

5. Quartalsbericht

für den Zeitraum vom 1. Januar bis 31. März 2015

14. April 2015

Liebe Investoren und Partner,

der Anteilspreis des ProfitlichSchmidlin Fonds UI gewann im abgelaufenen Quartal 6,1 %. Seit Auflage betrug die Steigerung 11,9 % auf 11.191,63 €.

Wie bereits im letzten Quartalsbericht vorweggenommen, veräußerten wir im Januar unsere Aktien der Patrizia Immobilien AG vollständig. Wir reduzierten unsere Investitionen in Bpost und Alstom Aktien, realisierten damit Gewinne und passten Positionsgrößen an. Nennenswerte neue Beteiligungen stellen AerCap und Sto dar.

Insbesondere im Bereich der Unternehmensanleihen konnten wir in den letzten drei Monaten Veräußerungen zu attraktiven Bewertungen realisieren. So verkauften wir unsere Gabriel Finance-Umtauschanleihen und Norcell-Anleihen.

Das Fondsvolumen setzt sich zum Stichtag folgendermaßen zusammen: Aktien 42,9 %, Anleihen 39,3 %, Derivate 0,0 %, Kasse 17,7 %.

Assetkategorie	(%)	Größte Positionen
Aktien	42,9%	bpost, Evonik, Logista, Regus
Anleihen	39,3%	
- Staats- und staatsgarantierte Anleihen	4,9%	Heta Covered 16, Hellenic Railways 17
- Anleihen von Finanzinstituten	18,2%	SRLEV 21/41, Depfa 15, Lloyds 29/und.
- Sondersituationen Unternehmensanleihen	16,3%	Matterhorn 19, UPC Holding 23
Derivate	0,0%	
Kasse	17,7%	

Stand: 31.03.2015; Quelle: Universal Investment, Reihenfolge alphabetisch

Unsere Auswahl der Einzeltitel erfolgt bewertungsgetrieben nach dem Bottom-Up-Prinzip. Makroökonomische Überlegungen spielen nur eine untergeordnete Rolle. Gleichwohl versuchen wir, zu große Abhängigkeiten von einzelnen volkswirtschaftlichen Risiken im Portfoliokontext zu vermeiden. Im ProfitlichSchmidlin Fonds UI sind wir durchaus bereit, Aktieninvestitionen größer zu gewichten, solange in der Gesamtheit keine zu große Abhängigkeit von Faktoren entsteht, deren Einschätzung nicht zu unserer Kernkompetenz zählt. Um diesen Diversifikationsansatz einmal darzulegen, haben wir in der nachfolgenden Tabelle die wesentlichen volkswirtschaftlichen Risiken unserer größten Aktienpositionen dargestellt:

Position	Volkswirtschaftliche Risiken
AerCap	Weltweites Flugaufkommen, Refinanzierungsumfeld
Alstom	Investitionsbereitschaft des öffentlichen Sektors weltweit, Auflagen der Wettbewerbsbehörden
bpost	Entwicklung des Briefvolumens in Belgien, regulatorische Eingriffe
Canal+	Zinsniveau
Evonik Industries	Industrieproduktion weltweit
Logista	Arbeitsmarkt in europäischen Peripherieländern, regulatorische Eingriffe im Tabakmarkt
Regus	Weltwirtschaftliches Sentiment und Arbeitsmarkt
Sto	Bau- und Sanierivolumen Deutschland, regulatorische Eingriffe

Stand: 31.03.2015; Aufgeführt sind alle Aktienpositionen größer 3 %, Reihenfolge alphabetisch

Die obige Tabelle illustriert, dass zwischen den einzelnen Positionen im Fondsportfolio keine großen Zusammenhänge oder Konzentrationen hinsichtlich bestimmter volkswirtschaftlicher Entwicklungen bestehen. Derartige Zusammenhänge spielen bei der Abwägung der Gewichtung unserer Positionen eine wichtige Rolle. Im Bereich der Anleihen ist die Überlegung grundsätzlich analog, wir streuen jedoch tendenziell breiter, um das Emittentenrisiko zu reduzieren. Neben der Diversifikation über Einzeltitel unterteilen wir unsere Anleihe-Investitionen in die bekannten drei Teilbereiche. In einem normalen Kapitalmarktumfeld gehen wir davon aus, dass der Zusam-

menhang dieser drei Teilbereiche eher gering ist. Es ist nicht ausgeschlossen, aber doch unwahrscheinlich, dass uns der Wind der volkswirtschaftlichen Veränderungen aus verschiedenen Richtungen gleichzeitig entgegenweht.

Aktien

Im abgelaufenen Quartal haben wir zwei neue Positionen in den Flugzeugleasingunternehmen **AerCap** und **Avolon** aufgebaut. Beide Unternehmen bieten aus unserer Sicht langfristiges Wachstumspotential, gepaart mit einer niedrigen Bewertung. Die Flugzeugleasingbranche profitiert aktuell von den rekordniedrigen Zinsen, einer strukturellen Nachfrage nach neuen Flugzeugen und einer relativ hohen finanziellen Stabilität auf der Kundenseite aufgrund hoher Auslastungsraten und niedriger Kerosinpreise. In Europa und den USA treibt der Ersatz alternder Flugzeuge die Nachfrage, während sich in den Emerging Markets die Flugzeugflotten vielerorts noch im Aufbau befinden.

Die in den Niederlanden ansässige **AerCap** ist das weltweit größte Flugzeugleasingunternehmen mit mehr als 1.300 Flugzeugen im Bestand. Das Unternehmen entstand 2014 aus der Übernahme der vielfach größeren ILFC, einer ehemaligen Tochter des amerikanischen AIG-Konzerns. AerCap finanzierte die Übernahme damals neben einem Bargeldanteil auch mit eigenen Aktien, wodurch die US-amerikanische Versicherung heute noch 46 % an AerCap hält. Seit Februar 2015 ist die Lock-Up-Periode für AIG ausgelaufen. Dieser Aktienüberhang lastet aktuell auf der Aktie. Durch die ILFC-Übernahme erwarb AerCap neben der bestehenden ILFC-Flotte auch eines der größten Orderbücher für neue, effiziente Flugzeuge. Aktuell weisen Airbus und Boeing Orderbücher von über sechs Jahren auf - Wettbewerber müssten sich mit neuen Aufträgen daher „hinten anstellen“.

Die irische **Avolon** blickt dagegen auf eine wesentlich jüngere Historie zurück: Das Unternehmen wurde von einem Team aus Veteranen aus der Flugzeugleasing-Branche mit Hilfe von Private Equity-Investoren im Jahr 2010 gegründet, um die Kreditklemme der Banken auszunutzen und große Aufträge bei Boeing und Airbus, insbesondere für die besonders effizienten A320neo und Boeing 737 MAX, zu platzieren. Avolon verfügt mit einem mittleren Alter von zweieinhalb Jahren über eine der jüngsten Flotten der Branche. Auch im Fall von Avolon liegt ein Angebotsüberhang vor. Ähnlich wie bei AerCap halten wir die Platzierung weiterer Aktien in den nächsten Monat für wahrscheinlich. Im speziellen Fall ist dies auch aus Refinanzierungsgründen wichtig, da die Ratingagenturen erst ein Investment Grade-Rating vergeben, wenn der Anteil von Private Equity-Investoren unter 40 % der ausstehenden Aktien beträgt. Aufgrund der langen Wartezeiten für neue Flugzeugbestellungen erwarten wir keine nennenswerten Markteintritte, sondern antizipieren eine durch Übernahmen getriebene Konsolidierung der Branche.

Das Flugzeugleasinggeschäft verfügt durch die kontinuierlich hohe Auslastung und das existierende Orderbuch über eine hohe Sichtbarkeit der zukünftigen Erträge. Wir gehen davon aus, dass AerCap zwischen 2015 und 2020 den Umsatz im Leasinggeschäft jährlich im mittleren einstelligen Bereich steigern kann, und halten bei Avolon durch die hohen Investitionen in den Ausbau der Flotte ein jährliches Wachstum im niedrigen zweistelligen Bereich für realistisch. Dabei sollten insbesondere die administrativen Kosten nur unterproportional ansteigen, weshalb wir mit einem überproportionalen Gewinnwachstum rechnen. Dieses könnte durch zum Teil bereits angekündigte Aktienrückkäufe aus überschüssigem Kapital zusätzlich beschleunigt werden. Angesichts der aufgeführten Werttreiber halten wir die Bewertung der beiden Unternehmen absolut und auch im Vergleich mit den Wettbewerbern für zu günstig.

Im Januar veräußerten wir unsere Beteiligung an der **Patrizia Immobilien AG** vollständig, nachdem die Aktie eine Kurssteigerung von über 60 % erfahren hatte. Die Hintergründe dazu wurden bereits im letzten Quartalsbericht dargelegt.

Regus hat im März Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr vorgelegt. Zwei Entwicklungen verdeutlichen aus unserer Sicht erneut die Attraktivität des Geschäftsmodells: Erstens gelingt es dem Unternehmen, Vorteile aus der Größe des Netzwerks und der Wettbewerbsposition zu materialisieren. Während sich die Anzahl der betriebenen Standorte um 24 % erhöhte, konnten die Gemeinkosten konstant gehalten werden. Zweitens konnte Regus in den letzten Jahren erfolgreich die Kosten, d.h. die Kapitalintensität, der Expansion reduzieren. So vergünstigten sich die Nettokosten pro Eröffnung eines neuen Standortes im letzten Jahren um etwa ein Viertel.

Bereits im Oktober 2014 begannen wir, eine Beteiligung an dem deutschen Baustoffproduzenten **Sto** aufzubauen. Das Unternehmen zeichnet sich durch ein starkes, bis zu den Handwerkern reichendes Vertriebsnetzwerk aus und profitiert von der Entwicklung der Bautätigkeit und der Nachfrage nach Dämmstoffen für Häuserfassaden in Deutschland und Europa. Sto ist außerordentlich cash-generativ, so dass sich in den letzten Jahren eine Nettoliquidität in Höhe von etwa 20 % der Marktkapitalisierung angesammelt hat. Dies stellt keine effiziente Kapitalallokation dar, und wir antizipierten einen Wechsel der Unternehmenspolitik hinsichtlich der

Gewinn- und Liquiditätsverwendung. Mit der Ankündigung einer Sonderdividende in Höhe von 18 % auf unsere Käufe haben sich diese Überlegungen erfreulich zügig materialisiert. Die Inhaberkfamilie hat in den letzten Jahren immer wieder versucht, ihre Macht im Konzern gegenüber den Minderheits- bzw. Vorzugsaktionären zu sichern. Aus unserer Sicht könnten sich aus diesen Bestrebungen in absehbarer Zeit weitere Werttreiber ergeben.

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.

Staats- und staatsgarantierte Anleihen

Unsere letzten verbliebenen durch Kärnten garantierten Senior-Anleihen der **Heta Asset Resolution** - ehemals Hypo Alpe Adria - veräußerten wir im ersten Quartal und realisierten damit einen Verlust. Wir rechnen weiterhin damit, dass die Gläubiger, zu denen zahlreiche Finanzinstitute in Deutschland und Österreich, aber auch Institutionen wie eine Tochter der Weltbank gehören, ihre rechtlichen Ansprüche durchsetzen können. Die Auseinandersetzungen werden sich vermutlich jedoch über viele Jahre erstrecken. Wir beobachten die Entwicklung von der Seitenlinie und erwarten bis zum Ablauf des Moratoriums Mitte 2016 keine Zugeständnisse seitens Österreich. In diesem Fall haben wir das politische Risiko, dass geltendes Recht und Verträge gebrochen werden, nicht ausreichend berücksichtigt.

Anleihen von Finanzinstituten

Im Februar verkündete Unicredit das vorläufige Jahresergebnis samt Dividendenvorschlag. Beide fielen positiv aus, wodurch die Kuponzahlungen auf die im letzten Quartalsbericht vorgestellten **Unicredit CASHES** erwartungsgemäß wieder aufgenommen werden. Die Anleihe reagierte mit einem Kursplus von etwas 10 %. Die gegenwärtige Bewertung reflektiert aus unserer Sicht jedoch noch kein angemessenes Niveau. Die erste Kuponzahlung im Mai oder die Umstellung auf Stückzinsnotiz könnten sich als weitere Werttreiber erweisen.

In den letzten Monaten haben wir damit begonnen, einen breit gefächerten Korb an **CMS-linked Tier 1 Anleihen** aufzubauen. Die Kupons dieser Anleihen sind an den zehnjährigen Euribor zuzüglich eines Aufschlags von wenigen Basispunkten gebunden. Dies führt im aktuellen Niedrigzinsumfeld zu geringen Kupons, wodurch diese Papiere zu Kursen von 40 bis 70 % bewertet werden. Da diese Tier 1 Anleihen unter Basel III jährlich 10 % an regulatorischer Anrechenbarkeit verlieren, wird ein Rückkauf der Anleihen unter pari für die Emittenten immer attraktiver. Rückkäufe unter pari stellen eine Möglichkeit dar, das Kernkapital zu stärken und ermöglichen es den Emittenten darüber hinaus, sich dieser regulatorisch unvorteilhaften Anleihen rechtzeitig zu entledigen. Je mehr Zeit vergeht und je tiefer die Anleihen notieren, umso attraktiver ist ein Rückkauf der Papiere für den Emittenten. Dies sollte aus unserer Sicht einen Boden unter die Kurse dieser Papiere ziehen. Gleichzeitig profitieren diese Anleihen von möglichen Zinssteigerungen und stellen damit eine Absicherung des Zinsänderungsrisikos des Anleiheportfolios dar.

Im ersten Quartal 2015 verkündete die niederländische Regierung den Verkauf der Versicherung **SNS Reaal** an die chinesische Anbang Insurance Group. Nach Abschluss der Transaktion, mit dem im dritten Quartal 2015 zu rechnen ist, entfallen die EU-Auflagen, wonach die Versicherung keine freiwilligen Kupons auf ihre Nachrangnanleihen auszahlen darf. Wie im ersten Quartalsbericht beschrieben, laufen bei den Nachrangnanleihen der SRLEV die nicht ausgezahlten Kupons bis zur Kuponwiederaufnahme auf und werden mit 9 % p.a. intern weiterverzinst. Aktuell notieren die Titel mit einer Rendite bis zum ersten Kündigungstag, die etwa dem doppelten Niveau vergleichbarer Papiere entspricht. Mit Abschluss der Transaktion rechnen wir mit einem Wechsel auf Stücknotiz und in diesem Zuge mit der Auflösung der Unterbewertung.

Sondersituationen Unternehmensanleihen

Nachdem Ende Dezember der Verkauf des Schweizer Mobilfunkunternehmens Orange an den französischen Milliardär Xavier Niel verkündet worden war, erhielten wir für unsere Zustimmung zu dem Deal als Halter einer von **Orange über deren Holdinggesellschaft Matterhorn begebenen Pay-In-Kind Anleihe** eine Einmalzahlung. Inzwischen wurde die Übernahme formell abgeschlossen, die teuren noch ausstehenden Altanleihen aber noch nicht gekündigt und refinanziert. Im Fall der von uns gehaltenen Matterhorn-Anleihe mit einem Kupon von 9 % bedeutet dies, dass diese jederzeit mit 30 Tagen Vorankündigungsfrist zu 102 % gekündigt werden kann und sich deshalb nicht wesentlich über diese Marke bewegt. Die Pay-In-Kind-Anleihe hat ihren eigentlich riskanten Charakter durch die abgeschlossene Übernahme zumindest temporär eingebüßt. Wir bauten unsere Position weiter aus und vereinnahmten bis zur Refinanzierung den Kupon in Höhe von 9 %.

Im ersten Quartal 2015 haben wir außerdem unsere Position in **zweitrangig besicherten Anleihen des deutschen Tank- und Raststellenbetreibers Tank & Rast** ausgebaut, da wir in den nächsten Monaten mit einem Verkauf durch die Private Equity-Eigentümer und im Zuge dessen mit einer Refinanzierung der Schulden rechnen.

Unsere bestehende Position in **Pay-In-Kind Anleihen der Polish Television Holding** (vgl. vierter Quartalsbericht) profitierte von dem angestoßenen Verkaufsprozess der Muttergesellschaft. Die Alteigentümer Vivendi und ITI haben sich im März entschlossen, das Unternehmen an den US-amerikanischen Medienkonzern Scripps zu veräußern. Wir erwarten nach Abschluss der Transaktion eine Verringerung des Risikoaufschlags oder eine vorzeitige Refinanzierung der Anleihe und in diesem Zuge eine make-whole-Kündigung mit entsprechender Prämie.

Nach den Wahlen in Griechenland trennten wir uns außerdem von unseren **zweitrangig besicherten Emma Delta Anleihen** mit einem Verlust. Im vergangenen Jahr hatten wir mit den erstrangig besicherten Anleihen des Unternehmens bereits Gewinne realisiert. Nach einem Treffen mit der Unternehmensführung in Athen halten wir das politische Risiko hinsichtlich der Glücksspielregulierung für erhöht.

Im März veräußerten wir unsere Position in **Gabriel Finance Umtauschanleihen**. Wir hatten die Investition im Wesentlichen im August 2014 aufgebaut, nachdem wir eine Unterbewertung des Umtauschrechts festgestellt hatten. Die Überlegung der Investition ist im dritten Quartalsbericht 2014 detailliert erläutert. Nachdem sich die Evonik Aktie, mit deren Aktien die Anleihe besichert ist und deren Aktien den Basiswert des Umtauschrechts darstellen, positiv entwickelt hatte, verzeichnete auch die Umtauschanleihe eine Kurssteigerung von 6,2 %. Nach den Kosten der Absicherung, welche wir für einen Teil der Position eingegangen waren, konnte die Investition mit einer Rendite von 8,7 % p.a. abgeschlossen werden.

Weiterhin veräußerten wir Anleihen des schwedischen **Kabel- und Telekomunternehmens Com Hem (Norcell)**, nachdem sich die Rendite bis zum nächsten Kündigungstermin von 4,0 % im Juni 2014 auf zuletzt unter 2,5 % reduziert hatte. Dieses Investment wies nach dem erfolgreichen Börsengang von Com Hem ein geringes fundamentales Risiko auf. Mit dem Verkauf realisierten wir eine Rendite von 5,2 % p.a.

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, die Anlagevermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG und die Abschlussvermittlung nach § 1 Abs. 1a Nr. 2 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 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.