

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 Jahresbericht 2017 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Jahresbericht 2017 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

TGV Truffle kann als Erfolg bezeichnet werden, wenn die Performance langfristig sowohl höher als 6% p.a. beträgt, als auch die in Euro gemessene Performance der Berkshire Hathaway A-Aktie übertrifft. Jeder Investor in TGV Truffle kann mittels eines Investments in Berkshire eine liquide, kostengünstige, diversifizierte und hervorragend geführte Anlage tätigen. Gleichzeitig muss auch in absoluten Beträgen merkliche Rendite erzielt werden, um die Kaufkraft des investierten Kapitals zu erhöhen.

In der bisherigen Existenz von TGV Truffle wurde nach allen Kosten der Vergleichsmaßstab der 6% p.a. leicht übertroffen und der Vergleichsmaßstab Berkshire leicht verfehlt. Glückwunsch Warren! Der Erkenntnisgewinn ist jedoch begrenzt, da es TGV Truffle noch nicht sonderlich lange gibt. Ich bin mir unsicher, ab welchem Punkt es sich mit Blick auf die Performance lohnt, einen repräsentativen Zwischenstand zu verkünden. Vielleicht nach fünf Jahren, also Ende 2020? Vielleicht eher später. Auf jeden Fall sollte mindestens eine starke Korrektur am Kapitalmarkt in diesen Zeitraum gefallen sein, denn dort werden oft die Schwächen einer Strategie offenbart.

Kurzfristig lohnt es sich jedoch, die Kursentwicklung mit der operativen Entwicklung in den investierten Unternehmen zu vergleichen. Hier stimmt es mich positiv, dass insbesondere in 2017 meine Schätzung des fundamentalen Werts der Portfoliounternehmen erheblich stärker gestiegen ist, als die Kurse der Unternehmen. Insofern bin ich trotz der bereits erfreulichen Kursperformance in 2017 erwartungsvoll, was die künftige Rendite des TGV Truffle Portfolios angeht.

Messen und Wiegen

Wie gewohnt zunächst an dieser Stelle die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zum TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

| | |
|-------------------------------|--------|
| NAV zum 31.12.2017 in EUR | 120,96 |
| Zahl der Investments | 9 |
| Gewichtung größtes Investment | 26,6% |
| Gewichtung Top-5 Investments | 78,3% |
| Gewichtung Kasse / Festgeld | 0,4% |

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Amaysim

Microsoft

Now

Tripadvisor

Tucows

| Zeitraum | TGV Truffle (in EUR) | Berkshire (in EUR) | (Differenz) ¹ | 6% p.a. Benchmark | (Differenz) ¹ |
|---------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|
| 2015 ² | -12,5% | -10,0% | (-2,5%) | +4,5% | (-17,0%) |
| 2016 | +18,1% | +27,5% | (-9,4%) | +6,0% | (+12,1%) |
| 2017 | +17,0% | +6,9% | (+10,1%) | +6,0% | (+11,0%) |
| Seit Auflage ³ | +21,0% | +22,6% | (-1,6%) | +17,4% | (+3,5%) |

Portfolioveränderungen

Die wesentliche Änderung im TGV Truffle Portfolio über die letzten sechs Monate war der Kauf von Tripadvisor. Das Geschäftsmodell ist einfach erklärt: Das Unternehmen bietet eine Plattform, auf welcher Menschen Bewertungen zu Hotels, Restaurants, Aktivitäten etc. abgeben können. Diese Seite stellt eine tolle Ressource für viele Reisende dar, insbesondere wenn es um die Planung von Reisen an unbekannte Orten geht. Für Hoteliers und Gastronomen stellt Tripadvisor einen sehr wichtigen Kundenakquise-Kanal dar und gute Bewertungen auf Tripadvisor werden gerne als Werbung verwendet. Die Firma verdient ihr Geld damit, dass sie für die Vermittlung von Kunden von der Webpage (oder aus der App) zur jeweiligen Buchungsseite, zum Hotel oder zum Tischreservierungsanbieter eine Kommission erhält. Dieses Geschäftsmodell ist hochgradig profitabel und ermöglicht Wachstum ohne die Investition von zusätzlichem Kapital. Der Online-Reisemarkt ist stark umkämpft und Internet-Giganten wie Google probieren mit ihren lokalen Werbeprodukten und Karten-Apps, Firmen wie Tripadvisor das Wasser abzugraben. Dennoch schien im dritten Quartal 2017 für 455 Million

¹ Rundungen können zu kleineren Abweichungen in den Differenzen führen.

² 31.03.2015 – 31.12.2015

³ Seit 31.03.2015

verschiedene Nutzer der Besuch von Tripadvisor lohnenswert. Weiterhin wächst die Zahl dieser Nutzer mit ca. 16% pro Jahr und die Zahl der Bewertungen auf der Plattform mit mehr als 40% pro Jahr.

Ich verfolge Tripadvisor seit der Ausgliederung aus Expedia vor mehr als fünf Jahren. Ein Erlebnis von damals bleibt mir bis heute im Kopf: ich bereiste Kambodscha und fuhr aus Phnom Penh ins ca. acht Stunden entfernte Kratie, um dort eine vom Aussterben bedrohte Flussdelfinart zu beobachten. Im recht ländlichen Kratie angekommen, fand ich unseren Hotelier mit einem Eimer Farbe beim Bemalen seiner Eingangstür vor. Er probierte sich am Bildnis einer bunten Eule (dem Logo von Tripadvisor), denn sein Hotel wurde jüngst als bestes Hotel Kraties bei Tripadvisor bewertet. Die Firma verschickt dazu Aufkleber mit dem Schriftzug „Tripadvisor Traveller’s Choice“, doch unser Gastgeber wollte nicht so lange darauf warten. Das Standing bei Tripadvisor war ihm zu wichtig! Ähnliche Geschichten habe ich seither unzählige Male an verschiedenen Orten weltweit erlebt. Die Bewertung auf Tripadvisor ist für die weltweite Reiseindustrie das mit weitem Abstand wichtigste Qualitätssiegel.

Bisher fehlte es mir für die Empfehlung zum Investment an Klarheit in zwei Aspekten. Erstens: Wie viel muss Tripadvisor für User investieren, welche über die Google Suchmaschine auf die Website kommen? Zweitens: Kann Tripadvisor die vielen Nutzer besser in Umsätze konvertieren, insbesondere auf mobilen Endgeräten? Zu Punkt eins ist zu sagen, dass es noch vor wenigen Jahren ein einträgliches Geschäftsmodell war, in der Google-Suchmaschine auf allgemeine Schlagworte wie „Hotel in New York“ zu bieten. Tripadvisor konnte so Kunden akquirieren, diese über ein Hotel informieren und an der Weiterleitung an eine Buchungsseite immer noch eine Marge erzielen. Diese Auktion für Google Keywords ist über die Zeit effizienter (sprich teurer) geworden. Heute ist die relativ plumpe Akquise von Usern über generische Suchwörter nicht mehr profitabel. Lange war unklar, wie hoch der Anteil des Gewinns aus dieser Nutzergruppe am Gesamtgewinn von Tripadvisor war. Da dieser Gewinnbeitrag wahrscheinlich weiter erodieren würde, traute ich mich lange nicht, die Ertragskraft von Tripadvisor bei der Unternehmensbewertung zuverlässig einzuschätzen. Hier ergab sich jedoch in den letzten Monaten erhebliche Klarheit, als dass sowohl Tripadvisor wie auch zahlreiche Wettbewerber ihre Werbung auf Google deutlich reduzierten – ohne jedoch eine Auswirkung auf den Gewinn zu bemerken. Dies spricht dafür, dass die Auktionspreise auf Schlagwörter im Reisemarkt nahe des Break-evens angekommen sind, hier also nur noch wenig Beitrag zum Gesamtgewinn von Tripadvisor enthalten ist.

Der zweite vormals unklare Punkt – die zukünftige Erhöhung des Umsatzes pro Nutzer – wurde in letzter Zeit ebenfalls deutlich klarer. Es scheint, als ob Tripadvisor die auf mobilen Endgeräten recherchierenden Nutzer substantiell besser zu Buchungen bewegen kann. Insbesondere bei der Bewertung und Recherche von Restaurants – die oft unterwegs auf dem Smartphone erfolgt – gibt es viel Rückenwind. Nutzer sind immer mehr bereit, direkt mobil in einer App ein Restaurant zu reservieren

und immer mehr Restaurants bieten diesen Service an. Tripadvisor sollte daher in der Lage sein, sich den Wettbewerb gegenüber Restaurants erheblich besser bezahlen zu lassen.

Tripadvisor hat eine gute Chance, mittelfristig USD 300 Mio. pro Jahr in frei verfügbarem Cash-Flow zu erzielen. Auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung stellt dies eine Rendite von rund 6% dar. Weiterhin liegen rund 10% der Marktkapitalisierung als überschüssige Liquidität auf der Bilanz, welche nach der jüngsten US-Steuerreform den Aktionären zufließen sollte. Das Management von Tripadvisor erwartet langfristig zweistellige Umsatzsteigerungen. Dies halte ich bei der aktuellen Wachstumsrate der Nutzerzahl und den Potentialen, den Umsatz pro Nutzer zu erhöhen, für sehr gut erreichbar. Gleichzeitig ist die Kostenbasis von Tripadvisor im Wesentlichen fix und eine Umsatzsteigerung von z.B. 10% sollte sich in Steigerungen des operativen Gewinns von mehr als 15% widerspiegeln. Diese Kombination aus Wachstum und Rendite sollte auf dem aktuellen Kurs eine attraktive Rendite über die kommenden Jahre ermöglichen.

Ein Wort zum Management: CEO und Gründer Steve Kaufer beeindruckt mich als Unternehmer, welcher bewusst kurzfristige und schmerzhaftes Investments tätigt, um langfristig eine gute Ernte einzufahren. Dies ist leicht gesagt, doch in der extrem kurzfristigen Welt der Investoren in großen Technologiefirmen ist solches Verhalten selten und unbeliebt. Es handelt sich daher um ein Managementteam, welches zwar den fundamentalen Wert der Firma steigert, die Bewertung dieses Unternehmenswertes am Kapitalmarkt jedoch teils extrem schwankt. Nur ein kleiner Teil des weltweit verwalteten Vermögens kann bewusst solche kurzfristig-brutalen Kursschwankungen im Tausch für langfristige Performance in Kauf nehmen, denn regelmäßig bedeutet schlechte Performance in einem Quartal der Verlust von Kunden und/oder Job.

Im Kontext der langfristigen Investorenbasis von TGV Truffle und der nicht-institutionellen Entscheidungsprozesse bei sowohl Fondsmanager und Sub-Advisor, sehe ich Situationen wie aktuell bei Tripadvisor als den absoluten „Sweet Spot“ der Trüffelsuche an.

Indien

Wie im Halbjahresbrief angekündigt, habe ich von September bis Dezember in Indien gelebt, um den dortigen Markt besser kennen zu lernen. Eine Handvoll indische Firmen beobachte ich seit einigen Jahren und Ziel der Reise war es, das Wissen über diese Firmen auszubauen. Weiterhin wollte ich einige neue, interessante Unternehmen auf mein Radar bekommen. Alles in allem war die Reise ein voller Erfolg und ich kann Indien als Reiseland wärmstens empfehlen. Ein besonderes Highlight der Reise war die Interaktion mit lokalen Investoren. Aus dem Kreise der Truffle-Investoren hatte ich im Vorfeld den Kontakt zu einer Reihe ausgezeichneter lokaler Investoren bekommen. Sie alle nahmen sich viel Zeit,

den jungen deutschen Investor etwas an die Hand zu nehmen und an den größten Untiefen des Marktes vorbei zu lotsen. Ich bin dankbar für diese Begegnungen und konnte viel lernen.

Ich würde gerne einige investment-bezogene Eindrücke aus Indien teilen:

1. Automatisierung

Eine der Erfolgsgeschichten der indischen Exportwirtschaft ist der Aufbau der IT-Outsourcing-Industrie über die letzten 20 Jahre. Ein Treiber dafür ist die hohe Zahl an gut ausgebildeten, jungen und englischsprachigen Arbeitskräften. Diese Armee an Arbeitern ist bis heute in der Lage, standardisierbare Prozesse – von Buchhaltung über Programmiertätigkeiten bis hin zu Hotlines – zu deutlich geringeren Lohnstückkosten als in der westlichen Welt anzubieten. Hieraus entstand über Jahrzehnte eine Win-Win-Win-Situation. Westliche Firmen konnten Dienstleistungen zu niedrigeren Kosten einkaufen, ein Oligopol großer indischer Outsourcing-Anbieter verdiente Margen von bis zu 40% und junge Menschen konnten direkt nach der Uni Jobs erledigen, welche teils den zehnfachen Lohn ihrer Eltern zahlten.

Der Knackpunkt ist, dass viele manuelle Tätigkeiten (insbesondere im IT-Sektor) in den nächsten 10 Jahren von Maschinen übernommen werden. Diese Situation ist nicht nur auf die IT-Branche beschränkt: Allgemein ist der Anteil an manueller Arbeit in Indien enorm hoch. Es ist zum Beispiel üblich, sich ab einem gewissen Einkommenslevel einen Fahrer zu leisten. Jeder Aufzug in besseren Hotels wird durch einen Aufzugbediener betrieben. Teils sind diese Jobs vollkommen sinnlos und repetitiv. So wird beispielsweise ein Flugticket zwischen Einscannen beim Boarding und Betreten des Flugzeugs nicht selten drei oder vier weitere Male überprüft. Mir erscheint es jedoch, als wäre die Bereitstellung sehr vieler einfacher Arbeitsplätze ein wichtiger Teil des indischen Gesellschaftsvertrages. Anders als in Westeuropa gibt es kaum ein staatliches Sozialsicherungssystem. Durch das Anbieten vieler einfacher Jobs vermeidet die indische Gesellschaft eine zu hohe Arbeitslosigkeit und sozialen Unmut. Fraglich ist von daher, in wie fern sich die indische Gesellschaft durch Automatisierung ändert wird. Kann der jetzige Gesellschaftsvertrag bestehen bleiben, wenn Millionen Menschen durch Maschinen ersetzt werden?

2. Unternehmertum

So sehr mir der vorgenannte Punkt Sorgen bereitet, so sehr beeindruckt mich die Findigkeit und der Unternehmergeist der Inder. Der Großteil der Arbeitsplätze in Indien liegt im so genannten informellen Sektor. Ein Tourguide, eine Ingenieurin oder ein Handwerker sind meist selbstständig oder scheinselfständig beschäftigt. Natürlich entstehen durch solche Organisationsformen diverse Probleme. So zahlen beispielsweise weniger als 5% der Inder

Einkommenssteuer. Eine weitere Konsequenz des hohen Maßes an Selbstständigkeit ist jedoch eine hohe Resilienz gegenüber Veränderungen und ausgeprägte Tüchtigkeit dieser vielen hundert Millionen Kleinunternehmer (und insbesondere auch Kleinunternehmerinnen). Somit dürften Arbeitsplätze in Indien mehr als in anderen Ländern von steigender Automatisierung bedroht sein, doch stimmt mich die unternehmerische Anpassungsgabe vieler Inder gleichzeitig positiv.

3. Änderung durch Reformen

Es ist in hohem Maße beeindruckend, welche Reformen Indien in den letzten fünf Jahren angestoßen hat. Die größten Maßnahmen sind dabei (1) eine biometrische Erfassung aller Bürger, (2) die Angleichung von unterschiedlichen bundesstaatlichen Umsatzsteuersätzen auf eine landesweit einheitliche Umsatzsteuer und (3) die Abschaffung zweier Bargeld-Losgrößen zum Zwecke der Korruptionsbekämpfung bei zeitgleicher regulatorischer Stärkung elektronischer Zahlungsmethoden. Im täglichen Wirtschaftsleben führen diese drei Maßnahmen zu einer erheblichen Steigerung der Effizienz. So musste vormals bei einer Lieferung zwischen einzelnen indischen Bundesstaaten eine Einfuhrdeklaration erstellt bzw. Zoll entrichtet werden, was nicht nur zu Kosten, sondern auch zu Verzögerungen geführt hat. Der aggregierte ökonomische Effekt der Reformen sollte klar positiv ausfallen. Allerdings frage ich mich, in wie fern die Wettbewerbsvorteile vieler indischer Geschäftsmodelle in den vergangenen Jahrzehnten einfach auf das geschickte Taktieren mit lokaler Regulation zurück zu führen sind. Es ist nämlich auffällig, dass eine Reihe von Firmen in Indien erheblich höhere Kapitalrenditen zeigen als vergleichbare Geschäftsmodelle in anderen Ländern. Bei näherer Betrachtung scheint es so, als würden die hohen Kapitalrenditen insbesondere durch sehr schwer replizierbare Distributionskanäle erklärt werden können. Oft ist es eintretenden Wettbewerbern nur schwerlich möglich, über viele Jahre kalibrierte Lieferlogistik in Indien „über Nacht“ zu kopieren. Hier kann es sehr gut sein, dass dieser Wettbewerbsvorteil eher ein Symptom des Vor-Reform-Indiens ist und die bisher erzielten Kapitalrenditen mancher Firmen über kurz oder lang erodieren werden.

4. Einstellung

Der positivste Eindruck verbleibt von der Fortschritts-Haltung der Inder. Durch die Bank ist ein Wille nach Wachstum und sozialem Aufstieg zu merken. Beeindruckend ist dabei stets die Überzeugung, dass dieser Aufstieg aus eigener Kraft und auch vor Ort in Indien möglich ist. Der oft beschriebene Aufstieg von Familien in die wachsende Mittelschicht und das Interesse an Teilhabe am wirtschaftlichen Aufstieg Indiens ist wirklich allorts zu spüren. Den Menschen sind

die Insignien des Erfolgs (bestimmte Marken bei Motorrädern, Kleidung, Handys) enorm wichtig und an Motivation, sich mehr materiellen Reichtum leisten zu können, mangelt es augenscheinlich nur selten. Mich hat dabei ein wenig überrascht, dass selten von Auswanderung aus Indien die Rede war. Zwar haben meine Gesprächspartner gelegentlich im Ausland studiert oder konnten oft andere Länder bereisen, der Lebensmittelpunkt und die Zukunft der eigenen Karriere wird jedoch stets in Indien gesehen. Dies ist, insbesondere im Kontext einer riesigen globalen indischen Diaspora und damit verbundener Mobilitätsoptionen, beachtlich.

5. Grenzen des Research

Direkt nach Wiederkehr nach Deutschland begann ich mit der intensiven Recherche eines in UK und Deutschland tätigen Unternehmens. Ich kenne die Firma schon lange, aufgrund jüngster Veränderungen habe ich jedoch die Vermutung, dass der Wert des Unternehmens erheblich höher liegen könnte, als vormals gedacht. Als Sekundärerkenntnis ist mir dabei klar geworden, wie viel einfacher und direkter die Analyse eines lokalen Unternehmens ist, wenn man vor Ort ansässig ist. Man kann die Hotline anrufen, Probestellungen durchführen, sich mit einer Reihe von Kunden unterhalten und diverse Wettbewerber testen. Natürlich ist dies per se für mich auch bei indischen Unternehmen möglich. Allerdings ist die Demut vor lokalen Besonderheiten wichtig und es gibt viele Geschäftsmodelle, die ein indischer Investor viel besser bewerten kann als ich. Es gibt nur eine kleine Gruppe von indischen Firmen, bei denen ich mich traue, den Kundennutzen, die Wettbewerbssituation und das Management aus der Ferne und durch regelmäßige Besuche einzuschätzen. Diese Gruppe an Firmen ist jedoch kleiner als ursprünglich gedacht und hat sich durch meinen längeren Aufenthalt in Indien ziemlich verändert. Mit dieser selektiven Gruppe von Firmen fühle ich mich allerdings sehr wohl und vielleicht kommt es eines Tages hier zu einer Investmentempfehlung.

Leseempfehlung

Es ist schwer, Indien für einige Monate zu bereisen, ohne dabei stundenlange Bahnfahrten erlebt zu haben. Kurz vor einer dieser Reisen bekam ich von einer Freundin den Tipp, auf der Onlinepräsenz von „The Guardian“ den Bereich „The Long Read“ zu durchstöbern. Diese Artikel waren auf den anschließenden Fahrten wunderbare Begleiter und haben mir viele Perspektiven eröffnet. Es handelt sich bei den „Long Reads“ um hervorragend recherchierte Artikel über meist zeitgenössische, Gesellschaftsthemen. Wenig geht über die Lektüre von dutzenden „Long Reads“ auf einer Fahrt im Schlafabteil in Indien. Mittlerweile sind sehr viele dieser Artikel verfügbar und oft verlieren die Inhalte mit der Zeit nicht an Bedeutung. Um mein Lesesum dieses Genres aufrecht zu erhalten, habe ich mir ein auf hiesige Verkehrsmittel angepasstes Leseverhalten angewöhnt: Die Zeit, die auf einem

Kurzstreckenflug vom Hinsetzen über Start bis zur Getränkeausgabe vergeht, reicht ziemlich genau für die Lektüre eines „Long Reads“. Probieren Sie es einmal aus, es lohnt sich!

Ausblick

Ich darf Sie im Namen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV herzlich zu unserem alljährlichen Investorentreffen am 16.06.2018 nach Bonn einladen. Kommen Sie gerne im Juni nach Bonn, um mehr über die Investmentaktiengesellschaft zu erfahren und das Team hinter den Kulissen kennen zu lernen! Eine offizielle Einladung geht Ihnen in den kommenden Wochen zu.

Bis dahin Ihnen alles Gute

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH