

ProfitlichSchmidlin AG

18. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. April 2018 bis 30. Juni 2018

5. Juli 2018

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI stieg im zweiten Quartal des Jahres 2018 um 3,6 %. Seit Auflage des Fonds am 27. Januar 2014 beträgt die Steigerung 25,6 %.

Wir bauten unsere Positionen in Linde und Innogy Aktien weiter aus. Daneben erhöhten wir unsere Beteiligung an Rolls Royce und Brenntag. Im Gegenzug veräußerten wir Burberry und Bolloré vollständig und realisierten so deutliche Gewinne. Bei den Anleihen gab es vergleichsweise wenig Veränderungen. Die von uns seit langem gehaltenen serbischen Staatsanleihen wurden gekündigt und zurückgezahlt. Vor der Übernahme von Unity Media durch Vodafone erwarben wir weitere Anleihen des Unternehmens.

Ende des Quartals waren 58,2 % in Aktien, 31,0 % in Anleihen, -0,2 % in Derivaten und 11,0 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	58,2 %	Linde, Rolls Royce
Anleihen	31,0 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	1,2 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	1,9 %	Württembergische 2027
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	27,8 %	Bayer 2019
Derivate	-0,2 %	
Kasse	11,0 %	

Stand: 30.06.2018; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Mit unseren Quartalsberichten versuchen wir, das Verständnis unseres Investmentansatzes zu schärfen und dem Leser ein besseres Gefühl für die aktuelle Positionierung des Fonds zu ermöglichen. Aufgrund unseres flexiblen Konzepts sagt ein Blick auf die Aktien-, Anleihe- und Kassequote in der Regel wenig über das tatsächliche Risikoprofil des Fonds aus. So halten wir in unserem Anleiheportfolio aktuell beispielsweise Pflichtwandelanleihen von Bayer, deren Risikoprofil in abgeschwächter Form eher mit dem einer Aktie vergleichbar ist. Gleichzeitig halten wir beispielsweise mit Linde und Innogy Aktien in rechtlichen Sondersituationen, bei denen mögliche Barabfindungsangebote die Abhängigkeit von den Kapitalmärkten abmindern, weshalb diese Positionen nicht als reines Aktienrisiko einzustufen sind.

Aktien

Im Verlauf des letzten Jahres reduzierten wir unsere Beteiligung an **Bolloré** kontinuierlich und trennten uns im letzten Quartal vollständig von den verbliebenen Aktien. Nachdem die Beteiligungsgesellschaft des französischen Milliardärs bei Vivendi eingestiegen und Vincent Bolloré im Jahr 2014 Chairman von Vivendi geworden war, verfolgten wir die Schritte des Unternehmers aufmerksam. Zunächst hielten wir mit Société d'Édition de Canal Plus eine Beteiligung an einem Tochterunternehmen von Vivendi, das kurze Zeit danach von Vivendi übernommen wurde. Später erwarben wir Anleihen der von Vivendi zum Verkauf gestellten Polish Television Holding sowie eine direkte Beteiligung an Vivendi. Anfang 2016 bauten wir dann eine direkte Beteiligung an Bolloré auf. Die Beteiligung des Unternehmens an Vivendi stand zu dieser Zeit für etwa ein Drittel des Unternehmenswerts. Daneben verfügt das Unternehmen insbesondere über umfangreiche Logistik- und Hafenbetriebe in Frankreich und Afrika. Mit der Beteiligung setzten wir auf eine Vereinfachung der komplexen Konzernstruktur von Bolloré. Daneben stellte die Beteiligung eine Möglichkeit dar, über das Vehikel des Großaktionärs von Vivendi weiterhin indirekt an dem Unternehmen

beteiligt zu sein sowie von einer Erholung der Bolloré-Hafenaktivitäten zu profitieren. Eine Vereinfachung der Konzernstruktur von Bolloré fand bisher lediglich in Form des Verkaufs der Beteiligung an Havas an Vivendi statt. In den letzten Quartalen löste sich unserer Einschätzung zufolge jedoch die Sicherheitsmarge weitestgehend auf, was uns dazu veranlasste, die Beteiligung zu veräußern. Wir realisierten einen Gewinn von mehr als 30 %.

Bis Anfang Juli veräußerten wir unsere Beteiligung an **Burberry** vollständig, nachdem die Aktie, bereinigt um die Abwertung des GBP, etwa 70 % gestiegen war. Die Neuausrichtung des Geschäfts mit Fokus auf höherwertige Produkte und einem erneuerten Kostenfokus unter dem neuen CEO Marco Gobetti hat sich als ein effizienter Werttreiber erwiesen; die gegenwärtige Bewertung nimmt nun allerdings signifikante Effizienzsteigerungen vorweg.

Am 13. März verkündeten die deutschen Energieriesen E.ON und RWE einen umfangreichen Tausch von Vermögenswerten: RWE wird sich auf Energieproduktion und -handel konzentrieren und ergänzt die bestehenden Aktivitäten im Bereich konventioneller Kraftwerke zukünftig um Anlagen zur regenerativen Stromerzeugung, welche dem Unternehmen von E.ON übertragen werden. Daneben erhält das Unternehmen einen Minderheitsanteil an E.ON im Tausch gegen eine Zahlung von 1,5 Mrd. € und den aktuell von RWE gehaltenen 77 %-Anteil an Innogy SE. **Innogy** selbst wurde erst im Jahr 2016 im Rahmen eines Börsengangs aus RWE herausgetrennt, die Muttergesellschaft behielt allerdings weiterhin die Kontrolle. Dieser Anteil wird nun im Wege des Tauschgeschäfts von RWE auf E.ON übertragen. Im Zuge dessen hat E.ON ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Minderheitsaktionäre von Innogy abgegeben. Das Angebot sieht eine Zahlung von 36,76 € in bar sowie einer Dividende in Höhe von 1,64 € bis zum Abschluss der Transaktion vor. Aktuell notiert die Aktie rund 5 % unter dem Angebotspreis. Bei Übernahmen ist in Deutschland das Erreichen von 75 % der ausstehenden Aktien erforderlich, um einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abschließen zu können. Dieser unterstellt das übernommene Unternehmen direkt der Leitung des Käufers und gibt diesem Zugriff auf sämtliche Gewinne. Dieser Nachteil wird für die Minderheitsaktionäre ausgeglichen, indem diesen eine Garantiedividende und Barabfindung offeriert werden muss. Die vorliegende Situation bei Innogy ist ungewöhnlich, da durch den vereinbarten Verkauf des 77 %-Pakets diese Schwelle mit Sicherheit überschritten und der Unternehmensvertrag abgeschlossen werden kann, sofern die Transaktion gelingt. Laut Angebotsunterlagen plant E.ON je nach Annahmequote eine Verschmelzung von Innogy auf E.ON oder einen Squeeze-Out der Innogy-Minderheitsaktionäre, die das Übernahmeangebot nicht annehmen. Da in beiden Fällen der volumengewichtete Durchschnittskurs die Wertuntergrenze für eine mögliche Abfindung darstellt, weist diese Investition aus unserer Sicht ein positiv asymmetrisches Chance-/Risikoprofil auf. Im Rahmen eines Squeeze-Outs könnte sich ein höherer Wert als der aktuell gebotene ergeben. Einzig der Einspruch der Wettbewerbsbehörden könnte die Transaktion nach aktuellem Stand noch zum Scheitern bringen.

In unserem letzten Quartalsbericht stellten wir die These hinter unserer Position in nicht zum Umtausch eingereichten **Linde**-Aktien vor. Ende April kündigte die Linde AG in einer Ad-hoc-Meldung an, nach Abschluss der Fusion zwischen Linde und Praxair einen umwandlungsrechtlichen Squeeze-Out durchzuführen. Die Aktie reagierte darauf positiv. Wird das Datum dieser Mitteilung als Berechnungsgrundlage für die Squeeze-Out-Barabfindung verwendet, ergibt sich eine Wertuntergrenze von rund 173 €, die bereits über unserem Einstiegskurs liegt. Das Unternehmen schüttete außerdem im Mai eine Sonderdividende von 7 € je Aktie aus, die noch am gleichen Tag aufgeholt wurde.

In unserem siebten Quartalsbericht stellten wir unsere Überlegungen zum britischen Hersteller von Flugzeugtriebwerken **Rolls Royce** erstmals vor. Seitdem hat sich einiges getan: Unter CEO Warren East wird der Konzernumbau hin zu einer schlanken und dezentral geführten Organisation vorangetrieben, Geschäftsbereiche, die nicht zum Kerngeschäft zählen, werden verkauft und 90 % der oberen Managementebene wurden bereits gewechselt. Der Kulturwandel innerhalb des Unternehmens war auch während des Kapitalmarkttagess bei Rolls Royce im Juni deutlich vernehmbar. Getrieben von sinkenden Auslieferungsverlusten, einer stetig ansteigenden installierten Basis an Triebwerken mit entsprechenden Zuflüssen pro Flugstunde und rückläufigen Entwicklungs- und Investitionskosten stellt Rolls Royce nun einen freien Cashflow von nahezu 2 Mrd. GBP bis in etwa fünf Jahren in Aussicht. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktkapitalisierung von etwa 17 Mrd. GBP erklärt sich somit, weshalb der Titel aktuell die größte Position im Portfolio darstellt. Bis vor kurzem hatten viele Analysten noch bezweifelt, ob das Unternehmen

dauerhaft über den vormaligen Höchstwert von 700m GBP an freiem Cashflow hinauskommen kann. Laut Bloomberg stufen immer noch lediglich drei von zwanzig Analysten Rolls Royce als „Kauf“ ein.

Wir halten bereits seit Fondsaufgabe 2014 eine Beteiligung am griechischen Hafenbetreiber **Thessaloniki Port Authority**. Durch seine Lage im Norden Griechenlands hat der Hafen eine besondere Bedeutung für die angrenzenden Balkanstaaten. Dies reduziert die Abhängigkeit des Unternehmens von der hellenischen Binnennachfrage. Tatsächlich konnte der Hafen seit 2013 ein leichtes Wachstum beim Umsatz und eine deutliche Ausweitung der bereinigten Brutto- und EBITDA-Marge ausweisen, womit sich unsere Erwartung an die fundamentale Entwicklung des Unternehmens erfüllte. Als wir die Beteiligung in unserem ersten Quartalsbericht vorstellten, gingen wir von einer Privatisierung des Unternehmens noch im Jahr 2014 aus. Der griechische Staat hatte sich im Rahmen des Rettungspakets mit den Gläubigern auf die umfangreiche Privatisierung von Staatseigentum geeinigt. Die Mühlen in Griechenland mahlen jedoch langsam: Diverse Neuwahlen, Regierungswechsel und die Einführung von Kapitalkontrollen verzögerten den Verkaufsprozess immer wieder. Erst im März 2018 wurde der Verkauf an ein Konsortium um eine deutsche Beteiligungsgesellschaft und das französische Schifffahrtsunternehmen CMA CGM abgeschlossen. Seitdem stellte der neue Großaktionär bereits ein umfangreiches Investitionsprogramm vor und verbesserte die Unternehmenskommunikation merklich. So soll über die nächsten Jahre umfangreich in dringend benötigte Modernisierungs- und Expansionsprojekte investiert werden, was das Profitabilitätsniveau anheben könnte. Rückblickend müssen wir allerdings auch feststellen, dass wir uns auf der Zeitachse verkalkuliert haben: Unser Werttreiber in Form der Privatisierung trat wesentlich später ein als erwartet. Dies stellt eine wichtige Lehre für vergleichbare Situationen in der Zukunft dar. Die komfortable Nettokasse - zum Kaufzeitpunkt etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung - sowie die erfreuliche operative Entwicklung ermöglichten bis heute Dividenden und Sonderausschüttungen in Höhe von etwa 27 % unseres Kaufpreises, wodurch die Beteiligung bisher dennoch eine zufriedenstellende Rendite auszuweisen hat.

Anleihen

Unsere Anleiheinvestitionen folgen einer detaillierten Prospektanalyse und konzentrieren sich darauf, komplexe Sondersituationen mit für gewöhnlich niedrigen Zinsänderungsrisiken 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.

Sondersituationen Unternehmensanleihen

Bayer schloss am 7. Juni die Übernahme des amerikanischen Saatgut- und Herbizidherstellers Monsanto erfolgreich ab. Wenige Tage später vollzog das Unternehmen eine Kapitalerhöhung und die Emission diverser Anleihen zur Finanzierung der Transaktion. Durch die zwischenzeitlich ausgezahlten Dividenden und die Bezugsrechtskapitalerhöhung reduzierte sich der Ausübungspreis der von uns gehaltenen **Bayer-Pflichtwandelanleihe** mit Fälligkeit 2019 seit Auflage um mehr als 7 €. Mit der Anleihe partizipieren wir erst unterhalb eines Aktienkurses von etwa 84 € an einer negativen Aktienkursentwicklung, was aus unserer Sicht einen attraktiven Puffer darstellt, während wir gleichzeitig den Kupon in Höhe von 5,625 % vereinnahmen und ab einem Kurs von rund 100 € je Aktie von der positiven Kursentwicklung der Aktie profitieren. Bei Zahlung der nächsten Dividende im Mai 2019 wird der Ausübungspreis dank der attraktiven Dividendenklausel im Prospekt ein weiteres Mal zu unseren Gunsten angepasst. Es ergibt sich daher eine aus unserer Sicht attraktive Renditeverteilung.

Am 9. Mai verkündete Vodafone, sich mit Liberty Global auf die Übernahme dessen deutscher und osteuropäischer Kabelnetzgeschäfte verständigt zu haben. Vor dem Hintergrund des - zu diesem Zeitpunkt noch spekulierten - Zusammenschlusses hatten wir erst Anfang 2018 eine Position in erstrangig besicherten Anleihen von **Unity Media**, der deutschen Tochter von Liberty Global, aufgebaut. Angesichts der guten Kreditwürdigkeit von Vodafone erscheint nun eine weitere Einengung des Spreads der Unity Media-Anleihen zu jenen von Vodafone bis zum Abschluss der Transaktion und eine Kündigung zum nächsten Termin sehr wahrscheinlich.

Staats- und staatsgarantierte Anleihen

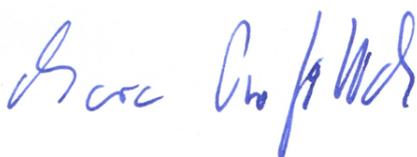
Mit Giuseppe Conte hat **Italien** drei Monate nach der Wahl einen neuen Ministerpräsidenten. Conte ist Mitglied der euroskeptischen Fünf-Sterne-Bewegung. Seine Wahl hatte eine deutliche Ausweitung der Risikoaufschläge in Italien zur Folge. In einem Blogbeitrag¹ haben wir nochmals vor den prospektrechtlichen Besonderheiten italienischer Staatsanleihen gewarnt.

Bereits seit dem zweiten Quartal 2014 waren wir (mit einer Unterbrechung) in Staatsanleihen **Serbiens** investiert. Die Attraktivität des in USD denominierten Papiers zeichnete sich durch gute Prospektbedingungen sowie durch periodische Sinking-Zahlungen aus, wodurch die Anleihe zu niedrigeren Kursen als vergleichbare serbische Staatsanleihen notierte. Hierdurch konnten wir über einen langen Zeitraum den Kupon von 6,75 % vor Kosten der Währungsabsicherung vereinnahmen. Wir hatten das Papier bereits in einem Blogbeitrag detailliert vorgestellt. Serbien machte nun Anfang Mai von seinem Kündigungsrecht Gebrauch und zahlte die Anleihe zurück.

Derivate

Im Juni schrieben wir Verkaufsoptionen auf einen neuen Einzelwert, den wir bislang noch nicht im Aktienportfolio halten. Sowohl die fundamentale Bewertung als auch die realisierte implizite Volatilität sprachen für den Aufbau einer ersten Position. Zum Quartalsende ist der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursverlusten alle ausgeübt werden - die Aktienquote um 3,0 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

¹www.profitlich-schmidlin.de/italien-wenn-das-politische-risiko-zwei-mal-klingelt

Disclaimer

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „KI“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese „KI“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese „KI“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. 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.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.

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.

Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu dem Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu dem Sondervermögen sind kostenlos bei der zuständigen Verwahrstelle oder bei Universal-Investment, Theodor-Heuss-Allee 70, 60486 Frankfurt am Main, Tel. 069-71043-0, oder unter www.universal-investment.com erhältlich.

Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Herausgeber: ProfitlichSchmidlin AG Waidmarkt 11, 50676 Köln handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „KI“ oder Teilen hiervon entstehen.