren aktuell offenbar erwarten, dass die Anleihe noch eine gewisse Zeit ausstehen bleibt, und riskieren dabei eine vorzeitige Ablösung der Anleihe deutlich unterhalb des aktuellen Kursniveaus.



Wir wissen nicht, ob diese Entwicklung auf Unwissenheit unter den Marktteilnehmern oder exzessive Risikobereitschaft zurückzuführen ist, nutzten aber das gegenwärtige Preisniveau, um das Papier zu veräußern. Auf die ersten Käufe Mitte 2014 konnten wir somit eine Rendite von über 10 % p.a. realisieren. Währungsveränderungen waren über die Zeit vollständig abgesichert.

Sondersituation Unternehmensanleihen

Bei den von uns in der Vergangenheit bereits gehaltenen Senioranleihen des Schweizer Telekomunternehmens Salt mit Fälligkeit in 2023 (begeben über deren Vehikel **Matterhorn**) ergab sich in den letzten Monaten erneut eine Kaufgelegenheit. Im März 2017 gab das im Besitz des französischen Milliardärs Xavier Niel befindliche Unternehmen bekannt, eine Sonderdividende auszahlen zu wollen. Da durch diese die in den Anleiheprospekten definierte Ausschüttungsgrenze verletzt worden wäre, bezahlte das Unternehmen eine Zustimmungsprämie, um die Klauseln kurzfristig außer Kraft zu setzen. Im gleichen Zug - um die Sonderdividende zu finanzieren - stockte Matterhorn die bestehende Emission an Senioranleihen durch die Ausgabe identischer Titel weiter auf. Dies wertete der Markt als Indiz dafür, dass keine Kündigung zum nächstmöglichen Termin stattfinden würde. Der Kurs fiel daraufhin leicht unter den nächsten Kündigungspreis. Nach Vereinnahmung der Zustimmungsprämie nutzten wir das gefallene Kursniveau, um die Investition in den Anleihen wieder auszubauen. Bereits aus der nächsten Konferenzschaltung des Unternehmens anlässlich der Quartalszahlen wurde klar, dass Salt seinen Verschuldungsgrad weiter abbauen will. In Ermangelung weiteren Gewinnwachstums kann dies aus unserer Sicht nur durch die Kündigung der eben erst durch das Unternehmen aufgestockten Senioranleihen geschehen. Die Kündigung einer eben erst durch das Unternehmen aufgestockten Anleihe mag zunächst widersinnig erscheinen, folgt unserer Ansicht nach jedoch wie beschrieben einer gewissen Logik. In Antizipation einer Kündigung im Januar 2018 oder Frühjahr 2019 erwarten wir auf unsere Kaufkurse eine Rendite zwischen 5 und 7 % p.a.

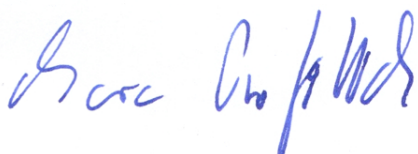
Im Februar 2017 verkündete die britische Reckitt Benckiser die Übernahme des US-amerikanischen Baby-nahrungsherstellers **Mead Johnson**. Der Kauf im Wert von 17,9 Mrd. USD sollte komplett in bar durch die Ausgabe neuer Schulden finanziert werden. In den Einzelheiten zur Übernahmefinanzierung stießen wir auf ein interessantes Detail: Der Käufer hatte sich nicht nur bereits Kredite zur Finanzierung des Kaufpreises von seinen Konsortialbanken gesichert, sondern auch eine Option auf weitere drei Milliarden US-Dollar, um bestehende Anleihen von Mead Johnson abzulösen; ein durchaus ungewöhnlicher Schritt. Dies ermöglichte eine attraktive Investitionsmöglichkeit, da besagte Mead-Johnson-Anleihen nur unter Zahlung einer hohen Vorfälligkeitsentschädigung frühzeitig zurückgezahlt werden können. Gleichzeitig war das Verlustpotenzial durch die sehr hohe Kreditwürdigkeit von Reckitt Benckiser kaum vorhanden und ein Scheitern der Übernahme war ebenfalls äußerst unwahrscheinlich, da keine kartellrechtlichen Bedenken zu erwarten waren. Die Investition wies damit ein außerordentlich vorteilhaftes Chance-Risiko-Verhältnis auf. Aus unseren Gesprächen mit dem Unternehmen schlossen wir, dass die genannte Rückzahlungsoption vor allem eingebaut wurde, um auf eventuelle Änderungen in der steuerlichen Absetzbarkeit von Zinszahlungen durch eine mögliche US-Steuerreform reagieren zu können. Im Falle einer vorzeitigen Kündigung hätten uns diese Anleihen - trotz

eines sehr geringen Verlustpotenzials - einen ansehnlichen Gewinn beschert. Eine US-Steuerreform wurde bekanntlich bisher nicht umgesetzt und so blieb auch die Kündigung der von uns gehaltenen Anleihen aus. Der Fall ging dennoch vorteilhaft aus: Da sich der Risikoaufschlag der Mead-Johnson-Anleihen nach dem Übergang in die wesentlich finanzstärkere und größere Reckitt Benckiser einengte, konnten wir Kursgewinne verbuchen.

Derivate

Im zurückliegenden Quartal nutzten wir das bei einigen Wertpapieren gesunkene Bewertungsniveau und die teilweise gestiegene Volatilität einzelner Titel, um wieder erste Stillhaltergeschäfte einzugehen. Zum Quartalsende ist der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursverlusten alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 2,9 Prozentpunkte erhöhen würden.

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.