

## 5. Quartalsbericht

für den Fonds **SQUAD Aguja Opportunities I** (WKN: A2AR9C)  
im Zeitraum 01.01.2018-31.03.2018

Köln, 06. April 2018

Sehr geehrte Investorinnen & Investoren,

wir danken Ihnen sehr für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Anhand unserer Quartalsberichte möchten wir Ihnen einen Einblick in unser Vorgehen und unsere Denkweise ermöglichen. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung, unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende des Berichtes.

Die monatliche Entwicklung des NAVs des *SQUAD Aguja Opportunities I* seit Auflage am 05.12.2016:

In %	Jan.	Feb.	Mär.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahr
2016												1,62	1,62
2017	1,17	1,53	1,80	2,03	2,68	-0,07	0,67	-1,30	2,38	1,28	0,91	0,44	14,31
2018	0,66	-2,60	-3,50										-5,38

Die Allokation am 31.03.2018, nach Assetklassen und geographisch, gestaltet sich wie folgt:

Aktien:	72%	Deutschland:	40%
davon Aktien mit Anleihecharakter:	24%	Restl. Europa:	35%
Anleihen:	21%	Nordamerika:	18%
davon Hybridanleihen:	4%	Asien:	0%
davon Wandelanleihen:	9%	Sonstiges:	1%
davon Senior Anleihen:	8%	Kasse:	6%
Kasse:	6%		
Derivate:	0%		

Stand: 31.03.2018, Quelle: Axxion S.A.

Mit dem Start in das Jahr 2018 stellen wir das Format unserer Quartalsberichte etwas um und gehen dabei auf die von Ihnen angeregten Verbesserungsvorschläge ein. Der Fokus der Quartalsberichte im letzten Jahr lag darauf, Ihnen anhand von Fallbeispielen unsere Denkweise näherzubringen. Dies wollen wir weiterhin beibehalten, allerdings auf ein Beispiel pro Bericht beschränkt und inklusive kurzer Zusammenfassung. Dafür geben wir zusätzlich einen Rückblick auf das jeweilige Quartal, in dem wir unsere Positionierung darlegen und erläutern, was gut und/oder weniger gut gelaufen ist. Aufgrund der Ereignisse dieses Quartals wird der Rückblick in diesem Bericht etwas umfassender als zukünftig geplant ausfallen. Weiterhin möchten wir Ihnen anhand eines kurzen Ausblicks unsere aktuelle Positionierung kommentieren. Auch weiterhin würden wir uns über Feedback freuen, gerne versuchen wir dieses aufzunehmen und umzusetzen.

*Disclaimer: Bei den in diesem Bericht besprochenen Titeln handelt es sich um ehemalige und aktuelle Fondsinvestments. Dies dient lediglich Informationszwecken und stellt in keinster Weise eine Kaufempfehlung dar.*

### Rückblick: Verlauf des letzten Quartals und Positionierung

Das Jahr 2018 begann zunächst mit steigenden Kursen, der DAX stieg im zweiten Anlauf auf über 13'500 Punkte. Unter anderem wiesen Finanz- und Technologietitel, sowie auch eher zyklische Firmen wie Automobilunternehmen starke Kursgewinne auf – letztere trotz der Stärke des Euros gegenüber dem US Dollar. Aufgrund der aus unserer Sicht in der Breite relativ hohen Bewertungen in Verbindung mit Risiken, wie aufkommende Inflationssorgen nach der US-Steuerreform und der starke US Dollar, war der Fonds in dieser Phase eher defensiv aufgestellt und partizipierte daher auch unterproportional an dieser positiven Marktphase. Aufgrund der im Laufe des Januars noch weiter gestiegenen Bewer-

tungen ohne für uns erkennbare fundamentale Begründung baute der Fonds Mitte Januar eine Absicherung auf (per DAX und S&P 500 Future). Im Zuge der ersten Kursrückgänge an den globalen Märkten Ende Januar trug diese Absicherung positiv bei, stärkere Gewinnmitnahmen bei einigen Portfoliotiteln führten aber dennoch dazu, dass der Fonds den Monat letztlich nur mit einem Plus von 0,66% abschloss. In dieser Phase wurden erste Titel abgebaut, die sich vergleichsweise gut gehalten hatten und nach starker Performance im letzten Jahr nun weniger attraktiv erschienen, wie beispielsweise die Bellevue Group. Im Februar folgte dann eine Korrektur, die Aktienmärkte gerieten nun deutlich unter Druck. Es folgte bis Ende März eine Zeit von Auf- und Abschwüngen, letztlich schloss der DAX den März mit knapp unter 12'100 Punkten ab. Während zunächst primär aufkommende Zins-/Inflations-sorgen und der Konflikt mit Korea zu Kursrückgängen geführt hatten waren es nach und nach wirtschaftspolitische Themen, die Angst machten – allen voran die Sorge vor einem Handelskrieg zwischen den USA und China. Die Absicherung baute der Fonds in dieser Phase nach und nach ab (DAX Absicherung wurde Mitte Februar aufgelöst, S&P 500 Absicherung wurde Anfang März aufgelöst). Kursrückgänge wurden teilweise genutzt, um Titel aufzustocken, die günstiger geworden waren. Aktuell (Stand 31.03.2018) besteht keine Absicherung per Aktienfuture.

Viele Titel des Portfolios entwickelten sich auch in den letzten drei Monaten erwartungsgemäß marktunabhängig. Positiv zur Wertentwicklung bei trug beispielsweise NXP Semiconductors. Hierbei handelte es sich um eine Spezialsituation, über die wir schon öfters berichtet hatten. Wie von uns erwartet kam es zu einem erhöhten Angebot für NXP durch Qualcomm, was zu einer trotz schwierigem Marktumfeld sehr guten Kursentwicklung von NXP führte. Der Fonds verkaufte seine NXP Aktien nach Bekanntwerden des Angebots, das 15,9% über dem alten lag und somit einen marktunabhängigen Wertbeitrag lieferte (vgl. Factsheet Februar 2018).

Überlagert wurden diese Entwicklungen aber durch zwei Faktoren, die zu schwächeren Fondsentwicklung führten. Zum einen entwickelten sich seit Jahresbeginn generell Aktien vieler Unternehmen mit *Value*-Charakter schwächer, zudem gerieten gerade Werte aus dem Bereich Konsum unter Druck. So trug beispielsweise die Entwicklung von KraftHeinz (Konsumunternehmen aus USA, welches bald eine Übernahme durchführen könnte), oder auch Greencore (GB, hierzu später mehr) zur negativen Entwicklung bei. Der Lebensmittelsektor wurde dabei von einer schwächeren Nachfrage belastet. Ein zweiter Effekt ergab sich aus teils sehr starken und aus unserer Sicht in diesem Ausmaß übertriebenen Kursreaktionen einzelner weniger Titel auf verschiedene Events, wie Jahreszahlen, Ausblicke auf das laufende Jahr, Brokerstudien oder auch Kommentare von Konkurrenzunternehmen. Grundsätzlich sind dies aus Sicht eines rational und nicht kurzfristig denkenden Investors gewünschte Situationen, da sich gerade hier oft die Chance bietet gute Unternehmen sehr günstig ein-/nachkaufen zu können. Entsprechend haben wir versucht in jeder solcher Situation die neuen Erkenntnisse zu evaluieren und dann entsprechend, meist mit Nachkäufen, zu handeln.

Wir denken aber, dass gerade diese Phase rückblickend viele Chancen ergab, von denen der Fonds mittel- und langfristig profitieren wird. Um Ihnen ein Gefühl dafür zu geben, welche Titel aus ganz unterschiedlichen Sektoren mitunter gemeint sind, möchten wir auf einige Beispiele eingehen:

**freenet** (Jan. 18 – März 18: -20%; dabei Feb. 18 – März 18: -13%)\*

Die freenet AG berichtete am 1. März Jahreszahlen im Rahmen der Erwartungen. Prinzipiell verfügt das Unternehmen über ein stabiles, tendenziell aber leicht rückläufiges Reselling Geschäft von Mobilfunkverträgen. Dieser Bereich generiert relativ viel Cash und bietet damit die Basis des Unternehmenswertes. Hinzu kommt eine Beteiligung am Schweizer Telekommunikationsunternehmen Sunrise und Investitionen in neue Segmente im Bereich TV und Streaming (freenet TV und waipu.tv). Handelt die Aktie im Bereich dessen, was als fairer Wert für das historische Reselling Geschäft gesehen werden kann, erhält der Investor eine Option auf das der neue TV und Streaming Segment quasi kostenlos. Neben dem potentiellen Werttreiber positiver Neuigkeiten, wie guter Kundenanklang und/oder Verträge mit Streaminganbietern wie Netflix oder Sky Deutschland, wäre vermutlich auch ein Verkauf der Beteiligung an Sunrise ein für die Aktie positives Event (beispielsweise im Zuge einer Übernahme von Sunrise durch einen Wettbewerber). Im Rahmen des Ausblicks für das Jahr 2018 lag die Guidance für den freien Kapitalfluss leicht unter Erwartungen. Primär begründet sich dies allerdings in einer geringeren Optimierung des Working Capitals in 2018. Im Rahmen des Ausblicks von United Internet am 22. März folgte ein weiterer Kursrutsch. Diese hatten bekanntgegeben Geld in die Subvention von Mobilfunkgeräten bei 1&1 Drillisch zu investieren, um neue Kunden zu gewinnen. Man kann sicherlich nicht verneinen, dass diese Events jeweils keinen Einfluss auf den fundamentalen Wert der freenet haben. Allerdings sind die generellen Sorgen vor leicht rückläufigen Margen und Wettbewerb nicht neu. Der fundamentale Wert, den wir dem Reselling Geschäft beimessen, veränderte sich nur leicht. Vergessen sollte man auch nicht, dass es sich hier um einen durch die Bundesnetzagentur regulierten Markt handelt, in dem Wettbewerb erwünscht ist, zu dem Reseller wie freenet beitragen. Daher erachten wir die Kursreaktion als zu stark.

**Greencore** (Jan. 18 – März 18: -41%; dabei Feb. 18 – März 18: -27%)\*

Greencore ist der weltweit größte Hersteller von Sandwiches. Neben Sandwiches werden auch Fertigprodukte wie z.B. Salate und Sushi zubereitet. In den letzten Jahren konnte die Firma ein beachtliches und stabiles Wachstum bei Umsatz und EBIT aufweisen. Dies resultiert aus dem starken Wachstum der *Food to Go* Kategorie, welche von der steigenden Nachfrage nach frischen und verzehrfertigen Produkten getrieben wird. Durch Skalenvorteile (dominante Marktposition, Logistiknetzwerk) und eine gute operative Leistung konnte Greencore weitere Kunden gewinnen und in diesem Bereich sogar überproportional wachsen. Das Unternehmen ist tief in die Prozesse der Kunden integriert, was ihr einen Wettbewerbsvorteil und über Jahre steigende Marktanteile verschafft hat. Dennoch handelte die Aktie des Unternehmens beim ersten Kaufzeitpunkt zu einem KGV von ca. 11 (basierend auf 2018 Konsenserwartung) und mittelfristig zweistelliger Free Cash-Flow Rendite. Sowohl im historischen Vergleich (KGV lag Anfang 2016 noch bei 20), also auch im Peergroup Vergleich erschien dies günstig. Aus unserer Sicht lag der Hauptgrund der günstigen Bewertung darin, dass der größte Kunde Tyson Foods (12% Umsatzanteil), eine Firma aus demselben Sektor übernommen hatte. Es wurde spekuliert, dass Tyson Foods Greencore als Lieferant nun nichtmehr benötigt. Nach unserer Analyse erschien der Verlust von Tyson schon eingepreist, wir betrachteten die Chance auf eine weitere Zusammenarbeit aber als sehr wahrscheinlich. Hierdurch ergab sich unserer Ansicht nach ein asymmetrisches Rendite-/Risikoprofil. Tyson Foods war vertraglich noch für ungefähr 5 Jahre an Greencore gebunden (eine Kündigung hätte zu hohe Vertragsstrafen geführt) und hatte mit Greencore zusammen Millionen über ein Co-Investmentmodell in die Produktionslinie investiert. Unsere Recherchen ergaben, dass Tyson und Greencore sogar eher an einem Ausbau des Geschäfts interessiert waren. Kurze Zeit nach unserem Investment wurde der Vertrag mit Tyson Foods demonstrativ auf ca. 10 Jahre verlängert und die Neubewertung der Aktie begann. Die Schwäche von Konsumwerten in 2018 generell brachten jedoch auch die Aktien von Greencore unter Druck. Es folgte eine Gewinnwarnung von Greencore, da beschlossen wurde eine zu gering ausgelastete Fabrik in den USA zu schließen. Zudem belastete das Wetter in GB die Nachfrage und Aufträge verzögerten sich, welche statt in 2018 erst in 2019 anfallen werden. Zwar macht die Produktionsstätte in den USA nur 2% am Umsatz aus und war nicht profitabel, dennoch kam dieses Ereignis etwas überraschend, da das Management zuvor kommunizierte, dass es einiges Interesse und somit neue Aufträge für diesen Standort gäbe. Interessierte Kunden hatten sich dann aber kurzfristig für andere Produktionsstätten von Greencore entschieden, weshalb man daher die Schließung beschloss. Dies verursacht zwar Kosten in 2018, langfristig wird es aber positive Auswirkung auf die Profitabilität haben. Der Ausblick für 2018 lag aus diesem Grund etwa 6-8% unter den Markterwartungen. Dies ist aus langfristiger Sicht kein Drama - die Aktie reagierte allerdings um ein Vielfaches stärker, auch weil das Management in dieser Phase unserer Ansicht nach nicht gut kommunizierte und die Schließung für viele unerwartet kam. Wir analysierten die Situation und besprachen diese auch mit der Firma selbst. Wir gehen davon aus, dass die nun korrigierte Guidance und die Markterwartungen gut erreichbar sein sollten und die Aktie damit äußerst günstig erscheint (aktuell EV/EBITDA 2018 bei 7,3x, bzw. KGV von 8-9 basierend auf der Spanne der Guidance). Das Management hat nach dem Kursverfall zudem selbst Aktien gekauft.

**Wüstenrot & Württembergische** (Jan. 18 – März 18: -17%; dabei Feb. 18 – März 18: -16%)\*

Wüstenrot & Württembergische ist eine Bausparkasse und Versicherung, die eine unserer Meinung nach günstige Bewertung aufwies. Die Kundenbeziehungen im Versicherungsgeschäft sind sehr gut und langfristig (z.B. hohe Servicequalität im Schadensfall), viele Kunden daher wenig preissensitiv. Durch gute Selektion und Pricing weist die Versicherungssparte eine sehr gute Schaden-Kosten-Quote auf. Historisch verfügte das Unternehmen noch über eine Bank mit Lizenz, die im Kerngeschäft allerdings nicht mehr benötigt wurde. Der erfolgreiche Verkauf dieser war unserer Meinung nach u.a. ein guter Trigger für eine Neubewertung – auch weil die Bilanz hierdurch vereinfacht würde. Weiterhin sollte Wüstenrot & Württemberger ein Profiteur steigender Zinsen sein. Somit sehen wir auch hier einen asymmetrischen Chance-/Risikoprofil. Welche positiven Auswirkungen steigende Zinsen auf Finanztitel haben können konnte man in den letzten zwei Jahren gut in den USA beobachten. Jedoch gehen wir nicht davon aus, dass die europäischen Zinsen vergleichbar stark bzw. schnell steigen. Weiterhin verfügt das Unternehmen mit der Wüstenrot Stiftung über einen stabilen und langfristigen Ankeraktionär. Im Rahmen der Präsentation der Zahlen für das Jahr 2017 wurde für das Jahr 2018 ein niedrigerer Ausblick als erwartet gegeben. Grund sind Investitionen in die Digitalisierung, die Großteils nicht kapitalisiert werden, sondern durch die Gewinn- und Verlustrechnung gehen. Diese Investitionen erschienen sinnvoll und sollten den Unternehmenswert langfristig erhöhen, kurzfristig führen sie allerdings zu einem etwas geringeren Gewinn. Zudem neigt Wüstenrot & Württembergische generell zu einem konservativen Ausblick. Die verhältnismäßig heftige Marktreaktion erscheint uns daher unter mittelfristiger Betrachtung der Firma als deutlich übertrieben.

**PNE Wind** (Jan. 18 – März 18: -8%; dabei Feb. 18 – März 18: -11%)\*

Die PNE Wind AG ist ein Projektentwickler im Bereich neue Energien (bisher primär Windenergie). Das Unternehmen wurde in den letzten Jahren durch zwei Faktoren belastet. Zum einen wurde die Firma aus unserer Sicht nicht gut gemanagt, zudem gab es fragwürdige Verbindungen zu Turbinenherstellern. Nach einer Veränderung des Managements, Aufsichtsrates und auch der Aktionärsstruktur entwickelt sich PNE Wind nun eindeutig besser. Zum anderen ergab sich eine unvorteilhafte Entwicklung im Vergabeverfahren neuer Projekte für deutsche Windanlagen, wodurch ein günstiger Einstieg in die Aktie ermöglicht wurde. Unserer Meinung nach entsprachen der Wert der bestehenden Windparks, der Pipeline und der noch anfallenden Milestone-Zahlungen schon alleine dem Unternehmenswert – dem Projektgeschäft wurde kein Wert beigemessen. Auch hier erscheint aber die Talsohle durchschritten, denn die erste Windparkauktion 2018 wies deutlich bessere Ergebnisse auf, da der Regulator frühere Probleme im Verfahren erkannt und darauf reagiert hat. Zudem fokussiert sich das Unternehmen nicht nur auf den deutschen Markt, sondern ist beispielsweise auch in Frankreich erfolgreich aktiv. Ziel der PNE Wind ist es ein Windparkportfolio von 200 MW aufzubauen. Zuletzt wurden die verbleibenden 20% Anteil an einem 142 MW Portfolio für ca. 23 Mio. Euro veräußert (entspricht rund 0,8 Mio. Euro pro MW). Während des Aufbaus werden die bereits fertiggestellten Windparks Erträge aus der Stromerzeugung und damit eine kontinuierliche Liquidität liefern. Zudem verfolgt das Unternehmen weitere strategische Schritte, die nach unserer Meinung sinnvoll sind und den Unternehmenswert steigern werden. Wir denken, dass das Windparkportfolio, wie auch weitere fertiggestellte Windprojekte, für Finanzinvestoren ein interessantes Kaufziel darstellen. Die Projektpipeline inkl. des Projektgeschäfts wiederum könnte für Versorger interessant sein, da Windkraft eine immer bedeutendere Rolle in der Stromversorgung haben sollte. Im Rahmen der Ergebnispräsentation für die Finanzzahlen 2017 gab PNE Wind auch einen Ausblick, der leicht unter den Erwartungen des Marktes lag. Allerdings ist gerade im Projektgeschäft das Ergebnis auf ein Jahr betrachtet wenig relevant. Wenige Windparks, die in dem einen oder dem anderen Jahr verkauft werden – oder aber ganz im Bestand bleiben – können das Ergebnis eines einzelnen Jahres deutlich verschieben. Auf den fundamentalen Wert des Unternehmens hat dies aber wenig Einfluss. Die Investitionen in das Windparkportfolio von 200 MW belasten erstmal die Ergebnisse, der Wert wird beim Verkauf aber *aufgedeckt*. Ob der Kursverfall Ende März tatsächlich durch den Ausblick, oder aber durch den Abverkauf von Nebenwerten eines größeren Fonds verursacht wurden, können wir nicht sagen. Nachvollziehen konnten wir den Kursverlauf in diesem Ausmaß aber nicht.

**JOST Werke** (Jan. 18 – März 18: -13%; dabei Feb. 18 – März 18: -14%)\*

JOST Werke wurde im Jahr 2017 per IPO (zu 27 Euro) an die Börse gebracht, der Fonds hatte an diesem teilgenommen. Die Firma stellt sicherheitsrelevante Teile für LKWs und Anhänger her und hat in den Kernprodukten Sattelpkupplungen und Stützwinden einen Marktanteil von über 50%. Das Geschäftsmodell ist wenig kapitalintensiv und weist durch ein großes Servicenetzwerk, die Sicherheitsrelevanz der Teile und eine starke Marke hohe Eintrittsbarrieren auf. Durch Refinanzierungen, Produktinnovationen und eine positive Dynamik der Endmärkte sollte der Gewinn weiter stark wachsen. Im Rahmen einer Analystenstudie kam die Aktie im März stark unter Druck. Der Analyst hatte die Aktie auf neutral gestuft (Kursziel 45 Euro, Kurs aktuell ca. 36 Euro). Zwar könnten etwas höhere Kosten die Marge kurzfristig leicht belasten, potentiell könnte das Unternehmen aufgrund der starken Marktstellung dies aber mittelfristig an Kunden weitergeben. Einen triftigen Grund für den Kursverfall erkennen wir in dieser Studie nicht. Wir erachten das Kursniveau, zu dem JOST Werke aktuell handelt, daher als attraktiv.

Wir verstehen solche Ereignisse grundsätzlich als Chance, sofern der von uns gesehene fundamentale Wert nicht durch Neuigkeiten negativ verändert wird. Dennoch sind wir mit der Wertentwicklung in Summe in den ersten drei Monaten nicht zufrieden. Rückblickend hätte die Absicherung im Portfolio über Aktienfutures im Januar aufgrund der von uns antizipierten Marktrisiken höher ausfallen sollen.

\* Quelle: Bloomberg. Stand 01.04.2018

### **Ausblick: Fondspositionierung in Bezug auf das aktuelle Geschehen**

Die zurückliegenden drei Monate wurden auch dazu genutzt, das Portfolio partiell umzuschichten. So wurden beispielsweise die Positionen in Bellevue Gruppe, Affiliated Managers Group, EDAG, United Internet (noch zu Kursen über 58 Euro) und NXP Semiconductors aus Bewertungsgründen komplett verkauft. Daneben wurden auch die eine oder andere neue Position aufgebaut, wie beispielsweise die RAG Wandelanleihe 2018 (vgl. Fallbeispiel), die Hybridanleihe des Immobilienentwicklers UBM Development, sowie die Aktie der spanischen Pizzakette Telepizza und des Immobilienunternehmens DEMIRE, für das ein Übernahmeangebot angekündigt wurde. Zudem nutzte der Fonds gerade

auch Schwächen von bestehenden Positionen zum Nachkauf (siehe Rückblick, unter anderem JOST Werke, Greencore und PNE Wind), bzw. baute zuvor veräußerte Titel erneut auf (z.B. Volkswagen Aktie nach dem diese korrigiert hatte, welche wir zuvor über die Porsche SE indirekt gehalten hatten). Insgesamt erachten wir das Portfolio nach wie vor als äußerst attraktiv und wertstabil und sehen nun bei einigen Titeln gerade die Chance auf eine überproportionale Kursentwicklung.

Die Bewertungen einiger Unternehmen sind attraktiver geworden, und auch spannende Sondersituationen ergeben sich kontinuierlich immer wieder. Die Märkte werden vermutlich volatil bleiben, aber somit auch einige Chancen bieten. Wir haben die Hoffnung, dass China und USA sich weitestgehend diplomatisch auf ein Maßnahmenpaket einigen, das beide Seiten zufrieden stellt. Das Säbelrasseln beider Seiten betrachten wir als Verhandlungsstrategie, welche Trump in der Vergangenheit nicht nur als Politiker, sondern auch schon als Geschäftsmann eingesetzt hat. Zumindest besteht Zeit für einen Kompromiss, denn vor dem Inkrafttreten der von den USA angedrohten Zölle wird es zunächst Mitte Mai eine Anhörung geben. Eine Eskalation gänzlich ausschließen kann man aber sicherlich nicht. Themen wie Inflationsdruck, Zinswende oder auch Europakrise (sowohl politisch bzgl. Wahlen, Regierungsbildung, Brexit) als auch makroökonomisch (Entwicklung der Südländer und Divergenz zwischen Süd- und Nordeuropa) sind in den Hintergrund geraten, aber nicht vom Tisch. Jedoch entwickelt sich die Weltwirtschaft und die Unternehmensgewinne nach wie vor gut und darauf kommt es langfristig an. Wir gehen davon aus, dass das aktuelle Jahr deutlich volatil bleiben wird als es das vergangene Jahr gewesen ist und werden alles dafür tun, die kommenden Börsenphasen wieder deutlich stabiler zu bestreiten und eine attraktive Rendite zu erarbeiten.

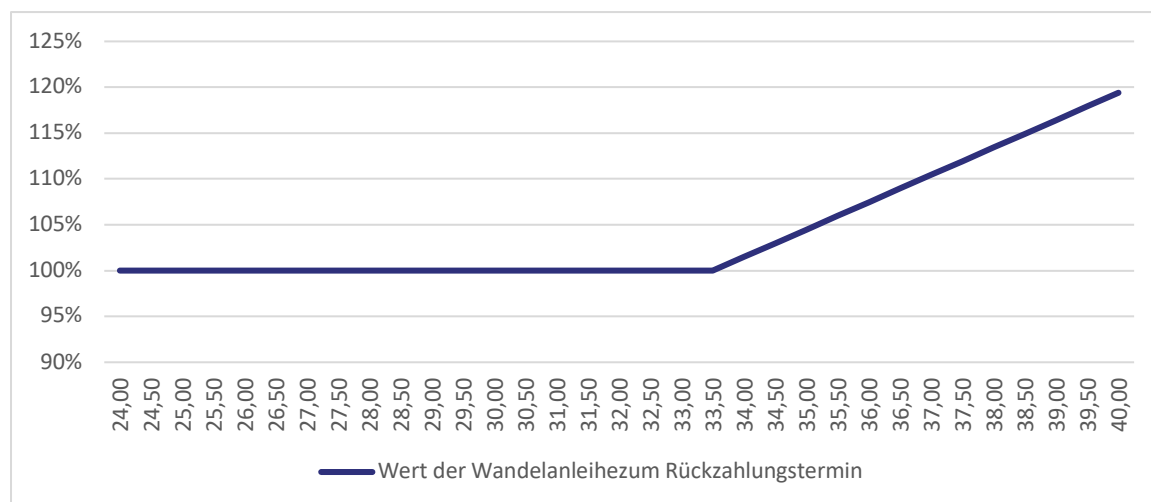
### **Fallbeispiel: RAG Stiftung Wandelanleihe 0,0% 2018**

**Zusammenfassung:** Die RAG Wandelanleihe 2018 weist zwar keinen Kupon auf, hat aber dennoch ein sehr interessantes, asymmetrisches Rendite-Risiko-Profil. Aufgrund der kurzen Laufzeit und der sehr hohen Bonität des Emittenten besteht äußert geringe Zweifel an einer Rückzahlung des Nominales Ende 2018. Zu Kursen um 100,3% entstehen bei Rückzahlung zu 100% implizite Kosten von 0,3% (bzw. annualisiert ca. 0,4%). Diese liegen damit wohl in etwa im Bereich der Opportunitätskosten für Kasse, die in vielen Fällen mit ähnlichen Kosten verbunden ist. Im Gegensatz zur Kasse würde die Wandelanleihe aber positiv an einem Kursanstieg der Evonik Aktie partizipieren. Aufgrund der verhältnismäßig guten Liquidität der Wandelanleihe bietet sich also die Chance im Vergleich zur Kasse quasi „kostenlos“ eine Option auf einen positiven Kursverlauf der Evonik Aktie im Jahr 2018 zu erhalten. Fallende Kurse der Evonik Aktie haben dagegen keinen direkten Einfluss auf den Wert der Wandelanleihe.

Die RAG Stiftung wurde 2007 ins Leben gerufen um die Abwicklung des deutschen Steinkohlebergbaus zu bewältigen. Sie *erbte* hierzu den *weißen Bereich* der ehemaligen Ruhrkohle AG, die Evonik AG. Diese wurde 2013 an die Börse gebracht. Ziel der RAG Stiftung ist es, ab 2019 für die Ewigkeitslasten aus dem Steinkohlebergbau aufzukommen. Hierbei handelt es sich um Kosten, die aktuell auf jährlich 220 Mio. Euro geschätzt werden. Aktuell hält die RAG Stiftung noch 68% der Anteile an der Evonik AG, was aktuell einem Gegenwert von rund 9 Mrd. Euro entspricht. Bei einer Dividende von 1,15 Euro pro Evonik Aktie ergeben sich Dividendeneinnahmen von über 350 Mio. Euro p.a. Allerdings möchte sich die RAG Stiftung in der Anlage der zur Verfügung stehenden Mittel diversifizieren und den Anteil an der Evonik AG perspektivisch reduzieren. Hierzu wurden Wandelanleihen begeben, die dem Investor die Möglichkeit bieten die Wandelanleihe in Aktien der Evonik AG umzutauschen. Die erste dieser Wandelanleihen wurde 2014 mit Laufzeit bis 31.12.2018 begeben und weist ein Volumen von 600 Mio. Euro auf. Eine Verzinsung gibt es nicht, der Wandlungspreis lag initial bei 38,91 Euro pro Evonik Aktie. Für Dividenden, an denen der Investor in der Wandelanleihe nicht partizipiert, gibt es eine entsprechende Anpassung des Wandlungspreises. Aktuell liegt dieser daher bei etwa 34,90 Euro und wird in Folge der Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2017 noch einmal angepasst werden (abhängig vom Kurs der Evonik Aktie. Je tiefer diese steht, desto höher die Anpassung bei gleicher Dividende. Aktuell würde sich ein Wert von ca. 33,50 Euro ergeben).

Aktuell handelt die Aktie der Evonik bei knapp 29 Euro, noch im Januar handelte sie zeitweise bei über 32,50 Euro. Am Ende der Laufzeit, dem 31.12.2018, wird die Wandelanleihe einen Wert von 100% im Falle von Kursen der Evonik Aktie unter dem Wandlungspreis (vermutlich rund 33,50 Euro) aufweisen und einen Wert über 100% im Falle von Kursen der Evonik Aktie über dem Wandlungspreis. Würde die Aktie beispielsweise im Bereich von rund 38 Euro handeln, so ergäbe sich ein theoretischer Wert von etwa 113% (siehe Graphik - da die Wandelanleihe erst gewandelt und die Aktien dann noch verkauft werden allerdings müssten sollte hier ein leichter Abschlag einberechnet werden. Da es viele

Arbitrageinvestoren gibt sollte dieser allerdings nur geringfügig sein. Investoren, die nicht die Möglichkeit haben die Aktie vorab *leerzuverkaufen* würden daher die Wandelanleihe wohl sinnvollerweise kurz vor Ablauf verkaufen.).



Quelle: Bloomberg, Prospekt der Anleihe, eigene Berechnungen. Stand 31.03.2018

Auch bei Kursen knapp unter dem Wandlungspreis vor Fälligkeit würde die Wandelanleihe positiv reagieren, da die Aktienoption auch einen Zeitwert aufweist. Events, wie der Verkauf der Methacrylate-Sparte oder eine Börsen-Rallye könnten die Aktie wieder zurück zu einer höheren Bewertung bringen können. Dann würde man also trotz des sehr defensiven Charakters partiell partizipieren.

Zwei Risiken sind bei Wandelanleihen stets gesondert zu beachten. Zum einen ist dies die Liquidität. Die Wandelanleihe verfügt über ein Volumen von 600 Mio. Euro und ist damit nicht klein. Der Handel verhält sich relativ liquide. Wichtig bei festverzinslichen Titeln im aktuellen Tiefzinsumfeld ist aber auch die Verkaufsmöglichkeit, denn bei einer Renditeerwartung von beispielsweise 0,5% p.a. würde eine Geld-/Briefspanne von 0,5% bereits die komplette Rendite zunichtemachen. Da die Wandelanleihe aber Ende 2018 ausläuft hat man hier aber die Sicherheit eines Rückgabekurses von 100%. Hier kommt der zweite Faktor ins Spiel – die Kreditwürdigkeit des Emittenten, hier der RAG Stiftung. Da die RAG Stiftung erst ab dem Jahr 2019 beginnt Kosten für die Ewigkeitslasten zu bezahlen fallen diese für diese Ende 2018 fällige Anleihe nichts ins Gewicht. Mit dem Wert der Beteiligung an Evonik ist die Wandelanleihe in hohem Maße gedeckt, es bestehen zudem weitere, wenn auch teilweise kleinere und im Verhältnis weniger relevante Beteiligungen und Investments. Zu guter Letzt wurde im Erblastenvertrag zwischen dem Land Nordrhein-Westfalen, dem Saarland und der RAG- Stiftung die Gewährleistung der Länder (und zu einem Drittel des Bundes) für den Fall geregelt, dass das Vermögen der RAG Stiftung zur Finanzierung der Ewigkeitslasten nicht ausreicht (vgl. Geschäftsbericht der RAG Stiftung). Die Rückzahlungswahrscheinlichkeit ist dementsprechend als sehr hoch einzustufen.

Wir hoffen, dass Ihnen der Bericht einen kleinen Einblick in unsere Arbeit gegeben hat. Wir möchten uns an dieser Stelle nochmals herzlich für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen bedanken. Bei Rückfragen können Sie sich gerne bei uns melden.

Fabian Leuchtner

Dimitri Widmann

## Kontakt

Fabian Leuchtner	fabian.leuchtner@aguja-capital.de	0221 9823 9413
Dimitri Widmann	dimitri.widmann@aguja-capital.de	0221 9823 9414

## Wichtige Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Fonds- und Marktinformationen sind zu allgemeinen Informations- sowie Werbezwecken erstellt worden. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Informationen bzw. Beratungen. Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument, welches allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt. Es handelt sich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale und dient lediglich der Information des Anlegers. Diese Publikation stellt keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Diese Publikation enthält nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und kann von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die hierin enthaltenen Informationen sind für die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne Zustimmung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird keine Gewähr übernommen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Weder die Axxion S.A., die PEH Wertpapier AG, die Discover Capital GmbH, die Aguja Capital GmbH und Morningstar noch ihre jeweiligen Organe/Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder im sonstigen Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Diese zuvor genannten Unterlagen stellen die alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen dar. Sie sind in elektronischer ([www.axxion.lu](http://www.axxion.lu)) oder gedruckter Form in deutscher Sprache kostenlos bei der Axxion S.A., 15 rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher erhältlich. Die Discover Capital GmbH und die Aguja Capital GmbH sind bei der Erbringung der Anlageberatung und der Anlagevermittlung als vertraglich gebundene Vermittler ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der PEH Wertpapier AG (nachfolgend „PEH“) tätig. Die PEH hat ihren Sitz in der Bettinastr. 57-59, 60325 Frankfurt am Main und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Sitz in der Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Als bankenunabhängiger Vermögensverwalter ist die PEH Mitglied der Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) und des Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). **Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Investmentfonds unterliegen Kursschwankungen, die zu Verlusten, bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals, führen können. Es wird ausdrücklich auf die Risikohinweise des ausführlichen Verkaufsprospektes verwiesen.** Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung. Die Nettowertentwicklung geht von einer Modellrechnung mit dem maximalen Ausgabeaufschlag aus. Sie berücksichtigt keine anderen eventuell anfallenden individuellen Kosten des Anlegers, wie beispielsweise eine Depotführungsgebühr. Da der Ausgabeaufschlag nur im 1. Jahr anfällt, unterscheidet sich die Darstellung brutto/netto nur in der ersten dargestellten Periode. Über den „Performance- und Wertentwicklungsrechner“ auf der Detailansicht Ihres Fonds unter [www.axxion.lu](http://www.axxion.lu) können Sie sich Ihre individuelle Wertentwicklung unter Berücksichtigung aller Kosten berechnen lassen. Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufsprospekt. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die in ihr enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieser Publikation sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.