

ProfitlichSchmidlin AG

ProfitlichSchmidlin Fonds UI

Juni 2014

*“Risk is not inherent in an investment; it is
always relative to the price paid.”*

- Seth Klarman

ProfitlichSchmidlin AG

Wir stellen uns vor

- Die ProfitlichSchmidlin AG ist Subadvisor des ProfitlichSchmidlin Fonds UI (WKN: A1W9A2; A1W9A3)
- Der Investmentfonds ist als Mischfonds konzipiert, welcher in Aktien, Anleihen, Derivate und Kasse investiert (0-100%); der Anlageschwerpunkt liegt in Europa
- Die KVG des Fonds ist Universal-Investment-Gesellschaft mbH, das Haftungsdach wird von BN & Partners Capital AG gestellt, die Verwahrstelle ist Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
- Die Gesellschaft befindet sich mehrheitlich im Besitz der Gründer und Namensgeber; weitere Gesellschafter sind die Geschäftsführer von Büttner, Kolberg & Partner Vermögensverwalter, die Flossbach von Storch AG sowie die Vorstände der GANÉ Aktiengesellschaft



ProfitlichSchmidlin AG

Vorstand & Gründer



Marc Profitlich (Jg. 1989)

Vorstand der ProfitlichSchmidlin AG

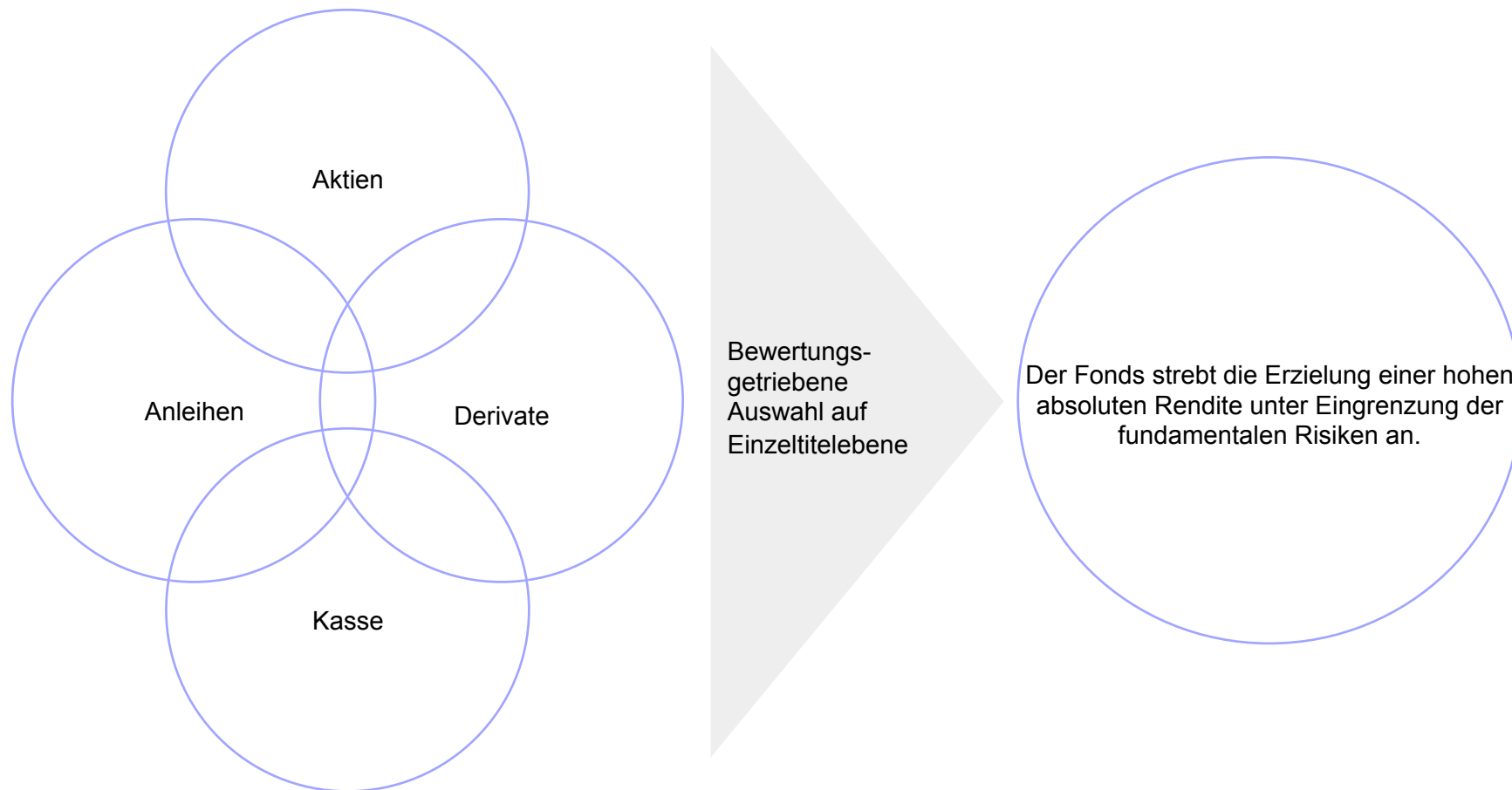
- EBS Business School, BSc in General Management, Business Law
- Universität Mannheim, MSc in Management
- Geschäftsführer der Long-Term Investments Profitlich & Schmidlin GbR (2009-2014)

Nicolas Schmidlin (Jg. 1988)

Vorstand der ProfitlichSchmidlin AG

- Goethe Universität Frankfurt, BSc in Wirtschaftswissenschaften
- Cass Business School (London), MSc in Investment Management
- Beratertätigkeit für die Steubing AG
- Geschäftsführer der Long-Term Investments Profitlich & Schmidlin GbR (2009-2014)

ProfitlichSchmidlin AG
Unser Ziel



Asset Allokation: Flexibel und Bewertungsgetrieben

Aktien

- Langfristig & wertorientiert
 - Bottom-Up Auswahl, tiefgehende Fundamentalanalyse
 - Sicherheitsmarge und das Vorhandensein von Werttreibern reduzieren das Risiko
- Opportunistischer Ansatz
 - Marktunabhängige, kurz- bis mittelfristige Investitionen

Anleihen

- Investitionen in Sondersituationen mit unkorrelierten Werttreibern:
 - Staatsanleihen Restrukturierungen
 - Hybridkapital von Finanzinstituten
 - Sondersituationen Unternehmensanleihen

Derivate

- Derivate zu Absicherungszwecken
- In Einzelfällen bewertungsgetriebene Investitionen

Kasse

- Kasse als strategische Option

Investmentprozess Aktien

Aktienauswahl

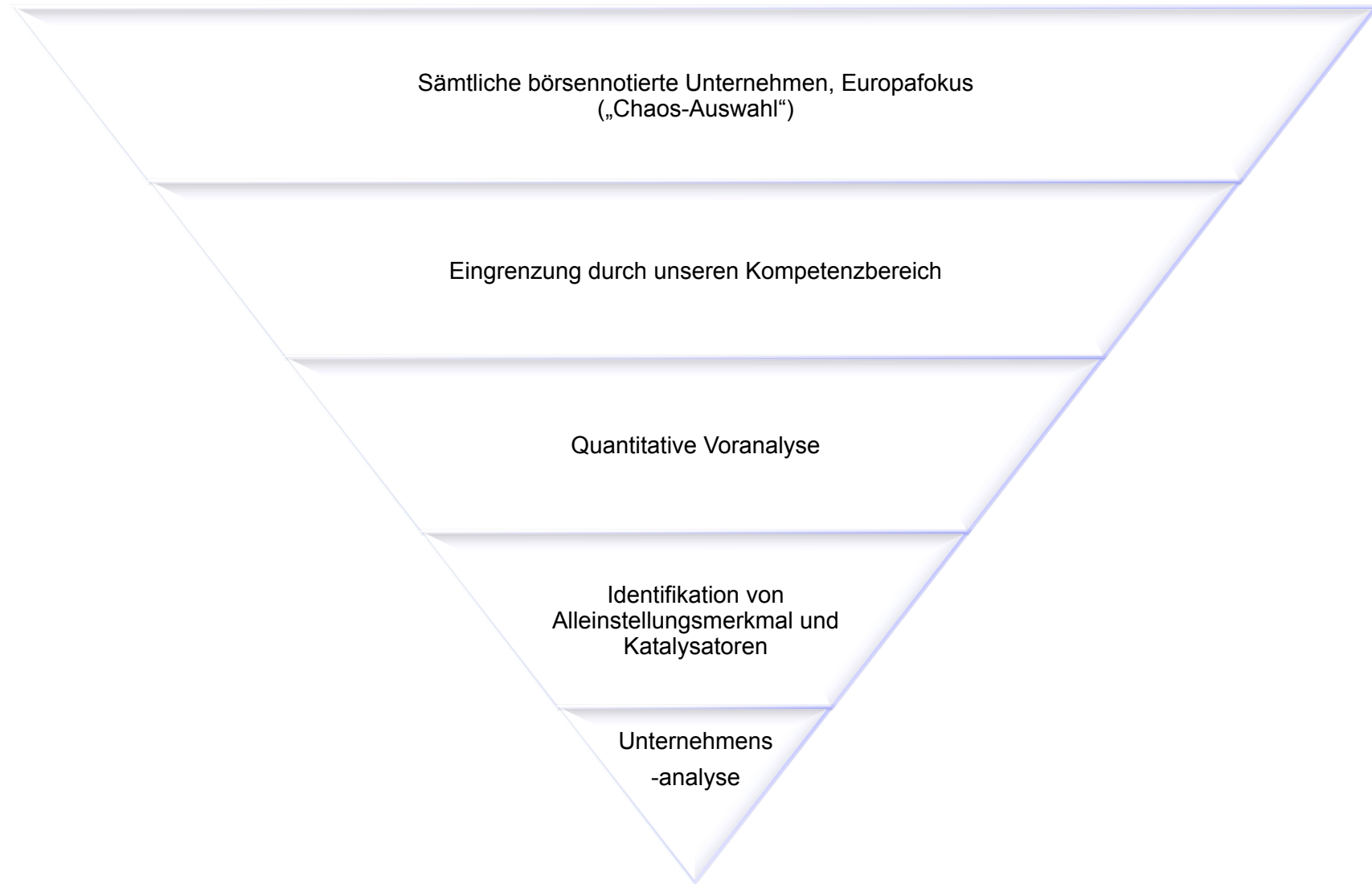
Buffett: *“Learn about every company in the United States that has publicly traded securities.”*

Journalist: *“But there are 27,000 public companies.”*

Buffett: *“Well, start with the A’s.”*

Investmentprozess Aktien

Aktienauswahl



Investmentprozess Aktien

Bewertungsorientiert & Opportunistisch

Bewertungsorientiert

- Tiefgehender Analyseprozess:
 - Quantitativ: Cashflow-Fokus, starke Margen, niedrige Verschuldung
 - Qualitativ: Wettbewerbsanalyse, Incentivierung des Managements, Identifizierung der Werttreiber
- Preisdisziplin: Hohe geforderte Sicherheitsmarge & Fokus auf spezifische Werttreiber
- Diversifikation: Konzentriert, abhängig von Sicherheitsmarge und fundamentalem Risiko
- Anlagehorizont: Langfristig

- Sicherheitsmarge
- langfristige Werttreiber
- Kompetenzbereich
- Business Owner

Opportunistisch

- Insbesondere Kapitalmarkttransaktionen führen häufig zu Sondersituationen welche zu einem günstigen Chancen-/Risiken Verhältnis führen
- Preisdisziplin: Marktunabhängige Werttreiber sind wichtiger als eine absolute Unterbewertung
- Diversifikation: Einzelfallabhängig
- Anlagehorizont: Kurz- bis mittelfristig

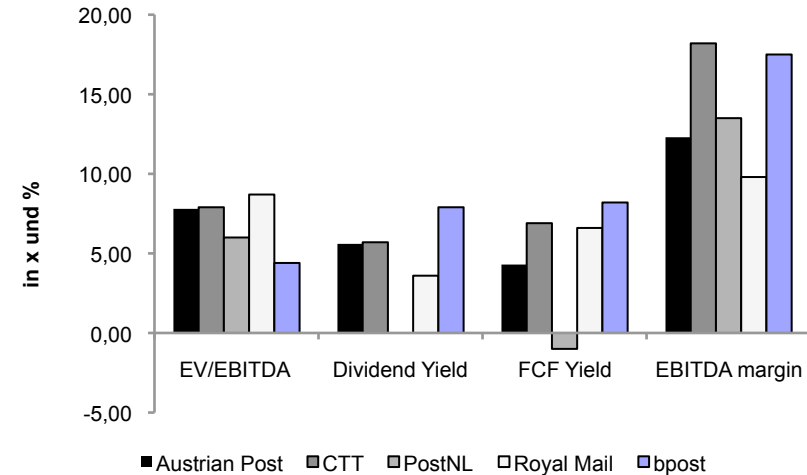
- Kapitalerhöhungen
- Spin-offs
- Übernahmen
- Aktionärsstruktur
- Rückkäufe

Bpost S.A.

Werttreiber: Wachstum mit B2C Paketen



- Bpost wurde im Jahr 2003 teilprivatisiert und mit Hilfe eines Private Equity Investors modernisiert; der IPO folgte Mitte 2013, das Unternehmen ist mittlerweile mit einer EBIT Marge von 17% der profitabelste Postdienstleister Europas
- Im Briefgeschäft konnte das rückläufige Volumen bisher durch Preiserhöhungen ausgeglichen werden; das Paketgeschäft (B2C) weist hohe Wachstumsraten auf und kann als der „Star“ des Segmentportfolios bezeichnet werden
- Die Bewertung erscheint auf Basis verschiedener Indikatoren günstig:
 - Im Peer Group Vergleich lässt sich ein Abschlag von bis zu 44% ableiten
 - Die Dividendenrendite beträgt 7,5% bei einer Nettokasse von 12% der Marktkapitalisierung
 - Ein DCF deutet auf einen Fairen Wert von 20,15€ bis 24,11€ je Aktie hin
 - Aktienkurs stagnierte nach IPO auch durch Angebotsüberhang eines abgebenden Großaktionärs



Quelle: Geschäftsberichte, eigenes Research; Peer Group: CTT-Correios de Portugal, Österreichische Post, PostNL, Royal Mail.

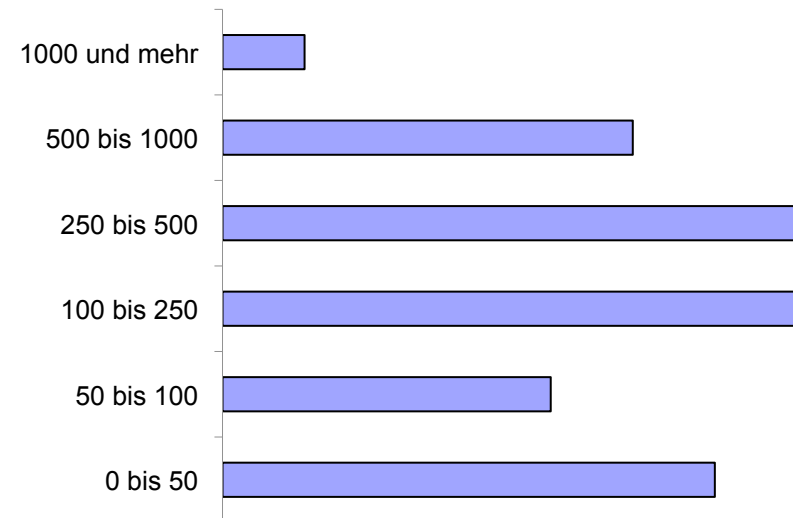
Investmentprozess Anleihen

Anleihenauswahl

*“The entire edifice of modern financial capitalism is built on **100-page documents drafted by exhausted 26-year-olds and read by nobody.** The reason disputes [...] always bring out people talking about how important it is to dig deep into the documents is that nobody ever does.”*

- Matt Levine. BloombergView. Caesars and the \$450 Million 'And'. 2014.

Anzahl der Seiten der Prospekte des Anleihendepots



Investmentprozess Anleihen

Fokus auf Sondersituationen

Staatsanleihen Restrukturierungen

- Europa: Eurokrise eröffnet neue Opportunitäten, um von Prospektbesonderheiten und politischen Begebenheiten zu profitieren
- Südamerika: Insbesondere in Argentinien durch langwierigen Umstrukturierungsprozess; Marktineffizienzen durch komplexe Strukturen

- Foreign law
- GDP Kicker
- Staatsgarantien
- Gebietskörperschaften

Hybridkapital von Finanzinstituten

- In der Krise zahlreiche rechtlich zweifelhafte Gläubigerbehandlungen, Nachwirkung bis heute
- Basel III und Solvency II als strukturelle und komplexe Werttreiber
 - Wertpapiere mit nominell unendlicher Laufzeit müssen vorzeitig zurückgezahlt und durch adäquate Papiere ersetzt werden

- Pull to Par
- Tender offer
- Restrukturierungen
- Rechtliche Aspekte

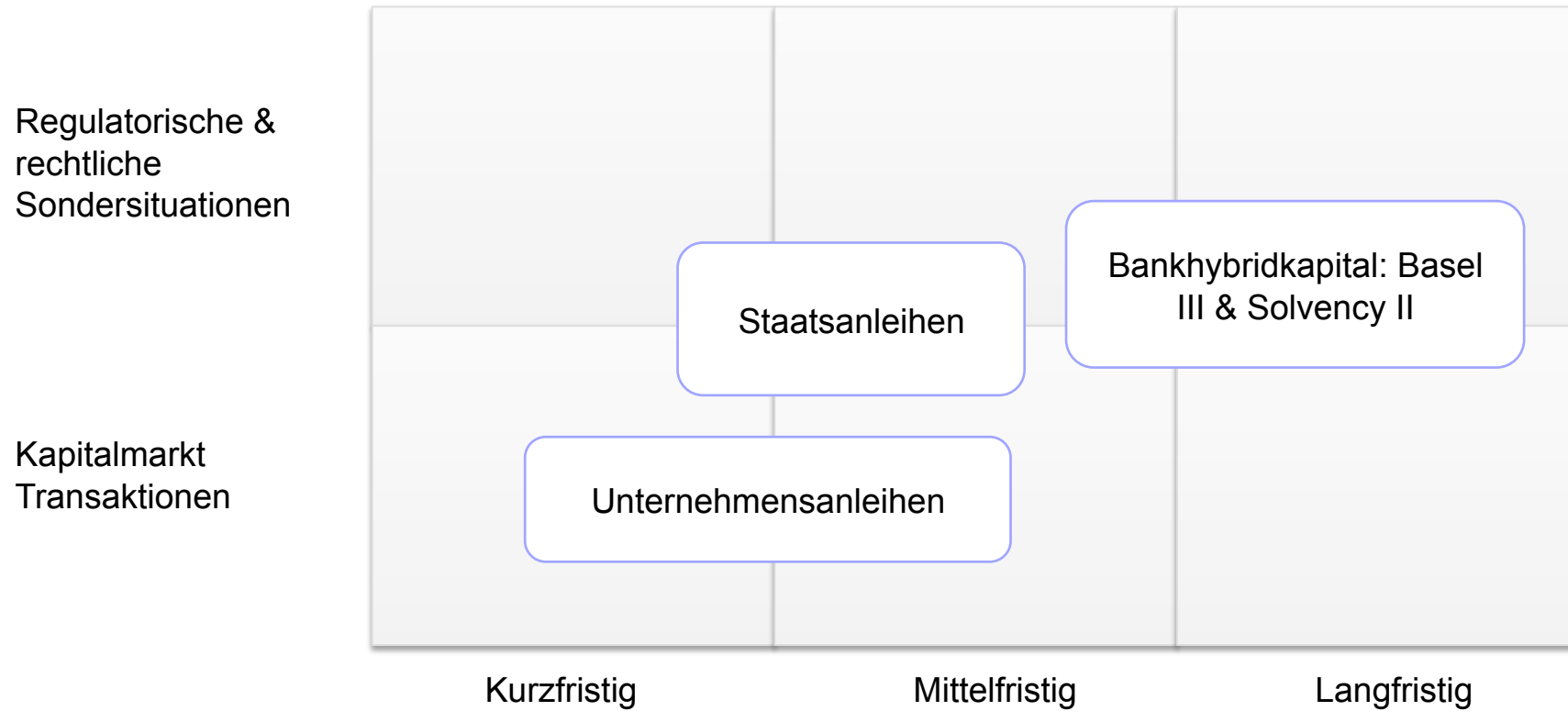
Sondersituationen Unternehmensanleihen

- Einzelfallabhängige Sondersituationen
- Regelmäßig bedingt durch Kapitalmarkttransaktionen

- Put/Call-Rechte
- Debt/Equity Swap
- Besicherungen
- Übernahmen

Investmentprozess Anleihen

Kategorisierung von Sondersituationen

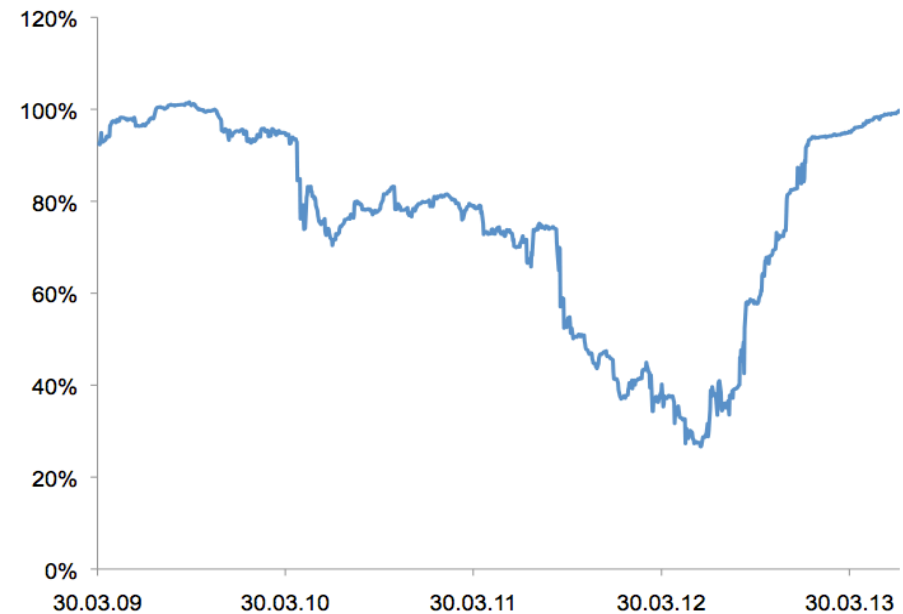


Griechenland CHF (2013)

Sondersituation: Lawbitrage



- Griechenland restrukturierte seine Staatsschulden durch Haircut, Kuponreduzierung und Laufzeitverlängerung
- 93% der Anleihen waren nach griechischem Recht begeben; dadurch konnte die Regierung theoretisch ohne Zustimmung der Anleihegläubiger die Restrukturierung durchführen; 7% der Anleihen waren nach englischem und schweizer Recht begeben → keine Möglichkeit der Gesetzesänderung
- 75% bzw. 66 2/3% Zustimmung der Gläubiger erforderlich, um *foreign law* Anleihe zu restrukturieren
- Die Ausfallwahrscheinlichkeit war wegen des geringen ausstehenden Volumens und Euroraum Default-Ausschluss zu vernachlässigen
- Aktuell halten wir eine 2019 fällige Anleihe Griechenlands nach italienischem Recht, die keine CACs in den Bedingungen aufweist und daher nur mit 100% Zustimmung restrukturierbar ist



Quelle: eigenes Research

HT1 Funding GmbH (2017/unb.)

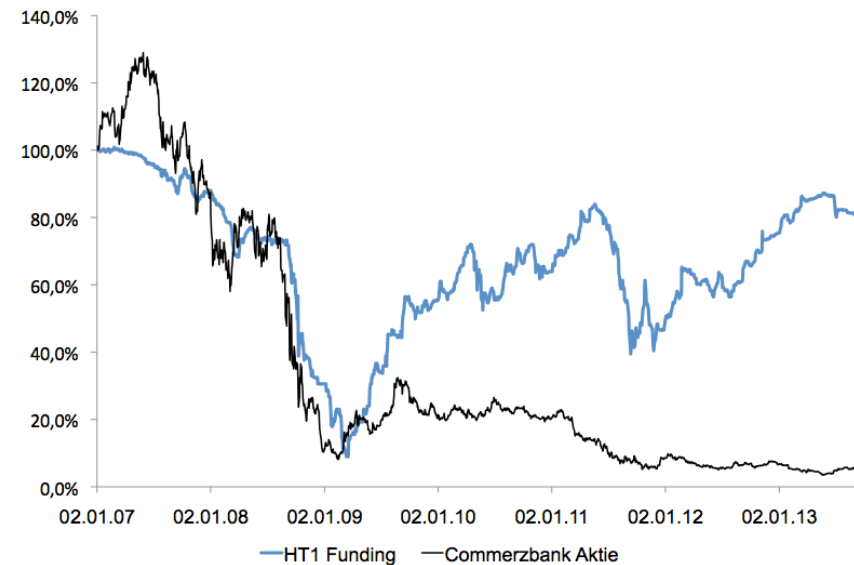
Sondersituation: Komplexe Anleihenbedingungen



- Beim HT1 Funding handelt es sich um eine Stille Einlage/ Tier 1 der Dresdner Bank (2006), der Kupon in Höhe von 6,325% wird nur bei Erzielung eines Bilanzgewinns der DreBa ausgeschüttet
- **Aber:** Der Prospekt definiert die Übernahme der Kuponzahlung durch die Konzernmutter Allianz, sollte die DreBa nicht bezahlen können
- Nach Übernahme durch die Commerzbank Kurssturz im Rahmen der Finanzkrise auf 9% im Jahr 2009
- Trotz CoBa Übernahme gilt die Allianzverpflichtung aber weiterhin: die Kuponzahlung ist somit gesichert
- Anleihe gleichrangig mit Stiller Einlage des Bundes, eine Buchwertreduzierung ist somit unwahrscheinlich
- Anleihe bot deutlich interessanteres Risiko-Ertrags-Verhältnis als Aktie

Further, Allianz and the Issuer will enter into a contingent indemnity agreement (the **Contingent Indemnity Agreement**) pursuant to which Allianz is obliged under certain circumstances to make payments (**Contingent Indemnity Payments**) to the Issuer in respect of Coupon Payments payable in the event of Profit Participations being excluded pursuant to the Participation Agreement as well as any additional amounts which may in such event be payable by the Issuer pursuant to the terms and conditions of the Securities to gross up for any German Withholding Tax on payments under the Securities (**Additional Amounts**). Such Contingent indemnity Payments are subject, *inter alia*, to (i) there being sufficient Distributable Profits of Allianz in the fiscal year corresponding to the profit period for which a Profit Participation is excluded and (ii) a certain solvency condition being met in relation to Allianz. For the avoidance of doubt, Allianz will in no event be obliged to make payments to the Issuer in respect of any repayment claim in relation to the Silent Contribution.

In addition, the Bank and the Issuer will enter into an indemnity agreement (the **Indemnity Agreement**), pursuant to which the Bank is obliged to make payments (**Indemnity Payments**) to the Issuer in respect of German Withholding Tax on payments under the Securities. The Issuer agreed to use the Indemnity Payments to fund its obligations under the Securities to gross up for any such tax.



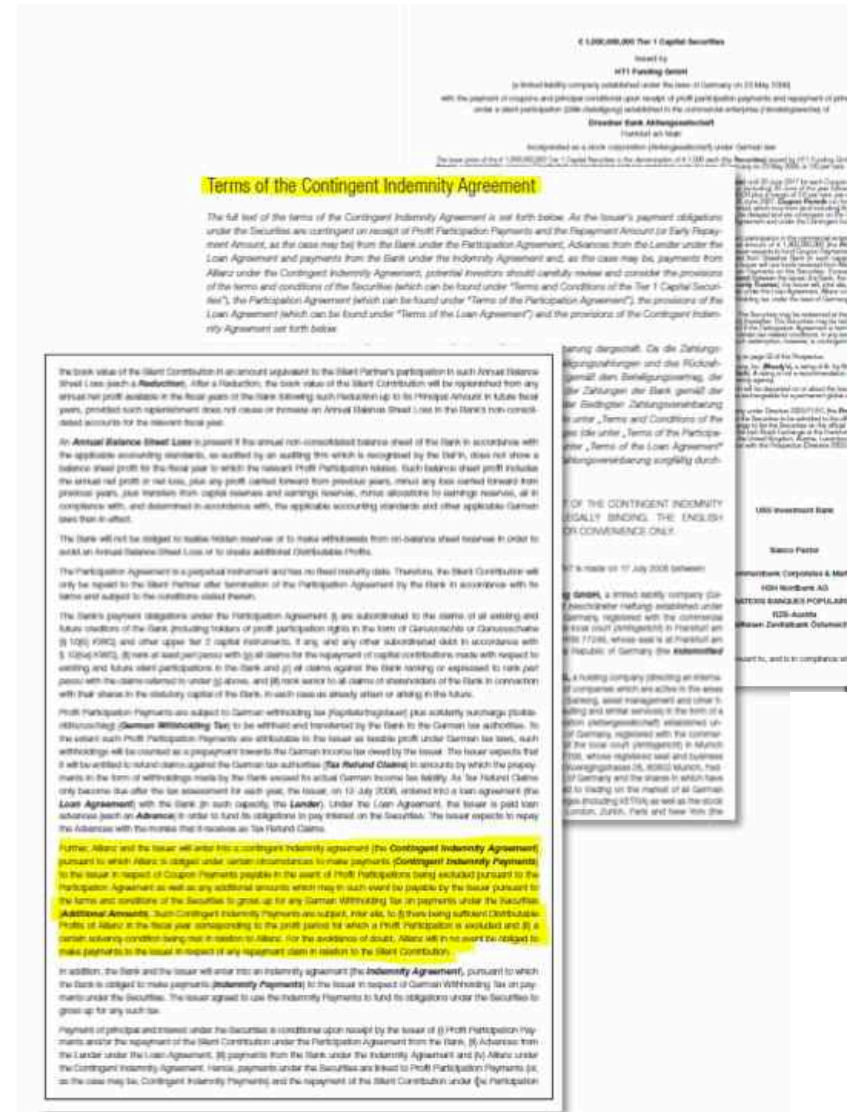
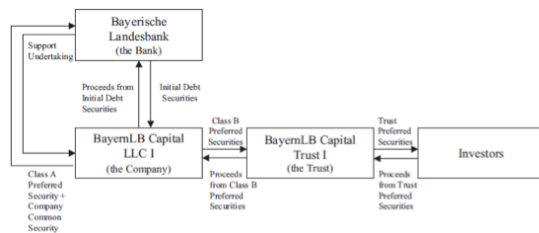
Quelle: Prospekt, eigenes Research

HT1 Funding GmbH (2017/unb.) Hoffentlich Allianz versichert

- Relativ kurzer Anleiheprospekt mit 136 Seiten
- Abkommen zwischen Allianz SE und HT1 Funding GmbH zu Kuponübernahme im Falle eines Bilanzverlusts bei der Dresdner Bank AG (später: Commerzbank AG)
- „Contingent Indemnity Agreement“

Further, Allianz and the Issuer will enter into a contingent indemnity agreement (the Contingent Indemnity Agreement) pursuant to which Allianz is obliged under certain circumstances to make payments (Contingent Indemnity Payments) to the Issuer in respect of Coupon Payments payable in the event of Profit Participations being excluded pursuant to the Participation Agreement as well as any additional amounts which may in such event be payable by the Issuer pursuant to the terms and conditions of the Securities to gross up for any German Withholding Tax on payments under the Securities (Additional Amounts). Such Contingent Indemnity Payments are subject, inter alia, to (i) there being sufficient Distributable Profits of Allianz in the fiscal year corresponding to the profit period for which a Profit Participation is excluded and (ii) a certain solvency condition being met in relation to Allianz. For the avoidance of doubt, Allianz will in no event be obliged to make payments to the Issuer in respect of any repayment claim in relation to the Silent Contribution.

- Komplexe Strukturen der Zweckgesellschaften – was passiert bei Insolvenz der Zweckgesellschaft?



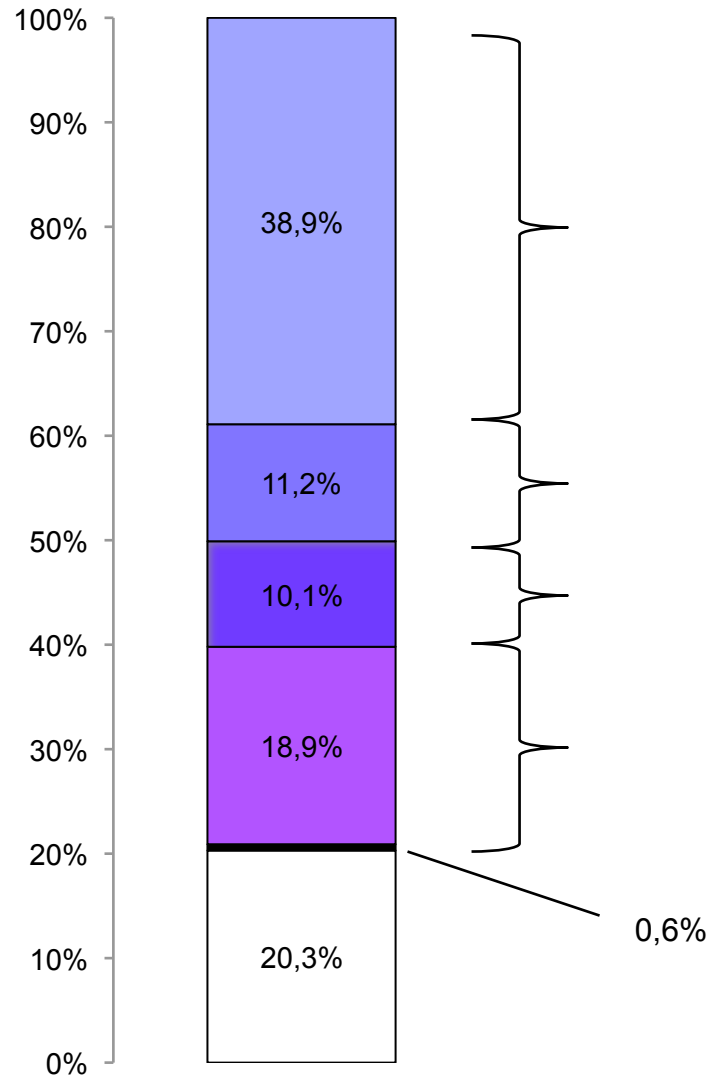
ProfitlichSchmidlin AG

ProfitlichSchmidlin Fonds UI

Fondsname	ProfitlichSchmidlin Fonds UI
Fondsberater	ProfitlichSchmidlin AG
KVG	Universal-Investment-Gesellschaft mbH
Haftungsdach	BN & Partners Capital AG
Verwahrstelle	Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Fondsprofil	Mischfonds (Aktien/Anleihen/Derivate/Kasse; 0-100%)
Anlageziel	Hohe absolute Rendite unter Eingrenzung der fundamentalen Risiken
Domizil/Währung	Deutschland/Euro
Auflagedatum	27.01.2014
Verwaltungs- & Beratungsvergütung	1,25% (I), 1,75% (R)
Performance Fee	15% der 5% p.a. übersteigenden Wertentwicklung, HWM
Ertragsverwendung	Thesaurierend
WKNs:	A1W9A2 (R), A1W9A3 (I)
ISINs:	DE000A1W9A28 (R), DE000A1W9A36 (I)
Fondsvolumen zum 31.05.2014:	27,9 Mio €

ProfitlichSchmidlin Fonds UI

Asset Allocation



Stand: 31.05.2014, Reihenfolge alphabetisch

Aktien – Top Positionen:
Bpost, Delticom, Evonik, WMF Vz.

Sondersituationen Staatsanleihen – Top Positionen:
Hellenic Railways 15 (english law), Hypo Alpe Adria 15/16 (Garantiert durch Kärnten), Jamaika 14 (german Law), Serbien (english law)

Hybridkapital von Finanzinstituten – Top Positionen:
Fürstenberg (ubf.), SRLEV (ubf.)

Sondersituationen Unternehmensanleihen – Top Positionen:
Emma Delta 17, IVS Italia 20, Wind Acquisitions 18

Derivate – Top Positionen:
Piraeus Bank Warrant 18

Kasse

Das Fazit

Das Fondskonzept

- Der Fonds investiert in Aktien, Anleihen, Derivate und Kasse, vornehmlich in Europa

Das Ziel

- Der Fonds strebt die Erzielung einer hohen absoluten Rendite unter Eingrenzung der fundamentalen Risiken an

Der Ansatz

- Bewertungsgetriebener Ansatz mit einem Fokus auf Sicherheitsmarge und spezifische Werttreiber
- Aktien: hauptsächlich langfristiger Value-Ansatz
- Anleihen: Sondersituationen als spezifisch Werttreiber
- Derivate: Bewertungsgetrieben und zu Absicherungszwecken
- Kasse: Als strategische Option
- Flexible Gewichtung der Assetklassen (0-100%)

ProfitlichSchmidlin AG

Das Team

- Marc Profitlich | +49 221 7907 7025 | mp@profitlich-schmidlin.de
- Nicolas Schmidlin | +49 221 7907 7026 | ns@profitlich-schmidlin.de

ProfitlichSchmidlin AG

- Anschrift: Waidmarkt 11, 50676 Köln
- Sitz der Gesellschaft: Frankfurt am Main
- Handelsregistergericht: Frankfurt am Main HRB 97685
- Aufsichtsrat: Juan Nicolás Piñeros Petersen, Dr. Uwe Rathausky, Maximilian Ruschepaul
- Website: www.profitlich-schmidlin.de

ProfitlichSchmidlin AG

Disclaimer

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.

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.

ProfitlichSchmidlin AG
Anhang

Nicolas Schmidlin & Marc Profitlich

Veröffentlichungen



*#1 Bestseller
Unternehmensbewertung
2012 und 2013 in D*

„Bücher zur Theorie gibt es schon viele, aber kaum ein Lehrbuch geht im Detail darauf ein, wie die komplexen Bewertungsmodelle in der Praxis angewandt werden.“
– Börse Online 25/2012

„Das Buch bietet eine praxisorientierte und didaktisch hervorragend aufbereitete Einführung in die Welt der Unternehmensbewertung“
– CORPORATE FINANCE biz 5/2013



“The case studies are better quality than anything you will ever read in analyst reports, newspapers etc.”
– ValueAndOpportunity.com

„Die Autoren führen die Leser tatsächlich durch ihren Analyseprozess, benennen Chancen ebenso klar wie Risiken und liefern [...] ein kleines Lehrstück darüber ab, wie Märkte funktionieren [...]“
– der-privatanleger.de

Emma Delta Finance plc 8,5% (2017)

First-Lien Unternehmensanleihe mit Überbesicherung



- Im Jahr 2013 erwarb die Beteiligungsgesellschaft „Emma Delta“ 33% an dem griechischen Glücksspielmonopolisten OPAP
- Die Transaktion wurde durch Eigenkapital und die Ausgabe von zwei Anleihen finanziert (first & second lien); die Anleihen sind durch OPAP Aktien sowie Zahlungsmittel besichert
 - Aktueller Aktienkurs: 11,25€; die Aktie kann bis 2,37€ fallen, bevor das Nominal des first lien nicht mehr vollständig gedeckt ist
 - Bei einem LTV von unter 45% (5,27€ je Aktie) muss Emma Delta zusätzliches Kapital in die Besicherung einbringen oder die first lien Halter *müssen* ausbezahlt werden
- Anleihehalter schreiben durch die Besicherung einen Put auf die OPAP Aktie; tief aus dem Geld notierende Puts auf griechische Basiswerte sind an den Kapitalmärkten nicht verfügbar; Modell leitet daher hohe implizite Volatilität von 80% ab, Premium des impliziten Short Puts ist daher sehr hoch (vorteilhaft)
- Yield to Maturity: 7,0%; (2017); Yield to Call: 6,7% p.a. (2014)

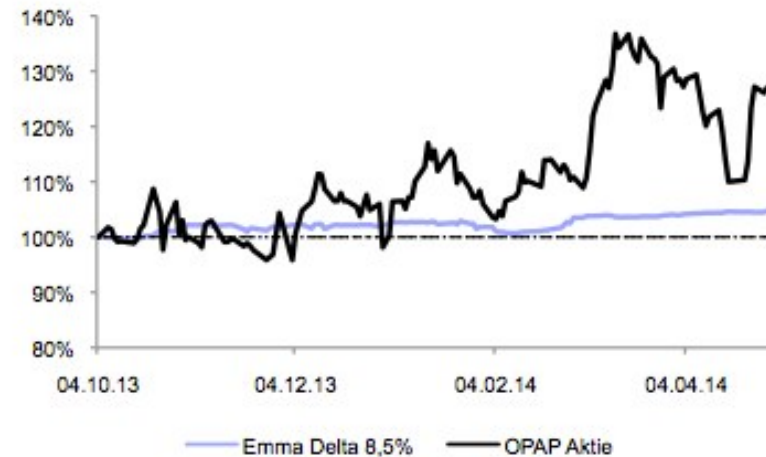
Black-Scholes Option Pricing Mode*

Inputs:

Aktienkurs	11,25 €
Strikepreis	2,37 €
Implizite Volatilität	80%
Risikofreier Zins	0,70%
Laufzeit	3,59

Output:

Put Preis	0,53€
------------------	-------



Quelle: Prospekt, eigenes Research

* Annahme: feste Restlaufzeit bis 2017 und weitere

Hypo Group Alpe Adria (2,375% / 2022)

Sondersituation: Komplexe Anleihenbedingungen



- Verstaatlichung der Hypo Group Alpe Adria (HGAA) im Jahr 2009
- Diskussion um Insolvenz oder Abwicklung in einer Bad Bank
- Komplexe Gesamtsituation:
 - Verbindlichkeiten durch Kärnten und teilweise Österreich garantiert
 - Verwicklung der BayernLB verkompliziert Interessenslage
- Mögliche Optionen:
 - a) Insolvenz: Würde vermutlich auch Insolvenz Kärntens bedeuten; Folge für Gläubiger und Reputationsschaden für Österreich kaum abzuschätzen
 - b) Bad Bank: Abwicklung der Bank und Bail-Out, d.h. volle Bedienung der (Anleihen-) Gläubiger

„Wir haben keinen Zweifel, dass diese Besicherung Bestand hat und werthaltig ist.“
Hypoverbands-Generalsekretär Claus Fischer-See

„Es darf keine Tabus in der Betrachtung geben“
Finanzminister Michael Spindelegger

„Wir sind unter internationaler Beobachtung. Die Zeit drängt wirklich.“
Nationalbank-Gouverneur Ewald Nowotny

„[Beteiligung der Anleihegläubiger] nicht unmittelbar umsetzbar.“
Nationalbank-Gouverneur Ewald Nowotny

„Es kann nicht Hauptziel sein, ein Bundesland auszulöschen.“
Kärntens Landeshauptmann Peter Kaiser

„[Die Bayern haben bei der Notverstaatlichung einfach] "besser gepokert.“
Hypo-Gutachter Fritz Kleiner

Quelle: Prospekt, eigenes Research.

Prospektanalyse



- Ausstehende HGAA-Anleihen verloren seit Mai 2013 kontinuierlich an Wert, auch eine explizit durch Österreich garantierte AAA-Anleihe, gab deutlich im Kurs nach
- Prospektanalyse Hypo Group Alpe Adria (2,375% / 2022):

- Unwiderrufliche Garantie des Bundes:

The Guarantor has unconditionally and irrevocably guaranteed to the holders of the Notes (the "Holders") the due and punctual payment of all sums due and payable by the Issuer under the Notes under a guarantee (the "Guarantee") issued pursuant to the Austrian Financial Markets Stability Act (*Finanzmarktstabilitätsgesetz* – "FinStaG").

- Die Garantie ist nach deutschem Recht abgegeben und damit nicht durch Gesetzesbeschluss abänderbar:

Clause 5

Governing Law; Place of Jurisdiction; Enforcement of the Guarantee

5.1 This Guarantee shall be governed exclusively by the laws of the Federal Republic of Germany without giving effect to the principles of conflict of laws thereof.

Prospektanalyse



- Die Anleihebedingungen sind selbst ebenfalls nach deutschem Recht aufgelegt:

(1) Applicable Law. The Notes, as to form and content, and all rights and obligations of the Holders and the Issuer, shall be governed by German law except for § 2(1) relating to the subordination which shall be governed by Austrian law.

- Es gibt keine Collective Action Clauses (CAC) im Prospekt, d.h. die Bedingungen können nicht durch Mehrheitsbeschluss für alle bindend geändert werden; die Anleihe ist nach dem deutschen SchVG von 2009 aufgelegt, wodurch eine nachträgliche Einfügung von CACs ebenfalls ausgeschlossen ist
- Fazit: Die Anleihe ist effektiv sogar **sicherer** als Österreichische Staatsanleihen, da diese nach eigenem Recht begeben sind und somit zumindest potentiell nachträgliche Änderungen erfahren können

Bewertung:

- Der normalerweise vorherrschende Spread zwischen Staatsanleihen und staatsgarantierten Anleihen in Österreich hatte sich in den Extremzeiten auf 80-90bp verdoppelt
- Bei einer Verjüngung des Spreads auf ein „normales“ Niveau innerhalb von 3 Monaten wäre bei einem Kauf zu 98% eine annualisierte Rendite von 25,6% p.a realisierbar; dauert die Normalisierung 12 Monate fällt die Rendite auf 7,4% p.a.