

ProfitlichSchmidlin AG

23. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Juli 2019 bis 30. September 2019

2. Oktober 2019

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI blieb im dritten Quartal des Jahres 2019 stabil mit einer Veränderung um 0,0 %. Seit Auflage des Fonds im Januar 2014 beträgt die Steigerung 27,5 %.

Im Rahmen der erfolgreichen Übernahme von Innogy durch E.ON veräußerten wir einen großen Teil unserer nicht eingereichten Innogy-Aktien mit Gewinn. In den letzten sechs Monaten bauten wir im Gegenzug eine neue Position an Scout24 auf. Im Anleiheportfolio kündigten mehrere Emittenten von uns gehaltene Anleihen vorzeitig mit einem Premium.

Ende des Quartals waren 65,3 % in Aktien, 19,1 % in Anleihen, -0,1 % in Derivaten und 15,7 % in Kasse investiert.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	65,3 %	Brenntag, Rolls Royce
Anleihen	19,1 %	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	0,5 %	Chubut 2026
- Anleihen von Finanzinstituten	6,2 %	ING 2014/und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	12,4 %	Bayer 2020
Derivate	-0,1 %	
Kasse	15,7 %	

Stand: 30.09.2019; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und das zum Teil gesunkene Bewertungsniveau hat in den letzten Monaten zu einer erhöhten M&A-Aktivität geführt. Für uns ist dies insbesondere in zwei Teilen des Portfolios spürbar: Mit Anleihen von Ziggo, Unitymedia und Matterhorn wurden in den letzten Monaten drei der von uns gehaltenen Unternehmensanleihen vorzeitig gekündigt oder zurückgekauft. Bei den beiden erstgenannten Unternehmen ist die Kündigung als direkte Konsequenz einer Übernahme aufzufassen.

Nach den Rückzahlungen der genannten Anleihen halten wir aktuell keine einzige klassische Unternehmensanleihe mehr - das Renditeniveau vieler High-Yield-Anleihen reflektiert nicht im Ansatz die Risiken dieser Papiere. Das Anleiheportfolio besteht heute insbesondere aus zwei Bestandteilen: Wandelanleihen mit Prospektbesonderheiten, die unserer Einschätzung zufolge nahe dem Bondfloor notieren und dadurch ein sehr begrenztes Verlustpotenzial und Optionalität aus Kurssteigerungen aufweisen, sowie Anleihen von Finanzinstituten mit einer von uns erwarteten Rendite bis zur - aufgrund regulatorischer Veränderungen - wahrscheinlichen Rückzahlung Ende 2021 im hohen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Prozentbereich.

Daneben wirken sich das gefallene Zinsniveau und die hohe M&A-Aktivität deutlich auf einen zweiten Bestandteil des Portfolios aus: Aktien Sondersituationen. Nicht nur ist das gesunkene Zins- und Bewertungsniveau ursächlich für den Anstieg der Übernahme-Aktivität, sondern das Zinsniveau beeinflusst auch direkt die Unternehmensbewertung in Spruchverfahren bei der Festlegung der Barabfindungen im Rahmen von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen sowie Squeeze-outs. In diesen Spruchverfahren wird die Unternehmensbewertung auf Basis des IDW S1-Verfahrens überprüft. Eine der wichtigsten Variablen dieses Bewertungsverfahrens ist der Basiszins, dessen starker Rückgang die Unternehmensbewertungen nach dem IDW S1-Ansatz deutlich positiv beeinflusst. Als Heuristik kann angenommen werden, dass eine Änderung des Basiszins in Höhe von 50bp eine Veränderung in der Bewertung von rund 10 % bedeutet, wodurch die jüngsten Zinsrückgänge eine deutlich positive Auswirkung haben.

Die Flexibilität unseres Mischfondskonzepts ermöglicht es, dass wir frei zwischen den verschiedenen zur Verfügung stehenden Opportunitäten allozieren können: Zurzeit also stärker in Aktien Sondersituationen und weniger ausgeprägt im Bereich Anleihen Sondersituationen.

Aktien

Unsere Aktieninvestitionen folgen einem bewertungsorientierten Ansatz. Investitionen unterteilen sich in langfristige Beteiligungen an Qualitätsunternehmen sowie opportunistische Sondersituationen. Im Bereich der Qualitätsunternehmen beschränken wir uns konsequent auf unseren Kompetenzbereich und identifizieren Unternehmen, die eine Unterbewertung sowie Werttreiber aufweisen. Der Fonds investiert zudem opportunistisch in Sondersituationen, die sich in der Regel durch rechtliche Besonderheiten im Rahmen von Übernahmen und anderen Kapitalmarkttransaktionen ergeben.

AB InBev hat ein bewegtes, aber schlussendlich sehr erfolgreiches Quartal hinter sich: Der Börsengang des Asiengeschäfts wurde im Juli zunächst abgesagt, weil die angestrebte Bewertung nicht realisiert werden konnte. Wenige Tage später verkündete das Unternehmen den Verkauf des Australien-Geschäfts an die japanische Asahi für eine sehr auskömmliche Bewertung von 11 Mrd. USD oder etwa das 15-fache des Gewinns vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBTIDA). Diese Region war ursprünglich Teil der Geschäftseinheit, welche an die Börse geführt werden sollte. Im September wurde das verbleibende Asiengeschäft dann doch noch zu einer Bewertung von rund 45 Mrd. USD an die Börse gebracht, was etwa 19x EBITDA entspricht. Beides stellt einen signifikanten Aufschlag zur Bewertung der Muttergesellschaft dar. Wir sind beeindruckt von der Zielstrebigkeit des Managements, diese wertschaffenden Transaktionen in einem kurzen Zeitraum umzusetzen. Der Konzern konnte so die Verschuldung deutlich reduzieren und Flexibilität für wertgenerierende Übernahmen schaffen.

Der australische Mobilfunkanbieter **Amaysim** berichtete im August Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr. Im zweiten Halbjahr entschleunigte sich der Rückgang des durchschnittlichen Umsatzes je Kunde zwar, jedoch sank die Anzahl der aktiven Kunden leicht und die operativen Aufwendungen stiegen an. Während wir die Entwicklung des Umsatzes je Kunde als exogenen Faktor betrachten, der nur teilweise im Einflussbereich des Managements liegt, sind wir von der Entwicklung der operativen Aufwendungen enttäuscht - in diesem Umfeld hätten wir mehr Kostendisziplin erwartet. Nach Kursverlusten entspricht die Beteiligung nur noch unter 1 % des Fondsvolumens. Der laufende Vertrag mit dem Netzwerkpartner Optus läuft noch bis zum 30. Juni 2022; die Verhandlungskraft des Unternehmens gegenüber Optus sollte sich bis zu diesem Zeitpunkt kontinuierlich erhöhen. In diesem Zusammenhang sehen wir im Mobilfunkgeschäft von Amaysim nach wie vor einen erheblichen strategischen Wert, müssen nach der Entwicklung der letzten Jahre dennoch feststellen, dass wir die Investition wahrscheinlich mit einem Kapitalverlust abschließen werden. Dies ist auch auf Fehler in unserem Analyseprozess zurückzuführen.

Im 18. Quartalsbericht stellten wir die Investition in nicht zum Umtausch eingereichte **Innogy**-Aktien vor - diese Sondersituation bestach durch zwei Faktoren: Zum einen schien die Übernahme durch E.ON abgesichert, da RWE bereits den Verkauf seines Pakets von rund 77 % an Innogy zugesichert hatte. Zum anderen schätzten wir die regulatorischen Hürden für den Zusammenschluss von E.ON und Innogy als gering ein. Beide Punkte haben sich nach der finalen Zustimmung der EU-Wettbewerbskommission nun als korrekt herausgestellt. Zusammen mit den im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots und danach zusätzlich am Markt erworbenen Aktien hält E.ON inzwischen mehr als 90 % der Innogy-Aktien und hat nun wie von uns erwartet den Abschluss eines umwandlungsrechtlichen Squeeze-outs angekündigt. Seit unseren ersten Käufen im Frühjahr 2018 zu rund 38 € konnten wir somit 3 € an Dividenden und eine Kurssteigerung von mehr als 6 € vereinnahmen, wodurch sich eine Rendite von etwa 16 % p.a. ergibt. Wir haben die Gewinne nach Abschluss der Übernahme weitestgehend realisiert, es könnten sich jedoch je nach Ausgestaltung der gebotenen Barabfindung im Rahmen des Squeeze-outs noch Chancen ergeben.

Der britische Weinhändler **Majestic Wine** hat seinen stationären Weinhandel in Großbritannien für rund 100 Mio. GBP verkauft und firmiert nun unter Naked Wines, dem Namen seines schnell wachsenden Online-Wein-Crowdfunding-Geschäfts. Nach Abschluss der Transformation dürfte das Unternehmen über eine Nettoliquidität in Höhe von etwa der Hälfte der Marktkapitalisierung verfügen, die zum Teil in Aktienrückkäufe fließen wird. Durch die Verkleinerung auf das erfolgreiche Naked Wines-Geschäftsmodell hat sich das Risiko dieser Investition aus unserer Sicht deutlich verringert, während sich das Unternehmen nun vollständig auf dieses hochprofitable Geschäft konzentrieren kann und viel Liquidität zur Verfügung hat, um das Wachstum wertschaffend zu beschleunigen - wir haben großes Vertrauen in den Gründer und CEO Rowan Gormley, dass dies gelingen wird.

Rolls Royce legte Anfang August 2019 seine Halbjahreszahlen vor: Während das Unternehmen Umsatz- und Gewinnsteigerungen in allen Segmenten berichtete, fokussiert sich der Kapitalmarkt aktuell stark auf die technischen Probleme des Trent-1000, eines auf dem Boeing 787 Dreamliner eingesetzten Triebwerks. Die dort identifizierten - und inzwischen technisch gelösten - Probleme kommen das Unternehmen weiterhin teuer zu stehen. Es ist aus unserer Sicht nicht mehr mit weiteren monetären Belastungen zu rechnen, sobald die Auswechslung der betroffenen Teile innerhalb der Trent-1000 Flotte abgeschlossen ist. Derweil scheint die positive Nachrichtenlage um das für den Konzern *weitaus wichtigere* Trent XWB-Triebwerk - welches den Airbus 350 antreibt - vom Markt nicht ausreichend gewürdigt zu werden. Das Triebwerk hat sich als ausgesprochen zuverlässig erwiesen: Mehr als vier Millionen Flugstunden wurden ohne nennenswerte technische Probleme absolviert, was einer der erfolgreichsten Markteinführungen aller Zeiten entspricht. Dies lässt uns optimistisch in die Zukunft blicken. Wir haben bisher jedoch unterschätzt, wie sehr die Marktteilnehmer kurzfristige Effekte wie die angesprochenen Trent-1000-Probleme und Unsicherheiten um den Brexit beschäftigen. Wir rechnen unverändert mit einer Fortsetzung des deutlichen Wachstums von Gewinn und freiem Cashflow in den nächsten Jahren.

Besonders im digitalen Zeitalter können Netzwerkeffekte erhebliche, nachhaltige Wettbewerbsvorteile darstellen. Der in München und Berlin beheimatete Anbieter von Online-Anzeigenportalen im Immobilien- und Autobereich, **Scout24**, ist ein besonders gutes Beispiel: In Deutschland verfügt das Unternehmen mit ImmobilienScout24 über das mit Abstand größte Immobilienportal und vereint die meisten Nutzer, die größte Anzahl angebundener Makler und das umfangreichste Angebot an Miet- und Eigentumsobjekten auf einer Plattform. Das Ergebnis ist eine Preissetzungsmacht gegenüber den Maklern und Inserenten: Gewinnmargen von über 70 % und ein hohes Wachstum ohne nennenswerten Reinvestitionsbedarf sind die Folge. Im internationalen Vergleich liegt die Online-Durchdringung im deutschen Immobilienbereich jedoch noch deutlich hinter Märkten wie Großbritannien oder Australien, wodurch weiteres strukturelles Wachstum für ImmobilienScout24 unserer Einschätzung zufolge wahrscheinlich ist. Das AutoScout24 Segment, mit marktführender Stellung unter anderem in den Niederlanden, Belgien, Österreich und Italien und einer starken Nummer-2-Position in Deutschland, fristete dagegen im Konzern bisher ein Schattendasein. Zwar erzielt auch dieses Segment bereits hohe Gewinnmargen, jedoch hinkt AutoScout24 in der Monetarisierung deutlich hinterher: Die auf der Plattform gelisteten Autohändler bezahlen beispielsweise pro Monat im Schnitt nur ein Siebtel dessen, was der Konkurrent AutoTrader in Großbritannien realisieren kann. Wirklich strukturelle Gründe gibt es für diesen Abschlag insbesondere in den außereuropäischen Märkten von AutoScout unseren Recherchen zufolge nicht. In persönlichen Gesprächen mit der Unternehmensführung haben wir einen sehr positiven Eindruck von deren Vision für Scout24 gewonnen und sind optimistisch, dass das Unternehmen unter der Führung des neuen CEO Tobias Hartmann den Rückstand zu Wettbewerbern wirksam reduzieren kann. Die Kapitalallokation verbessert sich unterdessen ebenfalls: So verkündete das Unternehmen jüngst einen nennenswerten Aktienrückkauf. In Summe erscheint es uns plausibel, dass Scout24 über Jahre den Gewinn je Aktie im zweistelligen Prozentbereich steigern kann. Neben diesem organischen Wachstumspotenzial weisen die unter dem Scout24-Dach zusammengefassten Online-Plattformen auch einen großen strategischen Wert auf; dies kommt gelegen, da sich der Markt für Online-Anzeigenportale durch den Börsengang von Prosus (Naspers-Tochter), Adevinta (Schibsted-Tochter) sowie den Einstieg von KKR bei Axel Springer konsolidieren könnte. Neben diesen strategischen Marktteilnehmern zeigen auch Beteiligungsgesellschaften Interesse: Mit Hellman & Friedman bot vor wenigen Monaten der ehemalige Eigentümer von Scout24 erneut für das Unternehmen - ein Schritt, den man wohl als „Mutter aller Insiderkäufe“ bezeichnen könnte. Die Aktionäre lehnten den gebotenen Preis letztendlich als zu niedrig ab. Das Angebot zeigt jedoch deutlich, welches Potenzial in einer gut geführten Scout24 stecken könnte. Wir bauten unsere Position im Frühjahr 2019 während des Übernahmeangebots von Hellman & Friedman auf.

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 These zu den von uns gehaltenen, als **CMS Linker** bekannten Tier 1-Anleihen, haben wir bereits in zwei Blog-Beiträgen¹ dargelegt. In diesen Markt kam nun neue Dynamik, nachdem die spanische Santander einen CMS Linker zu 100 % kündigte, was dem gesamten Sektor Aufwind verschaffte und für Kursgewinne sorgte. Der Schritt der Santander bekräftigt unsere These, dass auch andere Banken diese Papiere bis zum Ende der regulatorischen Übergangsfrist in 2021 zurückzahlen werden.

Sondersituationen Unternehmensanleihen

Im Mai 2019 verkündete das Schweizer Mobilfunkunternehmen Salt den Verkauf seiner Tower-Infrastruktur an die spanische Cellnex für 800 Mio. CHF. Nachdem der Verkauf nun abgeschlossen wurde, verwendete das Unternehmen einen Teil der Erlöse, um die von uns gehaltenen Anleihen der Holdinggesellschaft **Matterhorn** frühzeitig mit einem Premium zu kündigen. Wir schließen damit unser mehrjähriges Engagement in Anleihen des Unternehmens mit Kursgewinnen und der Vereinnahmung der Kupons erfolgreich ab.

Die EU-Kommission genehmigte Ende Juli 2019 die Übernahme von **Unitymedia** durch die britische Vodafone. Wie in unserem 18. Quartalsbericht dargelegt, setzten wir damit auf die Einengung der Kredit-Spreads zwischen unbesicherten Vodafone-Anleihen und den mit Kabelnetzvermögenswerten vorrangig besicherten Anleihen von Unitymedia. In der Tat reduzierte sich die Differenz zwischen den Anleiherenditen von rund 250 bp bei Ankündigung der Übernahme auf unter 50 bp zum Abschluss der Transaktion. Das Absinken der Anleiherendite führte für uns zu einer Rendite von mehr als 5 % p.a., was für eine vorrangig besicherte Anleihe mit erstem Kündigungszeitpunkt in 2021 einen überaus attraktiven Ertrag darstellt. Nach dem Closing veröffentlichte Vodafone ein Rückkauf-Angebot für die Anleihen zu einer negativen Restrendite, welches wir annahmen.

Auch bei den von uns gehaltenen Wandelanleihen von **SGL Carbon** kam es im Quartal zu einer vorzeitigen Rückzahlung. Wir akzeptierten im Juli ein Rückkaufangebot für unsere Wandelanleihen des Unternehmens. SGL Carbon hatte zuvor neue, günstigere Anleihen begeben können. Wir hatten erstmals im Oktober 2016 Anleihen des Unternehmens gekauft, nachdem abzusehen war, dass sich das Unternehmen durch eine Kapitalerhöhung und Restrukturierung drastisch entschulden würde. Alle drei der von uns damals gekauften Anleihegattungen wurden nun vorzeitig zurückgezahlt.

Derivate

Im September nutzten wir die positive Kursentwicklung bei mehreren der relevanten Basiswerte, um Stillhaltergeschäfte zu schließen. Daneben verfielen im Quartal offene Positionen, wodurch wir Prämien vereinnahmen konnten; im Quartal notierten nur vereinzelt Optionen zur Fälligkeit im Geld und wurden ausgeübt. Das Exposure aus Stillhaltergeschäften reduzierte sich und wir realisierten Gewinne. Zum Quartalsende ist der Fonds in Stillhaltergeschäften engagiert, die - sollten die Optionen nach Kursrückgängen alle ausgeübt werden - die Aktienquote nur noch um 2,1 Prozentpunkte erhöhen würden.

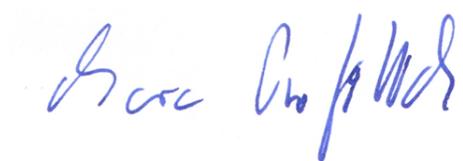
Nachbesserungsrechte

Durch unsere Investitionen im Segment der Aktien Sondersituationen kommt es bei einigen Titeln zur Zahlung von Ausgleichen und Barabfindungen in Zusammenhang mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen sowie Squeeze-outs. Die Angemessenheit dieser Zahlungen wird im Anschluss in einem Spruch-

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

verfahren überprüft. Zum zweiten Quartal 2019 liegt das in Zusammenhang mit Squeeze-outs abgefundene Volumen bei 19,4 Mio. €. Die dem Fonds im Zuge von Squeeze-outs zugegangenen Nachbesserungsrechte werden bis zur finalen Entscheidung im Spruchverfahren mit der Differenz des letzten Handelskurses vor dem Squeeze-out und der gebotenen Barabfindung angesetzt.

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

Sämtliche in diesem Dokument genannten Renditeangaben beziehen sich auf die institutionelle Anteilsklasse („Anteilsklasse I“) des ProfitlichSchmidlin Fonds UI.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), die „KI“ richtet sich an ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne des § 67 WpHG (natürliche und juristische Personen) mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.

Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und 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. Auch wurde Sie 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. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt.

Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken - z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko - und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt 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.

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.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 30.06.2019

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. Die BN & Partners Capital AG besitzt für 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.