

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 Jahr 2017 unseres Sub-Advisors
Rubicon Equities GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Rubicon Stockpicker Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Jahresbericht 2017 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 10 Positionen. Die Liquidität lag zum 29.12.2017 bei 0,4%.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	Max 21 AG	DE000A0D88T9	15,1%	NAV am 29.12.2017	105,57
2	Amaysim Australia LTD	AU000000AYS5	14,9%	Anzahl Investments	10
3	Invision AG	DE0005859698	14,6%	Gewichtung grösstes Investment	15,1%
4	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	14,3%	Gewichtung Top-5 Investments	72,5%
5	Now Inc	US67011P1003	13,8%	Gewichtung Kasse	0,4%

Nachrichtlich: Songa Bulk AS + Eagle Bulk shipping Inc. 16,0%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zu Ende 2017 auf 5,6%. Der Dax hat sich im gleichen Zeitraum mit 21,2% signifikant besser entwickelt.

	TGV Rubicon Stockpicker Fund	Dax 30	(Delta)	Benchmark 6% p.a.	(Delta)
Seit 31.10.2016	5,6%	21,2%	-15,6%	7,0%	-1,5%
2016 seit Start	4,4%	7,7%	-3,3%	1,0%	3,4%
H1 2017	-3,0%	7,4%	-10,4%	3,0%	-6,0%
H2 2017	4,1%	4,8%	-0,7%	3,0%	1,2%

Wie bereits im 1. Halbjahr konstatiert, wäre es auch auf das Gesamtjahr 2017 gesehen deutlich besser gewesen, breit in den Dax zu investieren. Auch die europäischen Nebenwerte, der Schwerpunkt unseres Anlageuniversums, haben ihre beeindruckende Hausse weiter fortgesetzt. Die relative Under-Performance schmerzt.

Warum wir den breiten Markt eher gemieden haben und stattdessen vermehrt Nischen abseits der derzeit im Fokus stehenden Nebenwerte analysiert und empfohlen haben, hatten wir ja bereits im Halbjahresbericht ausführlich dargelegt.

Zur Erinnerung und weil diese Kennzahl die aktuelle Marktsituation aus unserer Sicht sehr prägnant zusammenfasst, möchten wir an dieser Stelle auf das Shiller-KGV hinweisen.

Das weit verbreitete Kurs-Gewinnverhältnis (kurz KGV) versucht in einer Kennzahl

auszudrücken, ob ein Unternehmen im Verhältnis zu seinem Jahresgewinn hoch oder niedrig bewertet ist. Oftmals wird dabei der diesjährige Gewinn mit der aktuellen Marktkapitalisierung verglichen. Diese Betrachtung vernachlässigt allerdings die Tatsache, dass Unternehmensgewinne zyklisch sind. In guten Jahren sind Gewinne besonders hoch, in schlechten Jahren sind sie besonders niedrig. Wir gehen davon aus, dass wir uns nach Jahren einer expansiven Geldpolitik und eines global nahezu gleichlaufenden Wirtschaftswachstums in einem zyklischen Hoch befinden. Dies bedeutet, dass Unternehmensgewinne tendenziell überdurchschnittlich hoch und Bewertungskennzahlen folglich relativ zu klein ausfallen. Das Shiller-KGV verwendet nicht den aktuellen Unternehmensgewinn, sondern einen Durchschnitt der vergangenen Jahre und korrigiert also für den Zyklus. Im Ergebnis möchte man so die durchschnittliche Ertragskraft der Unternehmen über den gesamten Konjunkturzyklus ermitteln.

Derzeit befindet sich das Shiller-KGV auf einem Niveau, das zuvor lediglich im Jahre 1929 kurz vor der großen Finanzkrise erreicht und nur in der New-Economy-Hausse überschritten wurde.

So weit so beunruhigend. Gleichzeitig muss man allerdings zugestehen, dass das Shiller-KGV noch den Zeitraum der Finanzkrise abdeckt und sich der Trend steigender Gewinne zumindest in absehbarer Zeit nicht zu drehen scheint. Auch sind Bewertungen immer relativ zum Zinsniveau zu betrachten. Bei geringen oder gar negativen Zinsen verschieben sich somit Bewertungsniveaus – eine Entwicklung, die derzeit z.B. auch bei städtischen Wohnimmobilien zu sehen ist. Wo Investoren noch vor wenigen Jahren 5-6% Rendite verlangten, geben sie sich heute bereits mit 2-3% zufrieden. Dadurch verdoppelt sich bei konstanten Gewinnen automatisch die Bewertung.

Im Ergebnis stellt sich für uns die Situation folgendermaßen dar: Mit Blick auf die aktuelle Ertragskraft der Unternehmen erscheint die Bewertung der breiten Aktienmärkte vertretbar (aber nicht günstig) und ein Ende des Aufschwungs ist konkret nicht absehbar. Wir sind jedoch keine Momentum-Trader (derzeit eine sehr erfolgreiche Strategie). D.h. wir haben nicht den Ansatz etwas zu einer vertretbaren Bewertung zu empfehlen, in der Hoffnung, später jemanden zu finden, der bereit ist einen noch höheren Preis zu zahlen. Gleichzeitig sehen wir das Risiko einer Verschlechterung des derzeit einhellig positiven ökonomischen Gesamtbildes. Vor diesem Hintergrund suchen wir unterbewertete Unternehmen. Und diese glauben wir, wenn überhaupt, dann eher in Nischen finden zu können.

Entwicklung der TGV Portfolio-Unternehmen

1. Investments im maritimen Sektor

Nach langen harten Jahren, insbesondere in der Dry-Bulk-Schifffahrt, mehren sich die ersten positiven Anzeichen. Aufgrund der Orderzurückhaltung in den vorangegangenen Krisenjahren ist in 2018 nur ein sehr schwaches Flottenwachstum zu erwarten. Zwar ziehen langsam die Neubestellungen bei asiatischen Werften wieder an, das Zeitfenster für eine Ablieferung in 2019 schließt sich jedoch schnell. Zudem wird ab 2020 mit regulatorischen Verschärfungen gerechnet, die den Weiterbetrieb älterer Tonnage deutlich verteuern werden. Die derzeitigen Neubestellungen treffen somit also auch auf notwendigen Ersatzbedarf.

Von der Angebotsseite her ist somit nach vielen Jahren endlich einmal „das Feld bestellt“. Natürlich kann eine Rezession, insbesondere in China, jede Markterholung stoppen. Angesichts eines aktuell breiten globalen Wirtschaftswachstums gibt es aber mehr als berechtigte Hoffnung auf ein Nachfragewachstum, welches das Angebot deutlich übertrifft. Ideale Voraussetzungen für steigende Charterraten und somit attraktive Cashflows der TGV Portfolio-Unternehmen. Und wenn in der Schifffahrt die Märkte einmal fundamental drehen, dann meistens deutlich.

2. Nebenwerte mit interessanten Optionalitäten

In diesem Subsegment des TGV Portfolios haben sich unsere Erwartungen trotz aller Chancen derzeit noch nicht erfüllt. Wir haben daher versucht, mit entsprechenden Empfehlungen zu reagieren:

Eurotech

Wie schon in unserem letzten Brief skizziert, hat sich aus unserer Sicht das Chance-Risikoprofil der Gesellschaft verschlechtert. Wir haben daraufhin empfohlen die Position zu reduzieren. Zum Jahreswechsel lag die Gewichtung bei knapp 6% des Portfolios. Mit dieser Gewichtung fühlen wir uns nun durchaus wohl, zumal sich die Profitabilität des Altgeschäfts in den letzten Monaten spürbar verbessert hat und wir das IoT-Geschäft nach wie vor extrem spannend finden. Wir werden die Gesellschaft weiter eng begleiten und bei Bedarf Nachjustierungen der Portfoliogewichtung empfehlen.

Max21

Bei der Max21 AG haben sich unsere bereits zum Halbjahr geäußerten Vermutungen bestätigt. Der Verkauf der Cubes (Binect GmbH) lief wie geplant. Allerdings taten sich die Kunden mit der Inbetriebnahme schwer. Insbesondere bei kleineren Versendern fehlte auf

Anwender Ebene der Wille, gewohnte Prozesse zu ändern und die Chancen der Technologie zu nutzen. Überraschend viele verkaufte Cubes haben daher die avisierten Sendungsvolumina in der Praxis nicht erreicht.

Als Reaktion hierauf konzentriert sich das Unternehmen nun verstärkt auf das Enterprise-Geschäft, d.h. das Geschäft hochwertiger Lösungen für Versender größerer Volumina. Hier ist Prozessoptimierung oft erklärtes Managementziel und gewonnene Projekte werden kundenseitig auch mit Nachdruck umgesetzt. Die Re-Fokussierung scheint bereits erste Erfolge zu zeigen. So konnte die Gesellschaft im Q3-Bericht über eine gut gefüllte Vertriebspipeline berichten. Bereits am Jahresanfang 2018 soll operativ der Break-even erreicht werden.

Bei der KeyIdentity GmbH sind die Verkaufszyklen im Großkundengeschäft weiterhin sehr lang. Daher hat auch hier eine Re-Fokussierung des Vertriebs stattgefunden. Neben den Großkunden soll noch stärker der Mittelstand aktiv bearbeitet werden. Cyber Security im Allgemeinen und Multifaktor-Authentifizierung im Besonderen sind derzeit hoch aktuell. Die Firma muss das sehr positive Momentum nutzen und in wiederkehrende Umsätze transformieren. Für die KeyIdentity wird derzeit der Break-Even im H2 2018 anvisiert.

Wir sind von den Themen Digitalisierung / Cyber Security sehr überzeugt, halten das Max21 Management Team weiterhin für ausgezeichnet und möchten den Prozess noch näher begleiten. Daher haben wir uns entschlossen, das Angebot eines Aufsichtsratsmandats für Herrn Lars Ahns anzunehmen. Aus unserer Sicht überwiegen die Chancen zur Mitgestaltung deutlich die Restriktionen, die es als Organ eines Unternehmens zu beachten gibt.

3. Exzellente, unterbewertete Aktien

Bei den Unternehmen der Kategorie 3 gibt es aktuell wenig zu berichten. Gruppo MutuiOnline und Amaysim verbessern ständig ihren Marktauftritt und wachsen erfreulich und hoch profitabel. Es ist für uns eine Freude, wenn wir die Unternehmensentwicklung in derart kurzer Weise abhandeln können.

Wie schon in unserem letzten Investorenbrief beschrieben, sind exzellente, unterbewertete Unternehmen unsere Lieblingskategorie. Das Ziel der letzten 6 Monate war es daher, noch stärker auf die Kernaspekte exzellenter Unternehmen zu fokussieren: Integres Management, tolle Geschäftsmodelle, starke Marktpositionen und gute Kapitalallokation.

Neuengagements

Wir denken, dies ist uns mit Empfehlungen zu zwei spannenden neuen Zugängen im TGV Portfolio gelungen, über die wir mit Freude berichten:

Now Inc.

Dank eines Hinweises der Kollegen Mathias Saggau / Jan Mohr wurden wir auf Now Inc. aufmerksam. Bei dem Unternehmen handelt es sich um einen Distributor in der amerikanischen Öl- und Gasindustrie mit einer starken Marktstellung und einer äußerst soliden Bilanzstruktur.

Nach dem Einbruch des Ölpreises im Jahre 2014 wurde die gesamte Branche von einer ausgeprägten Investitionsstarre getroffen. Dies hatte für nahezu alle Marktteilnehmer erhebliche Konsequenzen und führte auf Ebene der Now Inc. zu einer Umsatzhalbierung. In einem Geschäft mit erheblichen Fixkosten sind die Effekte auf der Ertragsseite natürlich gravierend. Ähnlich wie im maritimen Sektor, verfolgen wir hier also auch eine anti-zyklische Investitionsstrategie und erhoffen uns dadurch attraktive Renditen für das TGV.

Aus allen Öl- und Gas-Unternehmen haben wir jedoch insbesondere Now Inc. empfohlen, da wir es für ein exzellentes Unternehmen halten. So ging das Unternehmen mit einer äußerst soliden Bilanz und einer starken Marktstellung in die Krise. Diese Stärke nutzte das Management, um mit mehreren Akquisitionen die bereits starke Marktposition sukzessive auszubauen. Offensichtlich wird die Gesellschaft von guten Kapitalallokatoren geführt – eines unserer Kernkriterien. Insbesondere, da man die Effekte guter Kapitalallokation über lange Zeiträume nur schwerlich überschätzen kann. Darüber hinaus wird aus unserer Sicht das klassische Distributionsgeschäft sehr klug digitalisiert und in den höhermargigen Bereichen von Value-Added-Solutions weiterentwickelt.

Natürlich besteht bei diesem Investment ein Ölpreisisiko. Allerdings ist die Gesellschaft schon jetzt operativ Break-even und bilanziell trotz der umfangreichen Zukäufe weiterhin sehr solide aufgestellt. Ein Ende der aktuellen Investitionsschwäche können wir daher in Ruhe abwarten. Sollte die anhaltende Investitionszurückhaltung jedoch einmal zu steigenden Ölpreisen und damit zu einer sich belebenden Investitionstätigkeit führen, winkt eine erhebliche Kurssteigerung.

InVision AG

Mit großer Freude können wir seit Dezember auch endlich die InVision AG als eine Kernposition im TGV Portfolio begrüßen. Wir begleiten die Gesellschaft schon seit vielen Jahren sehr eng, haben uns jedoch aufgrund einer aus unserer Sicht hohen Bewertung in

den letzten Jahren gegen eine entsprechende Kauf-Empfehlung entschieden.

Bei der InVision AG handelt es sich vor allem um einen Anbieter von Workforce Management-Lösungen für Callcenter. Die Algorithmen des Unternehmens optimieren Schichtpläne der Callcenter-Mitarbeiter in direkter Abstimmung mit dem prognostizierten Arbeitsaufwand, d.h. dem Volumen der eingehenden Anrufe. Hierdurch wird die Kostenseite der Call Center signifikant entlastet, die Servicequalität für den Kunden verbessert und auf Mitarbeiterebene mehr Flexibilität bei der Einsatzplanung ermöglicht.

Ergänzt wird dieses Angebot durch eine E-Learning-Plattform, mit der diverse Fortbildungsmaßnahmen für Call Center Mitarbeiter digital organisiert werden können. Dies umfasst Schulungen zur Gesprächsführung, den Umgang mit Regulierung oder auch unternehmensspezifische Produktschulungen.

In einer nicht zu unterschätzenden Transformationsphase hat InVision all diese Anwendungen in den letzten Jahren auf hochmoderne Cloudplattformen gehoben, d.h. nahezu gänzlich auf Cloudtechnologie neu programmiert sowie die gesamte Unternehmenskultur agil ausgerichtet.

Diese Transformation bietet die Möglichkeit, das bestehende Produktangebot extrem kosteneffizient und hochgradig skalierbar auszuweiten und völlig neue Anwendungswerkzeuge zu kreieren. Ein weiterer, aus unserer Sicht oft unterschätzter Gesichtspunkt: Durch die Transformation ist die InVision AG zu einem hochgeschätzten Arbeitgeber in der (Entwickler)-Community aufgestiegen und kann so auch herausragende Talente im Kampf um die besten Köpfe für sich gewinnen. Ein entscheidender Wettbewerbsvorteil.

Die hochgesteckten Erwartungen an das Wachstumspotential der Invision wurden in den letzten Quartalen klar verfehlt. Wir sehen das als ein rein temporäres Vertriebsproblem und haben keinen Anlass die Einschätzung zum Unternehmen generell zu ändern. Für uns war dieser Kursverfall daher eine hochwillkommene Gelegenheit, den Kauf dieses tollen Unternehmens zu rund 1/3 früherer Höchstpreise zu empfehlen.

Die jahrelange innovative Transformationsarbeit hat enormes Potential und sollte mittel- bis langfristig zu erheblichem und sehr margenstarkem Wachstum führen. Wir freuen uns sehr darauf, die Firma in diese Zeit zu begleiten.

Zusammenfassung

Mit der derzeit erzielten Performance sind wir natürlich nicht zufrieden. Allerdings interessiert uns weniger eine Jahresperformance, als vielmehr eine erfolgreiche Entwicklung über den gesamten Markt- und Konjunkturzyklus.

Mit diesem Ziel vor Augen, sehen wir das aktuelle TGV Portfolio sehr gut positioniert. Jedes einzelne Portfoliounternehmen hat erhebliches Potential und ist aus unserer Sicht günstig bewertet. Wir blicken mehr denn je voll Zuversicht auf die Entwicklung der kommenden Monate und Jahre.

Danke für Ihr Vertrauen!



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com