

Liebe Investoren und Freunde der Gesellschaft,

### Schalke 04 ist Deutscher Meister 2018

„Die Überschrift muß sitzen!“ „Schreib´was mit Fußball, Sportvergleiche ziehen immer!“

Zugegeben, die Tatsache, dass der FC Bayern die Meisterschaft bereits am vergangenen Wochenende vorzeitig gewonnen hat, entlarvt unsere Headline schnell als plumpen Versuch, die Aufmerksamkeit unserer Leser zu gewinnen. Offensichtlich mit Erfolg...

Um den berechtigten Erwartungen an einen Paladin Investorenbrief zu entsprechen, zurück zum eigentlichen Thema, wenn auch nicht ohne Fußballanalogie: so vorhersehbar die Meisterschaft des FC Bayern bereits vor Monaten war; die Rückkehr der Volatilität in die Märkte war es nicht minder. Allenfalls der Zeitpunkt hierfür war schwieriger zu bestimmen. Aber auch diese Frage ist beantwortet.

**Wir zumindest sind auch in diesem Umfeld zufrieden mit der Robustheit und Performance des Paladin ONE. Während die Märkte im höheren einstelligen Bereich korrigierten, weist unser Fonds seit Jahresbeginn ein Plus von 0,57% auf.**

Damit untermauern wir unsere [Top Platzierungen](#) in den für unsere Investoren so wichtigen Kategorien rund um das Thema Fondsstabilität. Nachdem wir in den vergangenen Jahren bewiesen haben, dass wir stürmen können, ist seit Jahresbeginn die Abwehr gefragt...

### Zu den Herausforderungen eines Value-Investors

Die von uns prognostizierte – inzwischen jedoch unmögliche – Wendung der diesjährigen Meisterschaft ist tatsächlich ein geeignetes Bild für die große

#### Inhaltsverzeichnis

- [Wertentwicklung](#)
- [Anlagekonzept](#)
- [Portfolio](#)
- [DEMIRE AG](#)
- [Unternehmenshistorie](#)
- [Immobilienportfolio](#)
- [Potentiale](#)
- [Ausblick](#)
- [Kontakt](#)



FUND  
AWARD  
2017

€uro

€uro  
AM SONNTAG

BÖRSE  
▶ ONLINE

Herausforderung, vor der jeder Value Investor steht. Die Parallelen sind offensichtlich. Konsequentes und konzentriertes Training auf dem Fußballplatz; akribische und kreative Analyse eines Unternehmens vor der Erstinvestition. Beides zwingende Grundvoraussetzungen für den Erfolg.

Zum Thema Analyse sei folgender Gedanke erlaubt: die Zahlen der Vergangenheit sind wichtig, aber bei weitem nicht ausreichend für die abschließende Beurteilung eines Investments. Zu einem vollständigen Bild gehört immer auch der Blick nach vorn. Und genau an dieser Stelle wird es komplex und anspruchsvoll. Deshalb haben wir auch unsere Zweifel bezüglich der Aussagekraft rein quantitativer Anlagestrategien, die auf Basis ausgeklügelter Algorithmen und riesiger Datenmengen lediglich die Historie beleuchten.

Hat ein in der Vergangenheit erfolgreiches Unternehmen unverändert gute Aussichten, auch künftig auf dem Siegestreppchen zu stehen, ist dies in der Regel im Aktienkurs eingepreist. Die Aktie ist dann entsprechend teuer, insbesondere nach acht Jahren steigender Börsen. Ist die Aktie vermeintlich günstig, sind die Zukunftsaussichten häufig eingetrübt.

Hier teilt sich die Welt der Investoren in zwei Extreme auf. Die einen setzen ihr Geld auf maximale Qualität, also auf Aktien, die auf Basis bisheriger Erfolge mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit wieder ganz weit vorn stehen werden. Bezogen auf unser Fußballbild mit der Wette vergleichbar, dass Bayern München auch 2018 wieder Deutscher Meister wird. Die Gewinnchancen hierfür standen zwar sehr hoch, die Quoten jedoch so niedrig, dass es sich vermutlich nicht gelohnt hätte, diese Wette einzugehen.

Das andere Extrem setzt lieber auf Außenseiter. Die Quote für diese ist um ein Vielfaches höher und im Falle eines Erfolgs winkt der große Gewinn. Allerdings ist die Erfolgswahrscheinlichkeit derart gering, dass sich hier das Eingehen einer Wette ebenfalls nicht lohnt.

**Beides nicht unsere Taktik. Wonach also halten wir Ausschau? Nach Unternehmen, deren positives Potential sich noch nicht vollumfänglich im aktuellen Börsenkurs widerspiegelt.**



FWW FundStars®



TOP  
10%

Rendite 3 J.

Absolut  
research

TOP  
10%

Drawdown 3 J.

Absolut  
research

## Warum wir WENN-DANN-Bedingungen nicht mögen

Man könnte zu dem Schluss kommen, dass es vermutlich lohnender wäre, einen Mittelweg zu gehen, bei dem Chancen und Risiken ausgewogener erscheinen. Man vermutet ein solches Szenario häufig im Zusammenhang mit den von uns wenig geliebten WENN-DANN-Bedingungen: **wenn** etwa der Preis für Kaliumchlorid steigt, **dann** ist das gut für K+S. **Wenn** Zinsspreads steigen, **dann** profitieren Banken. Das klingt alles extrem plausibel. Entsprechend häufig werden wir mit Investmentopportunitäten konfrontiert, bei denen genau so argumentiert und daraus dann ein mögliches Kurssteigerungspotential abgeleitet wird.

Es ist doch so: sind WENN-DANN-Bedingungen zu offensichtlich, stellt sich die Frage, ob die gegebene Börsenbewertung (und das Kurspotential, das sich hieraus ergibt) nicht schlicht die Einpreisung einer weitgehend fairen Eintrittswahrscheinlichkeit darstellt. Das wirft zwingend eine Frage auf: ist man selbst tatsächlich klüger als der Markt? Und wenn nicht: lohnt sich das Investment dann überhaupt?

Paradoxerweise ist zu beobachten, dass mit zunehmender Komplexität der Zusammenhänge der Optimismus der Marktteilnehmer dahingehend wächst, dass sich eine Bedingung zu ihren Gunsten erfüllt. Ob und wann ist ungewiss, aber irgendwie wird es schon klappen. Selbst komplizierte makroökonomische Zusammenhänge, die wichtige Parameter des Geschäftsjahres eines jeden Unternehmens entscheidend beeinflussen, werden häufig mit stark vereinfachten Modellen prognostiziert. Das Ergebnis ist im schlimmsten Falle bloße Scheinsicherheit, die viel Geld kosten kann.

## Wenn es einfach wäre, würde es jeder tun

Aus diesem Grund stellen wir gerade zu Beginn unserer Analysen vor allem eine Frage in den Vordergrund: was könnte ein Investment derart fundamental erschüttern, dass wir damit Geld verlieren würden? Und daraus abgeleitet: welcher Kurs erscheint auf Grundlage aller auf dem Tisch liegenden Fakten gerechtfertigt?



Zugegeben, Unternehmen zu finden, die Wertsteigerungspotentiale bereits auf Basis des heutigen Status Quo bieten, sind spärlich gesät. Man muss schon lange suchen, denn häufig sind Märkte eben doch effizient genug, um zumindest den erreichten Status Quo eines Unternehmens fair einzupreisen. Die Iglo-Holdinggesellschaft Nomad Foods, die wir im Investorenbrief Q2/2017 vorgestellt haben, war so ein Beispiel. Ein weiteres gutes Exempel ist das Unternehmen Fjord1, das in den letzten Wochen zu einer unserer größten Portfolio-Positionen gewachsen ist.

Das bringt uns zur zweiten Frage: wenn der Markt aktuell eine faire Eintrittswahrscheinlichkeit einpreist, was muss passieren, damit die Aktie höher bewertet wird? In letzter Konsequenz muss hier die eigene Erwartungshaltung für die Änderung der Erwartung der anderen antizipiert werden. Auf den ersten Blick einleuchtend klingende Investment Cases auf Basis vermeintlich logischer WENN-DANN-Beziehungen sind damit letztlich doch ziemlich komplex und fehleranfällig.

Starke Investments funktionieren genau andersherum: idealerweise sind die Weichen, die eine Höherbewertung rechtfertigen, bereits gestellt. Diese Investments sind in der Regel schwer zu identifizieren. Denn es erfordert akribische Arbeit, die Faktoren herauszuarbeiten, die zwar greifbar sind, sich in der Börsenbewertung jedoch noch nicht niedergeschlagen haben.

Kompliziert heißt aber nicht unmöglich. Anhand des Investments in die [DEMIRE AG](#) wollen wir unser Vorgehen gleich etwas besser veranschaulichen.

Viel Freude beim Lesen und eine sonnige Restwoche!

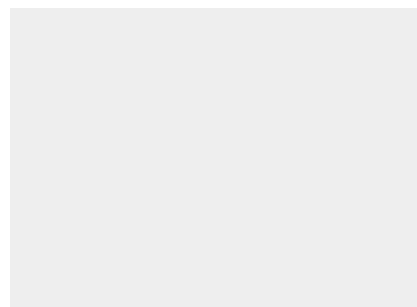
## Das Paladin-Team



Matthias-Chr. Kurzrock



Marcel J. Maschmeyer



## Wertentwicklung

(Alle Berechnungen auf Basis der Bewertung vom 29. März 2018)

Wertentwicklung	Paladin ONE <sup>1</sup>	DAX
Seit Auflage (19.07.2013)	49,44%	44,59%
Seit Öffnung (17.11.2014)	61,87%	29,98%
2015	17,22%	9,56%
2016	13,04%	6,87%
2017	20,08%	12,51%
2018	0,57%	-6,35%

1 Netto-Wertentwicklung nach Kosten

Das aktive Fondsmanagement von Paladin fokussiert die Anlagestrategie auf unterbewertete Unternehmen und Sondersituationen. Dadurch wird eine überdurchschnittliche Wertentwicklung bei deutlich geringerem Risiko erzielt.

Risikokennzahlen (250 Tage)	Volatilität	Sharpe-Ratio	95% - VaR	99% - VaR	$\beta$ (R <sup>2</sup> )	Treynor-Ratio
Paladin ONE	6,61%	2,21	0,63%	0,92%	0,13 (0,05)	1,14
DAX	12,40%	-0,08	1,29%	1,82%	-	-

Wer eher selten mit Risikokennzahlen arbeitet, kann das Resultat stattdessen im folgenden Chart ablesen. Hier ist gut zu erkennen, dass sich der Fonds – **insbesondere in den schwachen Marktphasen – deutlich stabiler** entwickelt hat als der DAX.



Paladin ONE seit Öffnung (17.11.2014) vs. DAX (relativ)

## Anlagekonzept

Wir verfolgen zwei Ziele:

1. eine Rendite von durchschnittlich 10% pro Jahr
2. bei deutlich reduzierter Volatilität im Verhältnis zu den gängigen Aktienindizes.

Insbesondere der Fokus auf Stabilität hat uns in den letzten Jahren an einigen Stellen sehr geholfen. Diese Robustheit verschafft uns die Freiheit, beständig wohlüberlegte, attraktive Investmentideen zu suchen und diese konsequent umzusetzen. Unnötige Marktrisiken gehen wir nicht ein.

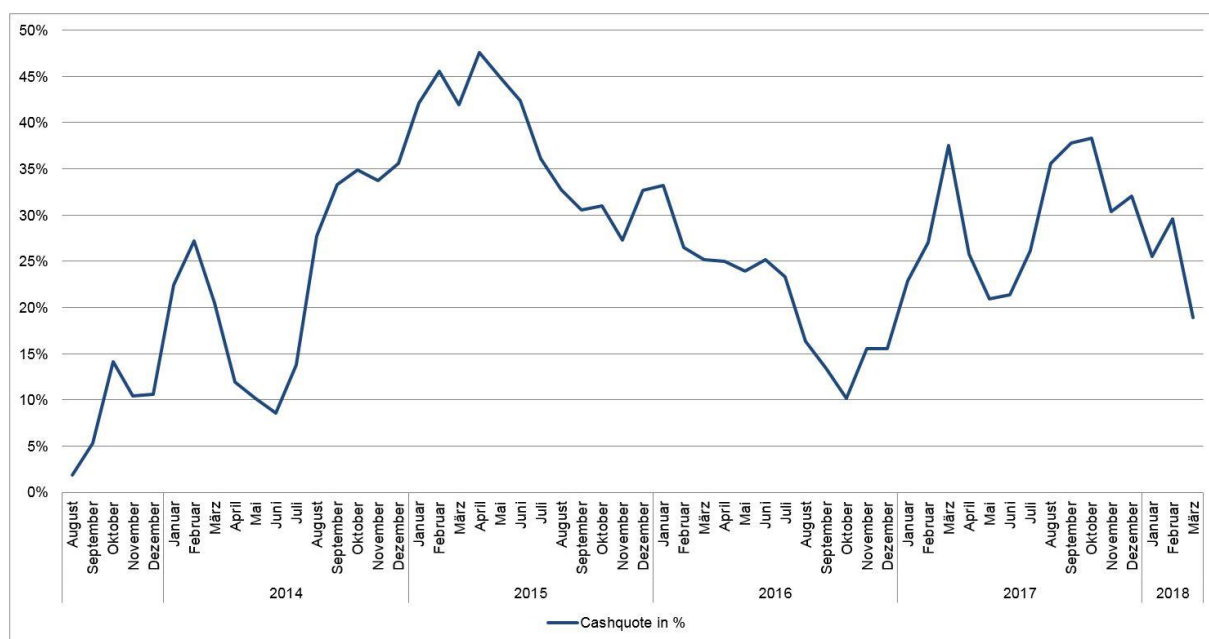
Unsere Investmentstrategie basiert auf drei Säulen: **Value Investments**, **Sondersituationen** und **Liquidität**.

**Value Investments** sind unserer Definition nach unterbewertete Unternehmen mit der Fähigkeit, nachhaltig positive Zahlungsströme zu generieren. Diese Gesellschaften gehören überwiegend dem deutschen Mittelstand an, dem Herzstück der deutschen Wirtschaft. Sie bieten häufig ein attraktiveres Chancen-/Risikoprofil als die großen DAX-Werte. Angesichts ihrer starken Wettbewerbs- und Ertragskraft sind die Unternehmen immer wieder auch Ziel von Übernahmen. Die Auswahl von wertsteigernden Anlagen erfordert im ersten Schritt die Analyse großer Datenmengen und die Vorauswahl von Aktiengesellschaften, die den Auswahlkriterien entsprechen. Hierbei profitieren wir von einer großen und sukzessive weiter wachsenden Wissensdatenbank. Die Analyse potentieller Zielunternehmen erfolgt mit unserem selbst entwickelten Analysetool. Hinzu kommen Gespräche mit dem Management der Zielunternehmen. Jede Investmententscheidung wird im Rahmen eines internen Dokuments ausführlich verschriftlicht.

**Sondersituationen** (sogenannte Special Situations) bilden die zweite Säule unseres Anlagekonzeptes. Hier ist ein hohes Spezialwissen hinsichtlich der Besonderheiten bei der Übernahme börsennotierter Gesellschaften (z. B. im Hinblick auf die Rechte der freien Aktionäre) nötig. Hierin und in Bewertungsfragen sind unsere Fondsmanager Spezialisten.

Eine stark atmende **Liquidität** ist die dritte Säule unserer wertorientierten Anlagestrategie. Diese sichert in Phasen von verstärkten Kursbewegungen die Wertentwicklung des Fonds gegen zu starke Kursschwankungen ab und sorgt gleichzeitig als trockenes Pulver für neue Opportunitäten.

### Paladin ONE – Cashquote im Zeitverlauf



### Einblick in das Portfolio

Ganz oben auf der Wunschliste unserer Investoren steht regelmäßig ein noch tieferer Einblick in unser Portfolio. Wir befürworten jegliche Transparenz. Diese kann aber gerade bei kleineren Positionen, die sich noch im Aufbau befinden, schnell zu einer ungewollten Aufmerksamkeit führen. Da die Performance des Fonds für uns an absolut erster Stelle steht, haben wir die folgende Darstellung gewählt:

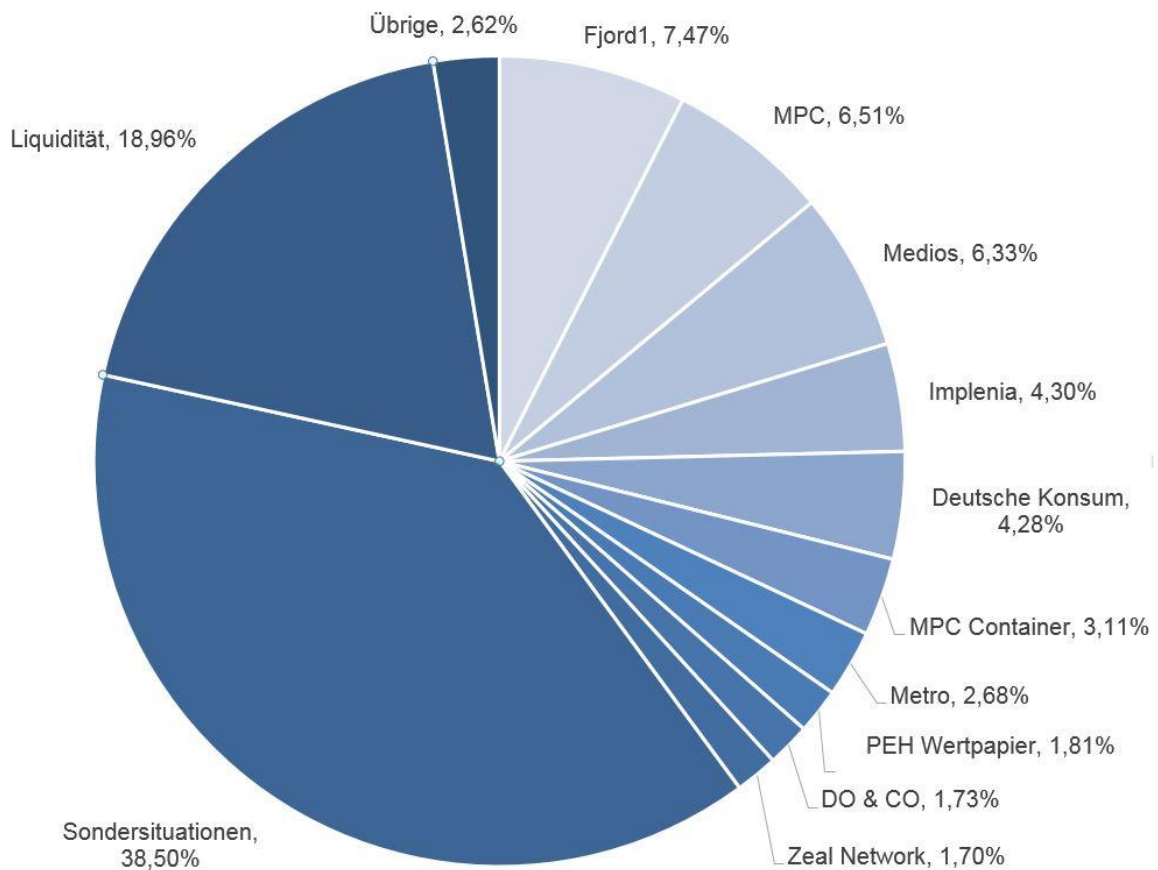
Die größten Einzelanlagen, die ihre Zielgewichtung bereits erreicht haben, machen rund 40% des Fondsvolumens aus und sind das Herzstück der Fondsanlagen. Allen ist eines gemeinsam: eine hohe Ertragskraft, die noch nicht ausreichend in der Börsenbewertung wiedergegeben wird. Darüber hinaus sind fast 3% des Portfolios noch im Aufbau. Diese

Positionen haben ihre Zielgewichtung also noch nicht erreicht und werden deshalb nicht namentlich benannt.

Etwas mehr als 38% des Fonds sind in den beschriebenen Sondersituationen investiert. Diese weisen ein besonders asymmetrisches Chancen-/Risikoprofil auf und tragen maßgeblich zur Stabilität des Portfolios bei.

Die restlichen knapp 19% des Portfolios bestehen aus täglich verfügbarer Liquidität. Dieser Bestandteil erhöht die Stabilität des Fonds zusätzlich und dient als trockenes Pulver für neue Investmentopportunitäten.

### Paladin ONE – Portfolio zum 29.03.2018





# DEMIRE AG

## Unternehmenshistorie im Zeitraffer

Die DEMIRE AG ist eine Immobiliengesellschaft, die schwerpunktmäßig in Büro- und Gewerbeobjekte investiert.

Die heutige DEMIRE AG wurde im Jahr 2006 als MAGNAT Real Estate Opportunities GmbH & Co. KGaA gegründet. Damals war die Gesellschaft mit ihren Immobilienengagements auf Osteuropa und die Region rund um das Schwarze Meer fokussiert. Nach ihrem Listing im Entry Standard im selben Jahr, wechselte die Gesellschaft im Jahr darauf in den deutlich stärker regulierten General Standard. Im Jahr 2009 erfolgte dann der Formwechsel in eine Aktiengesellschaft. Die damaligen Aktivitäten in Osteuropa konnten nur schwerlich als erfolgreich bezeichnet werden. Es klingt amüsant, aber als ein Highlights des Geschäftsberichts 2008/2009 wird aufgeführt, dass die Aktie durch eine Kapitalherabsetzung im Verhältnis 10:1 aus dem Penny-Stock-Bereich herausgeführt wurde.

Der „Erfolg“ war jedoch nicht von langer Dauer: eine schwache operative Entwicklung drückte die Aktie in den Folgejahren abermals unter 1 Euro. Im Jahr 2013 trat man dann durch eine strategische Neuausrichtung der Gesellschaft die Flucht nach vorn an. Künftig sollte der Fokus auf gewerblichen Immobilien in Deutschland liegen. Das Osteuropa-Portfolio wurde in Folge dessen verkauft. Ein kleiner Restbestand macht heute lediglich 2 Mio. Euro (=0,2% des Gesamtbestands) aus. Der Neuausrichtung wurde auch durch eine Umbenennung in DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG Rechnung getragen. Wesentlich entwickelt wurde die neue Unternehmensstrategie durch Prof. Andreas Steyer, der den zuvor in Osteuropa glücklos agierenden CEO Dr. Marc-Milo Lube abgelöst hatte.

Im Dezember 2013 und Januar 2014 gelang dem Unternehmen die Platzierung einer kleinen Wandelanleihe. Die Erlöse waren die Basis für die ersten Akquisitionen von Immobilien in Deutschland. Im weiteren Verlauf folgte eine Unternehmensanleihe über 100 Mio. Euro mit einem Kupon von 7,5%.

Im Mai 2014 erwarb DEMIRE das Alpha-Portfolio, das sieben gewerbliche Objekte in Nordrhein-Westfalen beinhaltet. Im September wurde der Bestand um das Condor-Portfolio ergänzt. Dieses umfasste 100 Objekte mit rund 290.000 qm verteilt auf Büro- und Einzelhandelsflächen in Ulm, Düsseldorf und Eschborn. Im Dezember wurde zudem das Alpine-Portfolio gekauft, das aus 10 Objekten in Berlin, Bremen und Stralsund bestand. In Summe investierte das Unternehmen im Jahr 2014 damit 256 Mio. Euro.

Und dann ging alles ganz schnell: die just erworbenen Immobilien waren zum Jahresabschluss 2014 aus dem Stand bereits 63 Mio. Euro mehr wert als bei Kauf. Da die Akquisitionen weitgehend über Fremdkapital finanziert worden waren, stieg der verwässerte NAV pro Aktie durch den Bewertungseffekt von 56 Cent auf 4,26 Euro enorm an. Der DEMIRE-Aktienkurs erhöhte sich in der Folge von rund 80 Cent zu Beginn des Jahres 2014 auf über 6 Euro im Frühjahr 2015. Auf dem Papier wurde somit schnell Wert

geschaffen. Mit nachhaltiger Cashflowgenerierung hatte das damals allerdings noch überhaupt nichts zu tun.

Das erhöhte Kursniveau wurde im Mai 2015 genutzt, um die Übernahme von 94% am Logistikpark Leipzig gegen Ausgabe neuer DEMIRE-Aktien zu finanzieren. Im Oktober desselben Jahres erwarb DEMIRE dann das T6-Portfolio. Dieses besteht aus sechs – an die Deutsche Telekom vermietete – Immobilien in Ansbach, Bonn, Flensburg, Freiburg, Regensburg und Stahnsdorf.

Ein großer Wachstumssprung wurde im Jahr 2015 durch die Übernahme der börsennotierten Fair Value REIT AG realisiert, an der DEMIRE durch ein öffentliches Übernahmeangebot gegen Ausgabe neuer DEMIRE-Aktien 77,7% erwarb. Damals sah man „das Potential für Skalenerträge mit Blick auf die gemeinsame Immobilienbewirtschaftung durch das konzerneigene Asset, Property- und Facility-Management und eine deutlich verbesserte Ausgangsposition für potentiell weiteres Wachstum“.

Im Frühjahr 2017 folgte dann eine nachträgliche Gewinnwarnung für das Jahr 2016. Die ursprüngliche Prognose für die *Funds from Operations*, also das für ein Immobilienunternehmen cashwirksame Ergebnis, ging von 13,9 Mio. Euro aus. Der tatsächliche Wert lag allerdings bei 2,7 Mio. Euro. Grund hierfür waren zwei Effekte: zum einen konnten Verwaltungsaufwendungen nicht wie geplant reduziert werden, zum anderen lag die Steuerquote aufgrund der fehlenden Verrechnungsmöglichkeit von Gewinnen und Verlusten in der Gruppe deutlich über den Erwartungen. Diese Gewinnwarnung deckte schonungslos auf, dass trotz des starken Wachstums in den Vorjahren ganz offensichtlich die Schaffung notwendiger Organisationsstrukturen vollkommen auf der Strecke geblieben war. An dieser Stelle rächte sich die mangelnde Fokussierung auf die Generierung von Cashflows.

Unser Interesse war allerdings geweckt, weil sich hinter den Kulissen bereits weitreichende Veränderungen abzeichneten. Ausgangspunkt waren sukzessive Verschiebungen im Aktionärskreis. Zwischenzeitlich hielt Klaus Wecken zusammen mit seiner Ex-Frau knapp 34% aller Aktien. Im weiteren Verlauf sicherte sich Wecken zudem Zugriff auf weitere 10% der Aktien über eine Umtauschanleihe, die er bilateral mit bestehenden DEMIRE-Aktionären vereinbart hatte.

Infolge der faktischen Kontrollübernahme durch Wecken kam es zu weitreichenden Veränderungen im Aufsichtsrat und dem Vorstand der Gesellschaft, so dass DEMIRE im Jahr 2017 ein vollständig neues Führungsteam bekam. Unter neuer Leitung wurden im erste Maßnahmen getroffen, die im Jahr 2018 voraussichtlich zu einer deutlichen Steigerung der *Funds from Operations* führen werden. Aber bevor wir jetzt über Potentiale sprechen: auch hier gilt es zunächst mögliche Unsicherheiten abzuklopfen. Welche Risiken schlummern in einem Immobilienportfolio, die in Folge zu einem fundamental begründeten Kursrisiko führen könnten?

## Das Immobilienportfolio im Zeitraffer

Aufschlussreich war hierfür insbesondere der Wertpapierverkaufsprospekt, den das Unternehmen 2017 erstellte. Hieraus konnten wir die folgende Übersicht der zwanzig größten im Bestand befindlichen Objekte ableiten, die immerhin rund 65% des Gesamtportfolios repräsentieren. Die größte Immobilie trägt mit einem Wert von 78 Mio. Euro immerhin rund 8% zum gesamten Portfoliowert bei und entspricht damit 25% des NAV. Die kleinste Immobilie in der Auflistung hat dagegen lediglich einen Anteil von 1,5% am Portfoliowert – entsprechend rund 5% am NAV.

Stadt	Segment	Asset Class	Cluster	GAV (€ m)	Anteil	TLA (tsd sqm)	GRI (€ m)	EPRA Vacancy	WALT (years)	Kommentar
1 Bonn	Core	Office	Core+	78,0	7,8%	38,4	5,60	0,0%	7,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
2 Rostock	FVR	Retail	Core+	66,1	6,6%	19,3	4,20	4,1%	5,1	Breite Mieterstruktur: Marc O'Polo, Calvin Klein etc. Tourist Information Rostock u.a., Quelle Google Maps
3 Ulm	Core	Office	Core+	65,1	6,5%	47,5	4,30	2,5%	7,1	Condor-Portfolio
4 Kassel	Core	Retail	Core+	56,5	5,7%	21,5	3,70	7,5%	8,7	Kurfürsten Galerie: Breite Mieterstruktur DAK, OPNV-Kundenzentrum, Kundenzentrum der Stadtwerke, Gastronomie, Aldi, Mode & Wohnaccessoires, insgesamt 27 Mieter. Quelle www.kuerfuersten-galerie.de
5 Leipzig	Core	Logistic	Value-Add	53,8	5,4%	218,0	3,80	29,5%	1,4	
6 Freiburg	Core	Office	Redevelopment	37,0	3,7%	22,7	2,70	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
7 Regensburg	Core	Office	Value-Add	31,0	3,1%	29,2	2,50	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
8 Düsseldorf	Core	Office	Value-Add	30,4	3,0%	24,3	1,90	26,7%	4,6	Condor-Portfolio (=> BW 27,8 Mio. lt. GB 2014, S. 35 passt)
9 Eschborn	Core	Office	Core+	30,3	3,0%	18,8	2,00	0,0%	7,5	Condor-Portfolio (=> Mieter Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle BAFA laut Google Maps)
10 Eisenhüttenstadt	FVR	Retail	Value-Add	28,4	2,8%	20,4	2,30	37,7%	5,7	
<b>TOP 10</b>				<b>476,6</b>	<b>47,7%</b>	<b>470,1</b>	<b>33,00</b>	<b>11,5%</b>	<b>5,7</b>	
11 Leipzig	Core	Office	Value-Add	25,5	2,6%	23,2	1,60	12,8%	3,6	
12 Lutherstadt Wittenberg	FVR	Retail	Core+	21,7	2,2%	14,7	1,70	7,2%	5,7	
13 Zittau	FVR	Retail	Value-Add	18,9	1,9%	17,4	1,30	9,2%	11,8	
14 Unterschleißheim	Core	Office	Value-Add	17,8	1,8%	15,7	1,00	34,8%	2,8	
15 Flensburg	Core	Office	Value-Add	16,5	1,7%	23,8	1,70	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
16 Quickborn	FVR	Office	Core+	15,6	1,6%	10,6	1,20	0,0%	4,7	
17 Neumünster	FVR	Office	Value-Add	15,2	1,5%	11,8	1,00	1,4%	8,1	
18 Kempten	Core	Office	Value-Add	15,0	1,5%	16,8	1,00	1,8%	2,5	
19 Langen	FVR	Office	Value-Add	14,9	1,5%	13,7	0,90	34,3%	2,9	
20 Stahnsdorf	Core	Office	Value-Add	14,5	1,5%	17,1	1,90	0,0%	3,7	gehalten über Germavest Real Estate, Teil des T-6- Portfolios, Mieter: Dt. Telekom
<b>TOP 20</b>				<b>652,2</b>	<b>65,3%</b>	<b>634,9</b>	<b>46,30</b>	<b>11,5%</b>	<b>5,5</b>	
<b>Total Properties</b>				<b>999,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>981,6</b>	<b>72,00</b>	<b>10,2%</b>	<b>4,9</b>	

Quellen:  
Prospekt, S. 108  
Adnoc vom 01.07.2015

Ohne zu tief in die Details abzutauchen: wir finden es erwähnenswert, dass rund 20% des gesamten Portfolios an die Deutsche Telekom vermietet sind. Und dies mit Mietverträgen, die bis in das Jahr 2021 reichen – bezogen auf das **Objekt in Bonn** sogar bis 2025. Das Objekt in Bonn ist gleichzeitig das größte Einzelobjekt im DEMIRE-Portfolio.

Der **Rostocker Hof**, das zweitgrößte Objekt, gehört zum Portfolio des Fonds BBV 14, an dem DEMIRE mittelbar über die Fair Value REIT AG beteiligt ist. Die Beteiligung der Fair Value REIT AG am Fonds beträgt wiederum nur 51,01%. Der oben in der Tabelle ausgewiesene Objektwert entfällt somit nur etwa hälftig auf die Fair Value REIT. Entsprechend relativiert sich auch die Bedeutung des Objekts in der Gesamtbetrachtung. Bei dieser Immobilie handelt es sich um eine zentral in der Rostocker Fußgängerzone gelegene Einkaufspassage. Der Zustand des Objekts ist gut, der Innenbereich wurde erst 2015 modernisiert.

Bei der **Kurfürstengalerie in Kassel** handelt es sich ebenfalls um eine Einzelhandelspassage. Für DEMIRE ist dies ein erfolgreiches Revitalisierungsprojekt.

Die Mieterstruktur ist heute recht breit: neben üblichem Einzelhandel und Gastronomie gehören hier u.a. auch die DAK, das ÖPNV-Kundenzentrum und das Kundenzentrum der Stadtwerke zu den Mietern. Es ist somit keine reine Einkaufsdestination, sondern auch Anlaufpunkt für zentrale Bürgeranliegen (was wiederum auch für den Einzelhandel attraktiv ist).

Das **Objekt in Eschborn** ist für weitere 7,5 Jahre an das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrollen BAFA vermietet.

Ein großer Teil des Portfolios – in der Tabelle grün unterlegt – ist aus Risikogesichtspunkten derzeit vollkommen unproblematisch. Die Objekte sind solide vermietet, die Restlaufzeit der Mietverträge vergleichsweise lang und die Bewertungen, gemessen an den aktuellen Mietrenditen, sind stimmig.

Einen genaueren Blick erfordern hingegen die in der Übersicht rot unterlegten Objekte. Mit Blick auf die **Büroimmobilien in Düsseldorf und Eisenhüttenstadt**, die beide relativ hohe Leerstände aufweisen, überwiegen die Chancen aus einer Leerstandreduzierung angesichts der langen Restlaufzeiten der bestehenden Mietverträge aber deutlich die Risiken. Zumal die aktuellen Ist-Mieten bereits zu Renditen von 6,1% und 8,1% führen.

Etwas anders ist die Situation bei den **Objekten in Unterschleißheim und Langen**. Hier stoßen wir auf die Kombination aus hohem Leerstand und relativ kurzen Restlaufzeiten bei den verbleibenden Mietverträgen. Diese Objekte stehen definitiv auf der Beobachtungsliste, machen aber zusammen auch nur einen kleinen Teil des gesamten Immobilienportfolios aus. Hinzu kommt, dass das Objekt in Langen über die Fair Value REIT AG gehalten wird, die wiederum nur 45% an dem entsprechenden Fonds hält.

Eine Besonderheit im Gesamtportfolio ist der **Logistikpark Leipzig**, weil es das einzige Logistikobjekt ist. Die Immobilie diente ursprünglich als Versandzentrum von Quelle. Im Jahr 2010 wurde die Nutzung infolge der Insolvenz von KarstadtQuelle eingestellt. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei nur 1,5 Jahren, was für den Logistikbereich nicht unüblich ist. Das daraus resultierende Wiedervermietungsrisiko wird durch die Tatsache, dass sich die Vermietung auf rund ein halbes Dutzend Mieter verteilt, etwas relativiert. Größter Einzelmietter dieser Immobilie ist Momox. Momox hat die Flächen erst kürzlich angemietet, so dass es aus DEMIRE-Sicht wenig wahrscheinlich ist, dass es hier kurzfristig zu einer Standortveränderung kommt. Zweitgrößter Mieter ist derzeit DB Schenker.

Der Leerstand im Logistikpark ist mit aktuell 30% recht hoch. Zudem ist das ehemalige Hochregallager von Quelle ein Problem, weil dies in der bestehenden Form und nach heutigen Ansprüchen nicht mehr vermietbar ist. Wir haben dieses Objekt aufgrund seiner Besonderheiten intensiv mit dem Management diskutiert und haben die Informationen auch bei verschiedenen Immobilienexperten gespiegelt. Unter dem Strich sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass beim derzeitigen Buchwert die Chancen die Risiken überwiegen. Uns würde zudem nicht überraschen, wenn DEMIRE das Objekte verkauft, sofern dies mindestens zum Buchwert möglich sein sollte.

Das Unternehmen hat zuletzt einen verwässerten NAV pro Aktie von 4,72 Euro ausgewiesen. Angesichts des insgesamt solide bewerteten Immobilienportfolios erschienen uns die Risiken, die sich aus der Aktivseite des Unternehmens auf unseren Einstandskurs ergeben könnten, bei einem Aktienkurs von 3,80 Euro überschaubar. Gleichzeitig war bereits im letzten Jahr deutlich sichtbar, dass sich das Unternehmen im Jahr 2018 operativ viel profitabler entwickeln würde als in den Vorjahren – während sich der DEMIRE-Aktienkurs über zwei Jahre praktisch seitwärts bewegt hatte. (siehe folgendes Chart) Eine gute Ausgangsbasis für ein attraktives Investment.



### **...zurück zu den Potentialen**

Zu den ersten Maßnahmen des neuen Managements gehörte im Sommer 2017 eine Umfinanzierung durch die Ausgabe einer neuen Unternehmensanleihe. Hierdurch konnte zum einen die durchschnittliche Zinsbelastung fühlbar reduziert werden, zum anderen wurde das vormals fast vollständig durch Finanzierungen belastete Vermögen entlastet. Dadurch wurde Flexibilität und zusätzlicher Handlungsspielraum auf der Finanzierungsseite zurückgewonnen. In einem weiteren Schritt wurden Unternehmensverträge zwischen der Muttergesellschaft und Objektgesellschaften abgeschlossen. Hierdurch sollte sich auch die Steuerquote normalisieren, was angesichts von Verlustvorträgen >40 Mio. Euro vorsichtig formuliert ist. Zudem wurde angekündigt, die Minderheiten zu reduzieren. Hier liegt aus unserer Sicht im Jahr 2018 der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Fair Value REIT AG nahe.

Einzig auf Basis der bereits konkret greifbaren Verbesserungen konnten wir in unserer Cashflowbetrachtung ein Wertsteigerungspotential bis 4,40 Euro ableiten. Dabei war dieses Kursziel durchaus konservativ ermittelt. Dies aber zum damaligen Zeitpunkt auch aus gutem Grund. Denn ein wesentlicher Eckpfeiler der DEMIRE-Unternehmensstrategie ist es, das Immobilienportfolio von derzeit 1 Mrd. Euro auf 2 Mrd. Euro zu verdoppeln. Wer die Berichte der Rating-Agenturen liest, die anlässlich der letztjährig emittierten

Unternehmensanleihe erstellt worden waren, kann schnell ableiten, dass hierfür eine größere Kapitalerhöhung notwendig sein wird.

Eine solche Kapitalerhöhung hat natürlich ein Verwässerungsrisiko. Die Verwässerung ist umso größer, je niedriger der Ausgabepreis der neuen Aktien ist. Und bei einem möglicherweise sogar sehr niedrigen Ausgabepreis ist man als bestehender Aktionär faktisch gezwungen, die Kapitalerhöhung mit zu zeichnen, um einen Vermögensschaden zu vermeiden. Diesem Umstand haben wir auch im Hinblick auf die Gewichtung der Position in unserem Portfolio, die uns Luft gelassen hätte für eine deutliche Aufstockung im Rahmen einer Kapitalerhöhung, Rechnung getragen.

Mittlerweile hat die Geschichte allerdings eine wahrhaft spannende Wendung genommen. So konnte DEMIRE Ende Februar mit einem von Apollo verwalteten Fonds einen strategischen Investor gewinnen. Die Apollo Global Management LLC, selbst in den USA börsennotiert und immerhin 6,29 Mrd. USD wert, ist ein weltweit tätiger Vermögensverwalter. Apollo verantwortet dabei schwerpunktmäßig knapp 250 Mrd. USD in Immobilien und Private Equity-Beteiligungen.

Apollo hat zugesagt, eine Kapitalerhöhung über 10% neue DEMIRE-Aktien zu zeichnen. Darüber hinaus wird Apollo ein Pflichtangebot an alle Aktionäre der DEMIRE AG abgeben. Der Zeichnungspreis für die Kapitalerhöhung sowie der Angebotspreis liegen jeweils bei 4,35 Euro. Gleichzeitig wird Apollo ein Übernahmeangebot für die DEMIRE-Tochter Fair Value REIT abgeben. Ziel ist es, hier den Streubesitz – und damit die Drittanteile im DEMIRE-Zahlenwerk – deutlich zu reduzieren. Die erworbenen Fair Value REIT-Aktien sollen im nächsten Schritt gegen neue Aktien in die DEMIRE AG eingebracht werden.

## **Ausblick**

Für uns ist hierdurch aus einem klassischen Value-Investment schlagartig eine Sondersituation geworden. Denn zumindest für die Dauer des Übernahmeangebots ist die DEMIRE-Aktie nach unten durch einen festen Boden abgesichert. Damit haben wir unsere ursprüngliche Zielrendite auf dieses Investment innerhalb kurzer Zeit fest einloggen können.

Gleichzeitig können wir jetzt in aller Ruhe prüfen, wie wir bei diesem Investment weiter vorgehen. Unser Kursziel ist zwar erreicht, aber dieses war – wie oben beschrieben – vorsichtig ermittelt. Insbesondere das Verwässerungsrisiko durch eine (zu?) günstige Kapitalerhöhung hat sich durch die jüngste Entwicklung in unseren Augen vollends erledigt.

Die Gesellschaft hat mit Klaus Wecken und Apollo nun zwei dominierende Großaktionäre. Es liegt nahe, dass sich die beiden im Hinblick auf ihre Ziele minutiös abgestimmt haben. Nachdem Apollo nun bei 4,35 Euro einen ersten Fuß in die DEMIRE-Tür bekommt, halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass weitere Kapitalerhöhungen mit der Rückendeckung von Apollo kaum unter dem Preis von 4,35 Euro stattfinden dürften – tendenziell sogar höher. Auch halten wir es für wahrscheinlich, dass sich das von DEMIRE definierte

strategische Ziel mit diesem neuen Großaktionär verschieben dürfte. Das Erreichen eines Portfoliowerts von 2 Mrd. Euro dürfte zwischenzeitlich nicht das Ende der Fahnenstange sein, sondern eher zum ersten Etappenziel einer längerfristig angelegten Entwicklung werden.

Das alles werden wir nochmals detailliert überprüfen, wenn wir die Angebotsunterlage analysiert und die Ergebnisse mit dem DEMIRE-Management diskutiert haben.

## **Vielen Dank – wir freuen uns auf Feedback!**

Lieber Leser, auch an dieser Stelle nochmals vielen Dank für das Interesse an unserer Arbeit. Gerne stehen wir – wie gewohnt – bei Fragen und Anregungen jederzeit zur Verfügung! Erreichbar sind wir unter +49 (0) 511 47353372 oder per E-Mail an info@paladin-am.com.

### **Absender:**

Paladin Asset Management Investmentaktiengesellschaft TGV, Hindenburgstr. 42, 30175 Hannover  
Tel. +49 511 473533-72 | Fax +49 511 473533-95 | info@paladin-am.com