

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
Rüingsdorfer Str. 2 e · 53173 Bonn

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüingsdorfer Straße 2e
53173 Bonn

Telefon: 0228/368840
Telefax: 0228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das erste Halbjahr 2019 unseres Sub-Advisors Rubicon Equities GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Rubicon Stockpicker Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch
Aufsichtsrat: Dr. Maximilian Zimmerer (Vors.), Wolfgang Fritz Driese (stv. Vors.), Alexander Pichler (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Halbjahresbericht 2019 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

wie immer möchten wir Ihnen zur Jahresmitte mit dem Investorenbrief mitteilen, wie sich das TGV Rubicon Stockpicker seit Jahresbeginn entwickelt hat und wie wir die derzeitige Positionierung des TGVs einschätzen.

Das Portfolio des TGVs umfasst aktuell 8 Positionen. Die Liquidität lag zum 28.06.2019 bei 3,5%.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	InVision AG	DE0005859698	22,3%	NAV am 28.06.2019	109,1
2	Eurotech	IT0003895668	20,1%	Anzahl Investments	8
3	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	15,8%	Gewichtung grösstes Investment	22,3%
4	La Française de l'Energie	FR0013030152	14,5%	Gewichtung Top-5 Investments	85,0%
5	Amaysim Australia LTD	AU000000AYS5	12,4%	Gewichtung Kasse	3,5%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum Halbjahresstichtag auf 9,4%¹. Der Dax ist im gleichen Zeitraum um 16,3% gestiegen.

	TGV Rubicon Stockpicker	Dax	Delta
2016 (2 Monate)	4,4%	7,7%	-3,3%
2017	1,1%	12,5%	-11,4%
2018	-1,4%	-18,3%	16,8%
H1 2019	5,1%	17,4%	-12,3%
total	9,4%	16,3%	-6,9%
per annum	3,4%	5,8%	-2,4%

Im ersten Halbjahr 2019 steht der positiven Performance des TGVs in Höhe von 5,1% ein Wertzuwachs des Dax 30 von beachtlichen 17,4% gegenüber.

Die TGV-Performance ist also insgesamt unter der Performance des Dax, wobei gleichzeitig

¹ Seit 2018 wird die Performance-Berechnung nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der NAV-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

die TGV-Volatilität sehr gering anmutet. Dieses Ergebnis erscheint uns aber eher zufällig! Eine Analyse der Wertentwicklung auf Ebene der Einzelpositionen zeigt eine andere Perspektive, bei der eine erhebliche Dynamik der Einzelpositionen deutlich wird – im Positiven wie im Negativen.

Positiv: Bezogen auf den Einstandswert liegt der Wertzuwachs von Gruppo MutuiOnline bei +97%; die MediQon Group AG stieg um +165%, die La Française de l'Énergie um 55% und Eurotech konnte gar ein Plus von beachtlichen +249% aufweisen.

Negativ: Diesen schönen Erfolgen stand ein Wertverlust von -37%² bei der Amaysim gegenüber, sowie ein sehr schmerzhafter Einbruch von rund 70% bei der Max21 AG. Aber auch der aktuelle Buchverlust von -27% bei der InVision AG reduzierte das Ergebnis des TGVs aufgrund der Positionsgröße erheblich.

Wie interpretieren wir dieses Zwischenergebnis nun in der Rückschau und was lässt sich angesichts dessen über die aktuelle Positionierung sowie zukünftige Chancen / Risiken sagen?

Enttäuschend ist ganz klar die Entwicklung der Max21 AG. Hier ist dem TGV ein dauerhafter Wertverlust entstanden, ein Umstand, den es eigentlich zu vermeiden gilt. Unsere damalige Empfehlungsthese beruhte auf 1) einem soliden digitalen Briefgeschäft, das langsam aber sicher an Fahrt aufnahm und 2) einem Cybersecurity Bereich mit Start-Up-Charakter (eine Option), der eine solide Wahrscheinlichkeit hatte, groß zu werden. Was ist seit dem TGV-Investment geschehen? Zum einen wurde das Cybersecurity-Start-Up erfolglos beendet. Die erhoffte Traktion auf Kundenseite wurde nicht erreicht und die Firma konnte ressourcenseitig dem enormen Tempo der deutlich stärker kapitalisierten Konkurrenz nicht folgen.

Zum Anderen hatte das scheinbar solidere Briefgeschäft damals doch noch nicht die Reife erreicht, die es gemäß unserer Analyse haben sollte. Wir waren sehr vom Produkt Binect-Cube überzeugt. Er hatte attraktive Unit-Economics und nachdem wir feststellen konnten, dass in der Tat viele kleinere Unternehmen einen Binect-Cube bestellt hatten, um Ihre Briefprozesse zu digitalisieren, empfahlen wir die Max21 im TGV hoch zu gewichten. Leider hatten wir uns zu früh gefreut, da ein bedeutender Teil dieser verkauften Cubes beim Kunden trotz größter Vertriebsbemühungen nie aktiviert wurde. Plakativ: Der Geschäftsführer/in hatte die Box gekauft, das Sekretariat wollte seine Prozesse aber nicht ändern und ging weiterhin zur Post.

Angesichts mangelnder Priorisierung der Kunden folgten teils erhebliche Retouren mit

² Die Aktie wurde allerdings mehrfach gehandelt, was die Gesamtbetrachtung erschwert.

entsprechenden Konsequenzen für das Geschäftsmodell des Binect Cubes.

Stand heute hat das verbleibende Briefgeschäft der Max21 zwar nach einer Refokussierung auf größere Kunden seinen Markt gefunden und entwickelt sich positiv. Die beschriebenen Probleme haben aber Werte aufgezehrt.

Den gerade beschriebenen dauerhaften Wertverlust sehen wir bei den anderen Positionen mit negativer Performance explizit nicht. Insbesondere die Buchverluste bei der InVision AG interpretieren wir als Schwankungen im Rahmen der normalen Volatilität und sehen im Gegenteil erhebliche Wertsteigerungspotentiale für die Zukunft. Mit der derzeitigen hohen Gewichtung der Gesellschaft im TGV-Portfolio würden sich diese extrem positiv auf das TGV auswirken.

Die Eurotech hingegen hat sich teilweise sogar noch besser entwickelt, als wir dies damals erwartet hatten. Zur Erinnerung: Wir sahen den damaligen Wert des Unternehmens schon nahezu gerechtfertigt durch die japanische Tochtergesellschaft. Neben einem erwartungsgemäß stabilen Altgeschäft im Bereich Embedded Computers sahen wir darüber hinaus enormes Potential im neuen Segment, dem Industriellen Internet-Of-Things (IIoT). Das TGV besaß lange Zeit 1.200.000 Aktien. Eurotech war zeitweise die größte Portfolioposition. Aber leider ist dieser enorme Erfolg aus Sicht des TGVs etwas getrübt. Nach mehreren extrem schwachen und verlustreichen Quartalen, sahen wir Risiken im Bereich Embedded Computers und empfahlen, die Position (vor dem enormen Aufschwung) auf letztlich 550.000 Aktien zu verkleinern.

Heute wissen wir: Die damalige Kundenzurückhaltung war eine ungewöhnliche, auch für das Management unverständliche Anomalie und löste sich im Nachgang auf. Würden wir in einem ähnlichen Fall wieder das Risiko reduzieren? Wahrscheinlich schon. Im konkreten Fall war aber sicherlich etwas Pech dabei.

Bei einer tieferen Analyse der Einzelpositionen lässt sich somit sicherlich sagen, dass das Portfolio deutlich volatiler sein kann, als dies derzeit in der Gesamtpformance sichtbar wird. Die besprochenen „Extremwerte“ Max21 AG und Eurotech sind anschauliche Beispiele, wo leicht andere Anlageempfehlungen bereits erhebliche Auswirkungen auf die Gesamtpformance gehabt hätten.

Positionierung des TGV-Portfolios

Soviel zur Rückschau. Aber was ist mit den Zukunftsperspektiven des Portfolios?

Diese Frage treibt uns als Sub-Adviser Tag und Nacht um. Derzeit gibt es kaum eine Branche, die nicht vor radikalen Veränderungen steht. Der Einzelhandel muss Antworten auf Amazon, Zalando und Co. finden; die Automobilbranche steht vor erheblichen Veränderungen, wobei das autonome Fahren sicherlich noch gravierendere Auswirkungen haben wird, als der aktuell heiß diskutierte Abschied vom Verbrennungsmotor. Die Versorger stehen vor der Energiewende; Markenartikler haben ebenfalls mit strukturellen Änderungen zu kämpfen und müssen die Ankunft von Sprachassistenten verarbeiten („Alexa ich brauche Batterien / eine Versicherung“). Nebenbei ändert Cloudtechnologie, Artificial Intelligence und Internet of Things (IoT) die Dynamik vieler Branchen, wobei man natürlich die drohenden Handelskriege und möglichen Veränderungen von Wertschöpfungsketten nicht vergessen darf.

Es gilt folglich durch ein höchst agiles Wirtschaftsumfeld zu navigieren, dessen Dynamik sich zukünftig sogar weiter beschleunigen wird. Erst kürzlich hat Facebook im Verbund mit weiteren mächtigen Spielern beispielsweise eine eigene Kryptowährung angekündigt. Der Ausgang dieses Experiments ist natürlich noch ungewiss. In unserer Wahrnehmung nimmt die Anzahl solch potentiell transformativer Initiativen jedoch täglich zu.

In diesem Zusammenhang sind vor allem Technologieunternehmen der Nasdaq, die von disruptiven Veränderungen profitieren, in aller Munde. Natürlich analysieren wir auch solche Unternehmen. Oft sind die Bewertungen aber dann so hoch, dass erhebliche Risiken weniger vom Geschäftsmodell, sondern von der Bewertungsseite drohen. Bewertungen in Höhe des 10-20-fachen des Umsatzes sind heutzutage für interessante Technologieunternehmen nicht wirklich ungewöhnlich.

In diesem Umfeld ein Portfolio zukunftsfruchtig aufzustellen, ist aus unserer Sicht die große Herausforderung. Wird das Portfolio diesem Anspruch gerecht? Wir arbeiten hart dran:

Das TGV hat aus unserer Sicht mit Eurotech und InVision starke Unternehmen und Managementteams im Portfolio, die die Zukunftsthemen IoT und Cloudcomputing mit attraktiven Chance-Risikoprofilen abdecken. In Italien, einem Markt mit noch relativ geringer Internetpenetration, ist das TGV über Gruppo MutuiOnline an ausgezeichneten und führenden Vergleichsplattformen beteiligt. Darüber hinaus profitiert der Business Process-Outsourcing-Bereich von Gruppo MutuiOnline von den sich bietenden Chancen der Digitalisierung und wird aus unserer Sicht so seinen Wettbewerbsvorteil weiter ausbauen.

In Australien sehen wir in der Amaysim eine extrem effiziente Softwareplattform gekoppelt mit einem modernen Contactcenter in Manila, um herkömmlichen, shopgebundenen Kundenservice von Telekomkonzernen und Energieversorgern technologiegetrieben zu verbessern. Vor diesem Hintergrund haben wir im 1. Halbjahr auch empfohlen, an der

Kapitalerhöhung der Amaysim teilzunehmen. In einer Zeit, in der die gesamte Branche sehr unter dem aktuellen Preiskampf leidet, konnte Amaysim durch diese Transaktion seine relative Stärke weiter ausbauen. In den nächsten Quartalen gilt es nun, diese Stärke auszuspielen und aggressiv in die Neukundengewinnung zu investieren oder gar einen kapitalschwachen Konkurrenten günstig zu übernehmen. Dies wird sich im nächsten Zyklus sicherlich auszahlen.

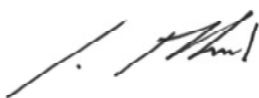
In Frankreich wiederum profitiert das TGV mit dem Investment in La Française de l'Energie (LFDE) von der Vermeidung schädlicher Klimagase und einer ständig wachsenden Menge an selbstproduziertem „grünem Strom“. LFDE bietet zudem mit umfangreichen Ressourcen an umweltfreundlichem Erdgas eine tolle Alternative zur Kohle.

Allein diese, aus unserer Sicht langfristig attraktiv positionierten Beispiele, repräsentieren 85% des Portfolios. Aber auch kleinere Wert, wie etwa die MediQon Group AG mit ihrer datengetriebenen Softwarelösung zur Optimierung der Gesundheitsversorgung, sind in spannenden und stark wachsenden Zukunftsmärkten unterwegs.

Fazit

Zusammenfassend können wir sagen, dass sich die sehr volatilen Einzelpositionen auf Gesamtportfolio-Ebene bis dato überraschend ausbalanciert haben. Dies wird wahrscheinlich nicht so bleiben. Wir arbeiten konstant daran, durch unsere Empfehlungen bleibende Wertverluste wie bei der Max21 zukünftig zu vermeiden und das Portfolio des TGVs vor dem Hintergrund eines sich rasant wandelnden Wirtschaftsumfeldes attraktiv zu positionieren. Mit spannenden Unternehmen in attraktiven Zukunftsmärkten, ausgezeichneten Management-Teams und attraktiven Bewertungsniveaus scheint uns das TGV-Portfolio aktuell sehr gut aufgestellt. Wir hoffen, dass sich dies in den kommenden Quartalen auch in der TGV-Performance widerspiegeln wird.

Wie immer an dieser Stelle wollen wir uns herzlich für das entgegengebrachte Vertrauen bedanken.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com