

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

EMMA Delta Finance plc Anleihe 2013 (17)

Im April 2014 stellten wir die Anleihe EMMA Delta Finance plc in unserem Investmentbericht vor. Im Dezember 2016 konnten wir das Investment, das aus der ersten großen Privatisierung von griechischen Staatsunternehmen als Teil der Gegenleistung Griechenlands für die im Jahr 2010 gewährten Hilfspakete durch die Europäische Union und den internationalen Währungsfonds entstanden ist, erfolgreich abschließen.

Am 12. August 2013 verkaufte der griechische Staat seinen Anteil von 33% (105,27 Mio. Aktien) am Lotterien- und Wettanbieter OPAP für 652 Mio. Euro an das tschechisch-griechische Konsortium EMMA Delta. Finanziert wurde der Kauf durch Einbringung von 272 Mio. Euro in die Transaktionsgesellschaft Emma Delta Hellenic Holdings Limited (EDHH). Weitere 400 Mio. Euro wurden über zwei gläubigerfreundliche, nach internationalem Recht begebene Anleihen der EMMA Delta Finance plc Erlöst. Unser Interesse galt einer der beiden Anleihen, die mit einer Stückelung von nur 250 Anteilen à 1 Mio. Euro und einer Endfälligkeit am 15. Oktober 2017 begeben worden war. Sie verzinst sich mit 8,5% p.a. Die Anleihe war vorrangig („First Lien“) mit den von EDHH gehaltenen OPAP-Aktien und den ihr daraus zustehenden Dividenden besichert. Im Fall eines Überschreitens der Beleihungsquote („Loan-to-Value“) von 45%, d.h. einer Unterschreitung des Börsenpreises von 5,3 Euro je

OPAP-Aktie, konnte der Gläubiger die Anleihe fällig stellen. Tatsächlich kostete eine Aktie inzwischen 11,0 Euro (Beleihungsquote: 22%). Die Überbesicherung betrug 362%, d.h. unsere Sicherheitsmarge zum Kaufzeitpunkt erlaubte einen Kursverlust von fast 80% auf 2,4 Euro je Aktie. So konnten wir die Schwankungen zwischen 5,4 und 13,6 Euro je Aktie während der Haltedauer unserer Anleihe gelassen wahrnehmen. Mit Wirkung zum 9. Dezember 2016 nutzte der Emittent dann sein Sonderkündigungsrecht. Er stellte die Anleihe vorzeitig fällig. Der Preis betrug 100%. Dieser bezog sich auf eine Staffel, die, beginnend jeweils am 15. Oktober eines Jahres, zur Rückzahlung von 108,5% (2013), 104,5% (2014) oder 100% (2015) des Nennwerts verpflichtete.

Gerne wären wir bis zur Endfälligkeit in der Anleihe investiert geblieben, denn OPAP besitzt ein starkes Vertriebsnetz und ist mit einem Anteil von 73% (1,4 Mrd. Euro) am jährlichen Bruttospielertrag der dominierende Marktführer in Griechenland. Hierzu trugen im Jahr 2015 rund 4,3 Mrd. an Spieleinsätzen und 2,9 Mrd. an ausbezahlten Gewinnen bei. Die Quote ist mit 67% langfristig stabil. Aufgrund einer im Jahr 2013 eingeführten Glücksspielsteuer in Höhe von 30% der Bruttoerträge hat das Geschäft zwar an Profitabilität eingebüßt, ist aber unverändert lukrativ. Nach Steuern wurde ein Gewinn von 210 Mio. Euro erzielt. Zudem schützt der griechische Staat die Ertragsbasis. Er hat OPAP das alleinige Betreiberrecht für sämtliche seiner Lotterien- und Sportwetten bis 2020 und 2030 verlängert.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky