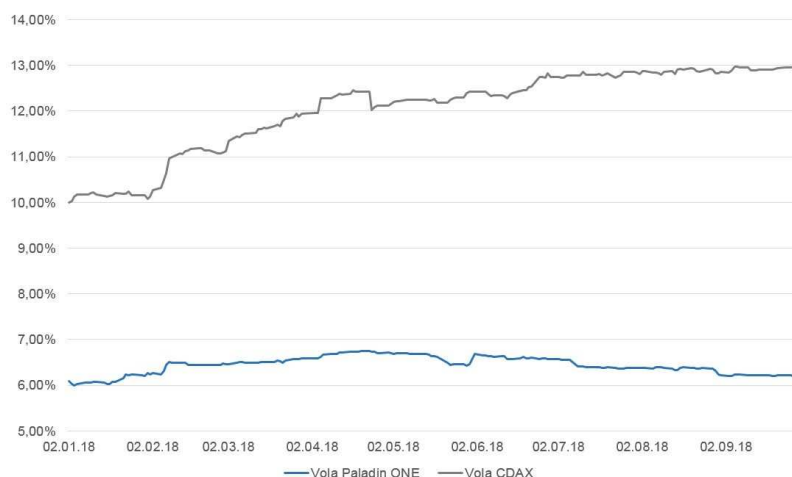


Liebe Freunde und Investoren der Gesellschaft,

war im Januar nicht noch von ersten vorsichtigen Angriffen auf Allzeithochs die Rede?! In der Folge ging es dann mehrfach einen Schritt vor und zwei Schritte zurück. Rückblickend gibt der Jahresverlauf den Anlegern vieler Börsenindizes bislang kaum Anlass, die Champagnerkorken knallen zu lassen. Quo vadis, Markt?

Zum Ende des dritten Quartals stand der CDAX mehr als -4% unter Wasser. Mit +1,27% notierte dagegen der [Paladin ONE](#) im Plus. Im Ergebnis konnten wir unseren [Vorsprung](#) damit weiter ausbauen.

Gleichzeitig zahlt sich unser Fokus auf Stabilität unverändert aus. Während sich die Schwankungsbreite am Gesamtmarkt erhöht hat (in der nachfolgenden Grafik dargestellt durch die Volatilität des CDAX), verharrt die Vola des Paladin ONE auf einem konstant niedrigen Niveau.



In den vergangenen Monaten gab es in unserem Portfolio Bewegung. Einzelne Positionen sind begründet ausgeschieden, einige spannende Unternehmen sind neu hinzugekommen. Aus diesem Grund haben wir uns entschieden, mit diesem Investorenbrief nicht nur ein einzelnes Unternehmen ausführlich zu beleuchten. Geeigneter erschien uns an dieser Stelle, ein Potpourri aus drei Aktien, die in den vergangenen Monaten von sich Reden gemacht haben.

Inhaltsverzeichnis

- [Anlagestrategie](#)
- [Wertentwicklung](#)
- [Portfolio](#)
- [MAN SE](#)
- [Medios](#)
- [DO&CO](#)
- [Kontakt](#)



MAN SE beispielsweise, eine Sondersituation, die sich anders entwickelte, als antizipiert. Gut, dass der Kurs der Aktie auf dem von uns identifizierten Boden weich aufgefangen wurde.

Außerdem berichten wir von **Medios**. Die Aktie hat sich zuletzt – vollkommen losgelöst von der guten operativen Entwicklung – negativ entwickelt. Das gab uns Gelegenheit, die Gewichtung der Position auf reduziertem Niveau wieder aufzustocken. In diesem Zusammenhang informieren wir auch über eine neue Technologie, die das Potential hat, ein völlig neues und lukratives Geschäftsfeld bei Medios zu werden.

Zu guter Letzt ein Update zu **DO&CO**, dem Caterer aus Österreich. Das Unternehmen führte im letzten Jahr noch unsere *Hall of Shame* an, die Auflistung jener drei Unternehmen in unserem Portfolio mit dem geringsten Performancebeitrag. Abgehakt und vergessen. Die Aktie hat nach unserer Aufstockung im Sommer einen gewaltigen Sprung gemacht und damit in diesem Jahr einen attraktiven Performancebeitrag generiert.

Noch ein begeisterter Hinweis in eigener Sache: Dr. Oliver Klehn verstärkt seit September als Geschäftsführer der *Paladin Quant GmbH* unser Team. Wir erweitern damit unser Angebot um regelbasierte und risikoreduzierte Strategien für institutionelle Anleger, Family Offices und Vermögensverwalter. Dr. Oliver Klehn ist Mathematiker und gilt als Vorreiter der Einbindung maschinellen Lernens und künstlicher Intelligenz im Asset Management. Berufliche Stationen waren Nord/LB, Talanx und Nord/LB Asset Management.

Warum er Markowitz davonläuft und traditionellen Theorien zur Portfoliooptimierung mindestens einen Schritt voraus ist, kann man [hier](#) nachlesen. Interessierte sprechen uns gern direkt an.

Viel Spaß beim Lesen und herbstliche Grüße

Das Paladin-Team



Matthias-Chr. Kurzrock



Marcel J. Maschmeyer



Anlagestrategie des Paladin ONE

Der Paladin ONE ist ein Aktienfonds, der primär in Aktien aus dem deutschsprachigen Raum investiert (D-A-CH). Eine benchmarkorientierte Denkweise wird bewusst vermieden. Der absolute Vermögenserhalt steht im Vordergrund.

Wir verfolgen zwei Ziele:

- 1. eine durchschnittliche Performance von 10% p.a. im langjährigen Durchschnitt**
- 2. bei einer im Vergleich mit gängigen Aktienindizes deutlich geringeren Volatilität.**

Der Fonds investiert ausschließlich auf Basis von eigenem Research in ein konzentriertes Portfolio aus 15 bis 25 Aktien.

Der dem Paladin ONE zugrunde liegende selbst entwickelte, stringente Investmentansatz setzt auf drei Säulen: **Value-Aktien**, **Sondersituationen** und **Liquidität**.

Value-Aktien sind unserer Definition nach unterbewertete Unternehmen mit der Fähigkeit, nachhaltig positive Zahlungsströme zu generieren (Free Cashflow). Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfordert im ersten Schritt die Analyse großer Datenmengen. 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. Durch die Investition in Sondersituationen gewinnt das Portfolio deutlich an Planbarkeit und Stabilität. Um diese Situationen richtig zu erkennen, zu bewerten und treffsicher zu nutzen, bedarf es langjähriger Erfahrung und sehr spezieller juristischer Kenntnisse. Das Paladin-Team verfügt über den wertvollen Erfahrungsschatz von mehr als 150 analysierten Sondersituationen.

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 dient gleichzeitig als trockenes Pulver für neue Opportunitäten.

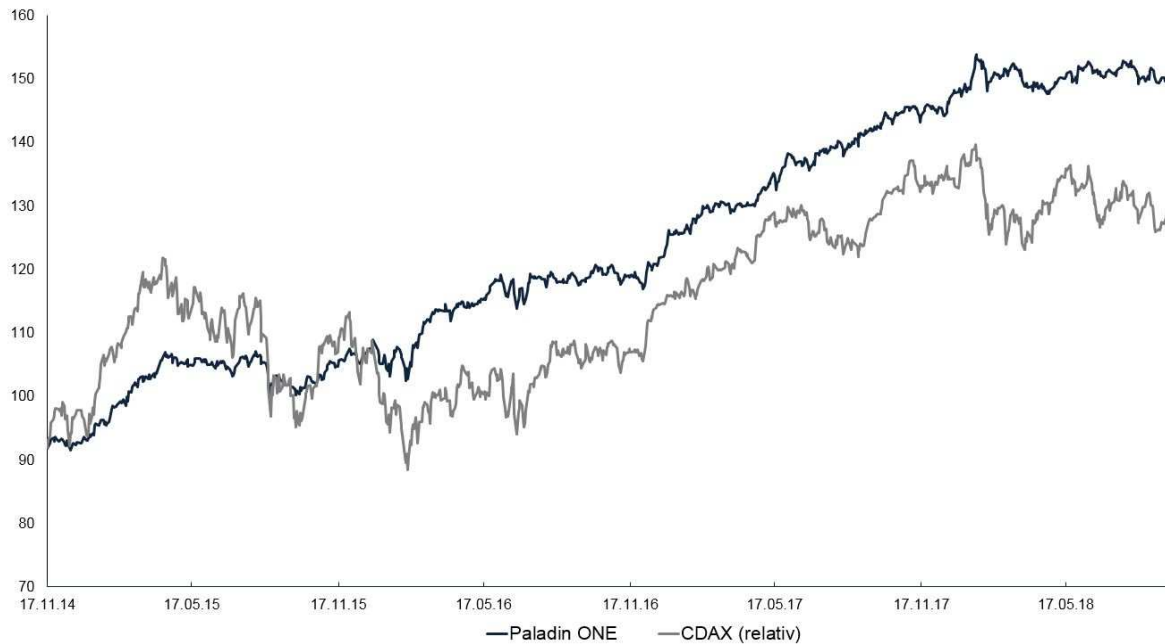
Wertentwicklung des Paladin ONE

(Alle Berechnungen auf Basis der Bewertung vom 30. September 2018)

Kennzahlen

	1M	lfd. Jahr	1J	3J	seit Restrukturierung	seit Auflage
Performance (eff.)	-1,35%	1,27%	4,55%	48,36%	63,00%	50,51%
Volatilität (p.a.)	3,84%	6,41%	6,25%	7,56%	7,93%	9,86%
Max. Drawdown	-1,73%	-4,00%	-4,00%	-5,85%	-6,96%	-23,37%
Sharpe Ratio	-3,86	0,32	0,79	1,91	1,74	0,85
Beta	0,06	-0,01	0,01	0,26	0,26	0,29

Das Resultat lässt sich am besten in folgendem Chart ablesen. Hier ist gut zu erkennen, dass sich der Fonds – insbesondere in den schwachen Marktphasen – deutlich stabiler entwickelt hat als der CDAX.



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

Das Portfolio des Paladin ONE zum 30.09.2018

Ganz oben auf der Wunschliste unserer Investoren steht regelmäßig ein umfassender Einblick in das Portfolio des Paladin ONE. Um größtmögliche Transparenz zu gewährleisten, haben wir das Factsheet unseres Fonds komplett überarbeitet. Interessenten und Investoren finden ab sofort [hier](#) tagesaktuell folgende Informationen zum Paladin ONE:

- Performance und Kennzahlen

- aktuelle und historische Gewichtung der drei Säulen **Value-Aktien**, **Sondersituationen** und **Liquidität** im Zeitverlauf
- Top 10 Positionen, Übersicht Länderallokation und Gewichtung des Portfolios nach Marktkapitalisierung

Portfolio

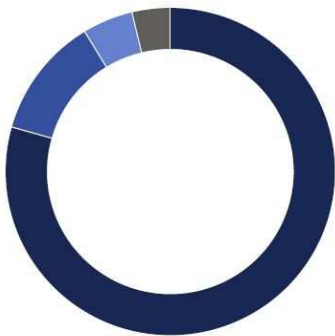


Aktien	77,48%
■ Value-Aktien	51,19%
■ Sondersituationen	26,29%
Liquidität	22,52%

Top 10 Positionen

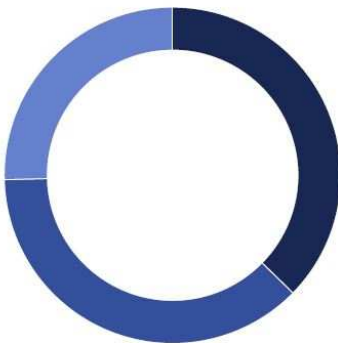
innogy SE	9,50%
MAN SE -VZ-	7,46%
STADA Arzneimittel AG	7,11%
Fjord1 ASA	6,81%
McKesson Europe AG	6,80%
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	5,78%
MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	5,33%
Medios AG	4,93%
Implenia AG	2,90%
innogy SE	2,88%

Länderallokation



■ Deutschland	79,39%
■ Norwegen	11,92%
■ Luxemburg	4,95%
■ Schweiz	3,75%

Marktkapitalisierung



■ 0-200 Mio. EUR	37,34%
■ 200 Mio. - 1 Mrd. EUR	37,24%
■ > 1 Mrd. EUR	25,42%

MAN SE - gestolpert und weich gefallen

Wer uns kennt, weiß, dass wir den Nutzfahrzeughersteller MAN SE über die letzten Jahre kontinuierlich beobachtet haben. Das Unternehmen ist im Mehrheitsbesitz der Volkswagen AG. Zwischen beiden Unternehmen besteht ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.

Wir hatten die MAN SE-Aktie in den letzten Jahren mehr als einmal im Bestand. Und das aus gutem Grund: durch das laufende Spruchstellenverfahren gab es - bezogen auf den Kurs der Aktie - einen festen Boden, der zumindest durch eine erste Entscheidung vor dem Landgericht einige Euro über der ursprünglich festgelegten Abfindung lag. Hinzu kam eine angemessene garantierte Ausgleichszahlung. Gleichzeitig unterlag die Aktie gewissen Schwankungen, wenn auch in einem engen Band. Die eine oder andere daraus resultierende Chance haben wir genutzt.

Ein Beispiel gefällig? Im Zuge der Diesellaffäre gab es die MAN SE-Aktie zu einem günstigen Kurs. Und das durchaus zur Überraschung all jener, die zumindest den Fortbestand der Mutter Volkswagen als gegeben betrachten wollten. Entsprechend schnell korrigierte der Markt dann diese Preisung, was sich wiederum im Fonds Paladin ONE positiv bemerkbar machte und einige Basispunkte zur Performance addierte.

Im Sommer 2018 kam es im Fall MAN SE dann zu einer Wendung, die einmal mehr unser Interesse weckte. Ende Juni wurde das laufende Spruchstellenverfahren durch das Oberlandesgericht München abgeschlossen. In diesem Spruchstellenverfahren wurde die im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags festgesetzte Abfindung und jährliche Ausgleichszahlung auf ihre Angemessenheit überprüft.

Das Oberlandesgericht bestätigte das Urteil der Vorinstanz mit Blick auf die dort festgestellte Erhöhung der Barabfindung, wodurch sich diese von 80,89 Euro pro Aktie auf 90,29 Euro erhöhte. Darüber hinaus korrigierte das Oberlandesgericht auch die jährliche Ausgleichszahlung je Aktie auf rund 5,10 Euro netto.

MAN SE-Aktionäre konnten das erhöhte Barabfindungsangebot (zuzüglich Aufzinsung) innerhalb von zwei Monaten nach Bekanntmachung des Urteils des Oberlandesgerichts annehmen. Diese Frist endete Anfang Oktober.

Im Anschluss hieran – so unsere Analyse – sollte sich der Kurs der MAN SE-Aktie aus folgenden Parametern ergeben:

- der festen Ausgleichszahlung in Höhe von 5,10 Euro und der sich hieraus ergebenden Rendite
- der Erwartung hinsichtlich der Laufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags
- der Rendite von VW-Anleihen, deren Restlaufzeit mit der erwarteten Laufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags korrespondiert

Die größte Unbekannte in der Gleichung war die Restlaufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Natürlich war es nicht ausgeschlossen, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zeitnah gekündigt werden könnte. Dies nicht zuletzt deshalb, weil er durch die Erhöhung der Ausgleichszahlung für Volkswagen auch ziemlich teuer hätte werden können. Zudem plant Volkswagen für das kommende Jahr einen Börsengang der Nutzfahrzeugsparte. Gut möglich, so unsere Analyse, dass auch dies eine Kündigung des Vertrags begünstigen könnte.

Gleichzeitig war aber auch das Gegenteil denkbar: wäre der Vertrag im zeitlichen Umfeld eines Börsengangs der VW-Nutzfahrzeugsparte nicht gekündigt, liefe der Vertrag mit hoher Wahrscheinlichkeit noch (etliche) Jahre weiter.

Der Rest ist reine Mathematik. Wir haben für verschiedene Kurse der MAN SE-Aktie ermittelt, wie hoch die Rendite in Abhängigkeit von der Restlaufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ausfällt. In der Tabelle unten ist dies für Kurse von 94 Euro bis 102 Euro wiedergegeben.

erwartete Rest- Laufzeit B&G-Vertrag	Kaufkurs der MAN SE-Aktie				VW-Anleihe		MAN SE- Kurs bei analoger Bewertung	Upside
	94,00	98,00	100,00	102,00	Rest- Laufzeit	effektive Verzinsung		
1	2,02%	-2,14%	-4,10%	-5,98%	1	0,04%	95,86	2,0%
2	3,72%	1,53%	0,50%	-0,49%	2	0,10%	100,80	7,2%
3	4,29%	2,76%	2,03%	1,34%	3			
4	4,57%	3,37%	2,80%	2,25%	4			
5	4,74%	3,73%	3,26%	2,80%	5	1,20%	109,72	16,7%
6	4,86%	3,98%	3,57%	3,17%	6			
7	4,94%	4,15%	3,79%	3,43%	7			
8	5,00%	4,29%	3,95%	3,63%	8			
9	5,05%	4,39%	4,08%	3,78%	9			
10	5,09%	4,47%	4,18%	3,90%	10	2,37%	114,63	21,9%

Im nächsten Schritt haben wir für ganz kurze Restlaufzeiten, für mittelfristige Restlaufzeiten (5 Jahre) und Länge Laufzeiten (10 Jahre) „vergleichbare“ Referenzanleihen der Muttergesellschaft Volkswagen identifiziert. Die jeweiligen effektiven Verzinsungen zeigt der mittlere Teil der Tabelle.

Auf dieser Basis haben wir ermittelt, welche Kurse sich für die MAN SE-Aktie mit Blick auf die Referenzanleihen rechtfertigen lassen – zusammengefasst ist dies im rechten Teil der Tabelle.

Schon bei einer Restlaufzeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags von zwei Jahren erschienen zu diesem Zeitpunkt Kurse von rund 100 Euro angemessen. Hätte sich am Markt die Erwartung durchgesetzt, dass der Vertrag zehn Jahre oder länger hätte laufen können (wie in anderen Fällen schon gesehen), wären sogar Kurse von 114 Euro angebracht gewesen. Dies ließ sich damals in potentielle Kursaufschläge von 7% bis 22% übersetzen. Und selbst wenn sich die Wahrheit am unteren Rand der Spanne eingependelt hätte, versprach die MAN SE-Aktie eine attraktive Rendite bei überschaubaren Risiken.

Allerdings zerplatzte Ende August eben jene Renditeerwartung wie eine Seifenblase. Denn Volkswagen kündigte tatsächlich an, den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 01. Januar 2019 beenden zu wollen. Das war innerhalb weniger Wochen die zweite Wendung in der *Causa MAN SE*. Der in unserer Analyse vorab identifizierte „*worst case*“ war damit eingetreten.

Wir sind allerdings extrem weich gefallen. Denn wir konnten ganz entspannt das aufgezinste Abfindungsangebot annehmen, wodurch wir dem Großaktionär die Aktien quasi zum Einstand verkauft haben. Genau deshalb schätzen wir unsere ausgewählten Sondersituationen als stabile Säule unseres Portfolios: der Case hat sich zwar anders entwickelt als von uns erwartet, aber der feste Boden im Aktienkurs hat gehalten und unser Engagement war damit bestens geschützt.

Medios - Ideen mit Potential

Exakt ein Jahr ist es her, dass wir an dieser Stelle ausführlich über die Berliner Medios AG berichtet haben. Die Gesellschaft ist – über die Tochter Medios Pharma GmbH – ein Großhändler von speziellen Arzneimitteln. Die beiden anderen Tochtergesellschaften, Medios Manufaktur GmbH und Medios Individual GmbH stellen patientenindividuelle Rezepturen her.

Die Medios-Aktie hat sich im Jahr 2017, bedingt durch eine starke operative Entwicklung, verdoppelt. Hierdurch hat sich auch die Gewichtung dieser Position in unserem Fonds auf über 9% erhöht. Schon aus diesem Grund haben wir die Anteile reduziert. Dies geschah zum einen über Verkäufe rund um den letzten Jahreswechsel, zum anderen ließen wir durch das im Jahr 2018 kräftig gestiegene Fondsvolumen eine sukzessive Verwässerung der Position zu.

Operativ ist bei Medios im laufenden Jahr weiterhin alles auf Kurs. Gerade bestätigte das Unternehmen einmal mehr die diesjährige Prognose, wonach die Umsatzerlöse um 26% auf 320 Mio. Euro ansteigen und der Gewinn vor Steuern (EBT) auf 11 Mio. Euro anwachsen (vor nicht liquiditätswirksamen Sondereffekten für Mitarbeiteroptionen) soll. Nachdem das Unternehmen im Juni ein monatliches Umsatzniveau von 28,2 Mio. Euro und ein EBT von 1 Mio. Euro erzielt hat, erscheint uns das Erreichen dieser Prognose realistisch.

Dennoch kam die Medios-Aktie im August und September unter Druck und fiel von einem zeitweisen Kursniveau von über 22 Euro auf bis zu 16 Euro. Durch die zwischenzeitlich reduzierte Portfoliogewichtung hatten wir in dieser Situation die Flexibilität, unsere Position bei Kursen von rund 16 Euro wieder zu vergrößern.

Neben der guten Entwicklung in den angestammten Geschäftsbereichen verfolgen wir aktuell ein Thema, das Medios bisher unterhalb der Wahrnehmungsschwelle vieler Marktbeobachter vorangetrieben hat.

So hat Medios seit 2014 eine spannende Anwendung auf Basis der Nahinfrarotspektroskopie entwickelt. Hierbei handelt es sich um eine physikalische Analysetechnik im Bereich des kurzwelligigen Infrarotlichts, im folgenden NIR-Analyse genannt.

Medios hat die NIR-Analyse im Bereich der Authentifizierung von Arzneimitteln getestet. Dabei geht es insbesondere darum, Original-Fertigarzneimittel von Arzneimittelfälschungen zu unterscheiden. Gefälschte Arzneimittel können für die Betroffenen fatale Auswirkungen haben. Weil sich aber mit gefälschten Medikamenten und Präparaten, die über dubiose Kanäle aus dem Ausland auf den deutschen Markt (zurück)kommen, viel Geld verdienen lässt, tauchen solche Präparate immer wieder auf. Logisch, dass zumindest stichprobenartige Kontrollen notwendig sind.

Herkömmliche Analyseverfahren weisen allerdings gewaltige Nachteile auf. So kann es etwa bei der Chromatographie oder der Massenspektroskopie beispielsweise bis zu einer Woche dauern, ehe die Identifizierung abgeschlossen ist und endgültig feststeht, ob es sich um ein Originalprodukt handelt oder nicht. Viel gravierender ist jedoch die Tatsache, dass für diese herkömmlichen Verfahren in der Regel Proben entnommen werden müssen. Die damit einhergehende Öffnung der Verpackung zerstört indessen die Sterilität der Wirkstoffe. Damit sind sie unbrauchbar und müssen laut Gesetzgeber vernichtet werden.

Letzteres ist insbesondere für die Medikamente relevant, mit denen Medios täglich im Handel und im Herstellbetrieb zu tun hat. Schließlich geht es hier um Präparate, die in der Regel einige tausend Euro kosten. Jedes Präparat, das durch eine Probe zerstört wird, kostet damit viel Geld.

Die Vorteile des auf Basis der NIR-Analyse entwickelten Verfahrens liegen auf der Hand: eine

Beurteilung des Medikaments innerhalb weniger Minuten wird möglich, ohne das zu analysierende Produkt öffnen und damit unbrauchbar zu machen. Durch die Analyse wird nicht nur die Echtheit der Substanz, sondern im selben Arbeitsschritt auch die Unversehrtheit der Verpackung überprüft.

Medios produziert die NIR-Messgeräte nicht selbst, sondern greift auf marktübliche Hardware zurück. Auf Basis dieser hat Medios eine nicht-invasive Lösung entwickelt, mit der die NIR-Analyse auf Feststoffe und auch auf flüssige Medikamente angewendet werden kann.

Das NIR-Messgerät ist für sich genommen allerdings wie ein Laptop ohne Betriebssystem: wenig brauchbar. Um das Gerät sinnvoll einsetzen zu können, ist eine umfangreiche Referenz-Datenbank notwendig, mit der die Messergebnisse abgeglichen werden können. Diese Datenbank hat Medios aufgebaut und erweitert sie fortlaufend.

Der Aufbau einer solchen Datenbank mag sich für den Laien trivial anhören; ist es aber nicht. Medios benötigte hierfür mehrere Jahre. Denn die Messtechnik muss sowohl bei einer breiten Palette von Medikamenten als auch bei einer jeweils repräsentativen Stichprobe angewendet werden. Und da die Präparate pro Einheit mehrere tausend Euro kosten können, kann solch eine Datenbank eigentlich nur dann effizient aufgebaut werden, wenn man – wie bei Medios der Fall – im normalen Betrieb regelmäßig Zugriff auf diese teuren Medikamente hat. Der Nachbau einer vergleichbaren Datenbank stellt somit für Wettbewerber eine echte Hürde dar. Darüber hinaus hat Medios wesentliche Bestandteile des Analyseverfahrens zum Patent angemeldet.

Das Verfahren von Medios ist im Übrigen nicht nur dafür geeignet, Fälschungen aufzudecken. Es kann ebenso angewendet werden, um zu prüfen, inwieweit Medikamente ihre ursprüngliche molekulare Struktur verloren haben. Das kann beispielsweise dann der Fall sein, wenn sie abgelaufen sind oder die notwendige Kühlkette unterbrochen wurde. Im Rahmen der Entwicklung von neuen Medikamenten kann mit dem Verfahren bei klinischen Studien außerdem eindeutig festgestellt werden, welcher Proband das echte bzw. das Placebo erhalten hat.

Medios wendet dieses Verfahren bereits seit einiger Zeit innerhalb des eigenen Herstellbetriebs an. Angesichts der vielfältigen Einsatzmöglichkeiten und des enormen Nutzens ist es jedoch naheliegend, dies als Dienstleistung auch anderen pharmazeutischen Unternehmen anzubieten. Dass genau dies das langfristige Ziel ist, hat Medios schon im Geschäftsbericht 2017 angedeutet.

Somit besteht die reelle Chance, dass neben Handel und Herstellbetrieb mit der Analyse von Arzneimitteln künftig ein dritter Geschäftsbereich entsteht. Pharmazeutische Unternehmen können bei jeder Analyse mitunter einige tausend Euro sparen, weil sie das Präparat nach der Analyse noch verkaufen können. Gleichzeitig entstehen Medios hierbei durch den Einsatz von EDV kaum variable Kosten. Für die Bepreisung dieser Dienstleistung besteht somit in jeglicher Hinsicht großer Spielraum. Aber wie auch immer die Arithmetik in diesem neuen Geschäftsmodell künftig aussehen sollte, eines ist klar: hohe Skaleneffekte sind sehr wahrscheinlich – was perspektivisch auch in der Medios-Marge auf Konzernebene fühlbar werden sollte.

Wesentliche Herausforderung bei einer solch neuen Anwendung ist es natürlich, erste Kunden zu gewinnen. Nachdem Medios für die Technologie im eigenen Herstellbetrieb mittlerweile selbst einen erfolgreichen *live Track Record* aufgebaut hat, sollte sich die Hürde für einen ersten Referenzkunden

deutlich gesenkt haben. Und sobald ein solcher Referenzkunde auf den Plan tritt, werden sich wohl auch die Börsianer mit dieser Thematik nochmals intensiver auseinandersetzen müssen.

DO&CO - Treffer!

Wir als Hannoveraner haben es bei unserem lokalen Fußballverein hautnah miterlebt: manchmal gelingt es dem Absteiger, in der nächsten Spielzeit unmittelbar wieder ins Oberhaus aufzusteigen. Ähnlich verhält es sich mit unserem Engagement beim österreichischen Flugzeug-Caterer DO&CO. (Wir mussten angesichts des desaströsen Saisonverlaufs lange überlegen, ob dieser Absatz die gleich folgenden, positiven Nachrichten sinnvoll einleiten kann...)

Im Investorenbrief Q4 2017 nahm das Unternehmen noch einen unrühmlichen Platz in unserer *Hall of Shame* ein; war es doch im letzten Jahr unsere größte Verlustposition. DO&CO musste durch die Pleiten von Air Berlin und Nikki herbe Rückschläge hinnehmen. Diese Schmach hat das Unternehmen zwischenzeitlich mehr als wettgemacht. Denn auch wenn das Jahr 2018 noch nicht vorbei ist, ist schon heute klar: im diesjährigen Jahresrückblick wird die Aktie ohne Zweifel einen Platz in der *Hall of Fame* finden.

DO&CO ist der langjährige Partner von Turkish Airlines für die Bordverpflegung und konnte damit über viele Jahre vom starken Wachstum der Fluglinie profitieren. Entsprechend hat das Unternehmen aber auch unter dem Gebaren des türkischen Präsidenten Erdogan und dem damit einhergehenden Verfall der türkischen Lira gelitten. Die Meldung, dass Turkish Airlines in Erwägung zieht, für den neuen Flughafen in Istanbul auf einen anderen Catering-Partner umzuschwenken, schickte die Aktie endgültig auf Talfahrt.

Gleichzeitig stellten die Türkei-Querelen die erfolgreiche Entwicklung des Unternehmens in anderen Regionen (die in der Summe viel mehr Ergebnis generieren als die Türkei) zwischenzeitlich vollkommen in den Schatten. Denn das Unternehmen hat nicht nur andere Fluglinien wie British Airways, Emirates, Etihad oder Cathay Pacific auf seiner Kundenliste, sondern beliefert beispielsweise auch Events wie die Formel 1 oder die Heimspiele des FC Bayern München in der Allianz-Arena.

Aus diesem Grund haben wir in mühevoller Kleinarbeit das Zahlenwerk von DO&CO auseinandergenommen. Dabei wurde versucht, das Türkeigeschäft fein säuberlich aus der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung herauszutrennen. Unser Ziel war es, einen fairen Wert für das Unternehmen zu ermitteln, der sich allein durch alle übrigen Aktivitäten rechtfertigen ließe. Das hat uns dann geholfen, den Türkei-Malus, der wie ein unsichtbares Damoklesschwert über der Aktie schwebte, in Zahlen zu fassen.

Das Türkeigeschäft trug zuletzt rund ein Drittel zum gesamten Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) bei. Das ist eine ganze Menge. Gleichzeitig hatte die Aktie nach dem Jahreswechsel aber auch mehr als 50% verloren – weswegen wir zwischenzeitlich geneigt waren, diese Gewichtung des Türkeigeschäfts anders zu interpretieren: die Türkei trägt *nur* ein Drittel zum Ergebnis bei. Ja, über den reinen Ergebnisbeitrag hinaus gab es natürlich auch verschiedene bilanzielle Aspekte, die sich aus Vermögenswerten in der Türkei vor dem Hintergrund einer abstürzenden Lira ergeben haben. Andererseits arbeitet DO&CO in der Türkei ausschließlich mit sogenannten *Cost Plus* Verträgen,

die eine vordefinierte Marge in Landeswährung sicherstellen. Darüber hinaus führte die fallende Lira zu noch stärker steigenden Umsätzen bei Turkish Airlines. Also, nicht so schlimm wie auf den ersten Blick gedacht.

Parallel dazu gab es positive Entwicklungen zu vermelden. Es wurde bekannt, dass DO&CO an der IAG Nordamerika-Ausschreibung teilgenommen hat. Dahinter verbergen sich die Cateringleistungen für alle British Airways und Iberia-Flüge. Allein diese Ausschreibung war gut für einen 9-stelligen Umsatzbeitrag. Bei einem Konzernumsatz von rund 900 Mio. Euro im letzten Geschäftsjahr ist dies eine bemerkenswerte Größenordnung.

Angesichts dieser Ausgangslage und einem Aktienkurs von rund 50 Euro, fühlten wir uns wohl damit, unsere Position in DO&CO aufzustocken. Denn auf dieser Basis war die Aktie fundamental gut abgesichert. Über die laufenden Ausschreibungen gab es zudem berechtigte Aussichten auf zusätzliche Wertbeiträge.

Eine erste schöne Überraschung ereilte uns dann im Juli. Offensichtlich kam Turkish Airlines nach langer Prüfung zu dem Ergebnis, dass man all die Jahre doch nicht so schlecht mit DO&CO gefahren (oder treffender: geflogen) war. Es wurde bekannt, dass Turkish Airlines und DO&CO wieder Catering-Verhandlungen aufgenommen haben; insbesondere auch für den neuen Flughafen in Istanbul. Dieses moderne Prestigeobjekt der türkischen Infrastruktur ist dreimal so groß wie der noch fertigzustellende Berliner Flughafen und soll sich zum neuen Drehkreuz für den fernen Osten entwickeln.

Die nächste erfreuliche Nachricht folgte im September. DO&CO wird ab Frühjahr 2020 tatsächlich auf zehn Jahre das Catering für alle British Airways-Flüge ab London-Heathrow und für Iberia-Express ab Madrid übernehmen. Was das für die Unternehmensentwicklung bedeutet, wird an einer einzigen Zahl deutlich: DO&CO wird allein durch diesen neuen Auftrag die Zahl der Mitarbeiter von derzeit 11.000 auf 15.000 erhöhen.

Wenig überraschend hat der DO&CO-Aktienkurs auf beide Nachrichten sehr positiv reagiert und notiert zwischenzeitlich wieder bei rund 75 Euro. Durch diesen rasanten Kursanstieg hat sich das Chance-Risiko-Profil der Aktie signifikant geändert. Deshalb haben wir den zwischenzeitlichen Sprung auf bis zu 80 Euro genutzt, um unsere Position zu realisieren.

Insofern stehen wir zwar aktuell bei DO&CO nur an der Seitenlinie, behalten das Geschehen aber auf jeden Fall weiter im Auge. Gerade (weitgehend) politisch getriebene Kursentwicklungen (Türkei, Brexit) können bei dieser Aktie schnell zu einer neuen, attraktiven Einstiegsgelage führen.

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 47353386](tel:+49051147353386) oder per E-Mail an info@paladin-am.com.