

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 1. Halbjahr 2015 unseres Sub-Advisors MSA Capital für das Teilgesellschaftsvermögen „Partners Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch
Aufsichtsrat: Udo Behrenwaldt (Vors.), Helmut Höfer (stv. Vors.), Dr. Eckart John von Freyend (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital
Bankverbindung: HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, IBAN: DE42 3003 0880 0012 1330 06, BIC: TUBDDEDD

Bonn im Juli 2015

Sehr geehrte Anleger,

der NAV des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Juni 2015 bei 96,29 Euro. Die Performance des TGV lag in den ersten drei Monaten seit Bestehen bei (-3,71 %). Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von (-8,53 %) erzielt.

Eine Aussage oder Analyse der Performance während dieser Zeit ist nicht sinnvoll, da ein Zeitraum von nur drei Monaten kein relevanter Maßstab für eine Bewertung darstellt. Was sich jedoch sagen lässt: auch wenn sich die meisten Aktienmärkte immer noch in der Nähe ihrer Höchststände befinden, habe ich zahlreiche aussichtsreiche Investments für unser Portfolio gefunden.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund:

Da das TGV Partners Fund zu rund 90 % investiert ist, möchte ich diesen Brief zum Anlass nehmen, Ihnen exemplarisch drei Unternehmen im Detail vorzustellen. Anhand dieser werde ich Ihnen erklären, welche Art von Unternehmen ich für das TGV suche und wie es investiert ist. Ich gebe Ihnen dabei solche Informationen, von denen ich denke, dass ich diese an Ihrer Stelle als wichtig erachten würde und werde nunmehr halbjährlich über den Stand unseres TGVs berichten.

Von den 16 Unternehmen, in die das TGV investiert ist, möchte ich an dieser Stelle die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auflisten:

- Admiral Group
- Distribution NOW
- Google
- Microsoft
- TGS Nopec
- Amazon
- Dolby Laboratories
- Leucadia
- National Oilwell Varco
- Verisign

Diese zehn Beteiligungen entsprechen rund 70 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von ca. 360 Mrd. US-Dollar, das kleinste von weniger als 10 Mio. Euro. Das TGV Partners Fund hat keine Präferenzen hinsichtlich der Größe von Unternehmen, von Ländern, Währungen oder Branchen. Ich halte bei der Empfehlung potentieller Investments ausschließlich an folgenden Kriterien fest:

1. Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens verständlich?
2. Hat das Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
3. Handelt das Management rational, integer und begreift es seine Aktionäre als Partner?
4. Ist der Preis, den wir für die Aktien des Unternehmens bezahlen, attraktiv?

Allen Unternehmen im TGV ist gemein, dass es sich um bemerkenswerte Unternehmen handelt, deren Aussichten ich langfristig als positiv einschätze und die zu guten Preisen, gemessen an dem von mir unterstellten inneren Wert, erworben werden konnten.

Bei fast allen Unternehmen handelt es sich um herausragend gute Geschäftsmodelle, bei denen ich sehr große Wettbewerbsvorteile sehe. Folglich erzielen die meisten Unternehmen im TGV dank ihrer Wettbewerbsvorteile hohe Renditen auf ihr eingesetztes Kapital. Zudem verfügen sie meist über

geringe oder gar keine Verschuldung. Dies mag zwar, in Zeiten niedriger Zinsen und scheinbar kostenloser Liquidität keine große Rolle spielen, sorgt aber dafür, dass die Unternehmen bei der nächsten wann auch immer auftretenden Krise, nicht so leicht aus der Bahn geworfen werden können.

Alle Unternehmen werden von einem Management geführt, welches ich als integer ansehe. Viele Manager haben die Unternehmen in der Vergangenheit phantastisch entwickelt und werden dies hoffentlich auch noch lange Zeit weiter so fortsetzen. Die meisten Unternehmungen im TGV werden darüber hinaus durch ihre Gründer geführt und haben starke Eigentümer und Ankeraktionäre. Diese haben gezeigt, dass sie die Minderheitsaktionäre als Partner ernst nehmen.

Unternehmen im Bereich Öl und Gas

Rund ein Viertel des Portfolios, verteilt auf vier Unternehmen, steht im Zusammenhang mit der aktuellen Krise im Öl- und Gasbereich. Ich folge einigen Unternehmen in diesem Bereich intensiv seit vielen Jahren.

Durch neue Produktionsmethoden, vor allem durch das horizontale Bohren in tieferen Gesteinsschichten, das sogenannte Fracking, hat es in den USA in den letzten Jahren im wahrsten Sinne des Wortes einen Ölrausch gegeben. Nachdem in kürzester Zeit immer mehr Gesellschaften zusätzliches Öl und Gas förderten und den Markt mit Angebot überschwemmten, verhielt sich der Preis dieser beiden Rohstoffe wie im Lehrbuch: Er fiel plötzlich, heftig und in kürzester Zeit um etwa die Hälfte von über 100 USD pro Barrel Öl auf 50 USD pro Barrel Öl. Dies führte in der Folge zu einer schweren Krise in der Öl- und Gasindustrie, deren Ende heute noch nicht abzusehen ist.

Nun können Zeiten von Krisen und großem Pessimismus für den langfristigen und vorbereiteten Investor gute Chancen bereithalten. Bei der Suche nach Investments konzentriere ich mich darauf, Unternehmen auszuwählen, die einen wichtigen und dauerhaft benötigten Teil der Wertschöpfungskette abdecken, starke Wettbewerbsvorteile besitzen, keine Schulden haben und durch ein bewiesenermaßen langfristig denkendes und konservativ wirtschaftendes Management geführt werden. Alle Unternehmen, in die wir in diesem Bereich investiert haben, verfügen über eine hervorragende finanzielle Flexibilität, um die gegenwärtige Krise zu nutzen, ja sogar gestärkt aus ihr hervorzugehen. Bei keinem Unternehmen sehe ich den Bestand auch bei einer mehrere Jahre andauernden Krise ernsthaft gefährdet.

Ein weiterer Teil des Portfolios ist in sogenannte „Mega-Caps“ investiert, Unternehmen mit milliardenschwerer Marktkapitalisierung. Es ist die weit verbreitete Meinung, dass Marktineffizienzen vor allem bei kleinen und illiquiden Unternehmen vorherrschen und eine Outperformance bei diesen Unternehmen wahrscheinlicher ist. Es stimmt mit Sicherheit, dass große Unternehmen stärker im Fokus der Märkte stehen, mehr Analysten diese Unternehmen beobachten und deutlich mehr Aktionäre mit den Aktien dieser Unternehmen handeln. Es bedeutet aber nicht, dass große Unternehmen schlechtere Investments sein müssen oder kleine Unternehmen per se immer zu bevorzugen sind.

Meiner Meinung nach liegt unser Wettbewerbsvorteil vor allem darin, eine außergewöhnlich langfristige Perspektive einnehmen zu können. Lag die durchschnittliche Haltedauer von Aktien vor dreißig Jahren im Schnitt noch bei mehreren Jahren, ist sie heute auf wenige Monate geschrumpft. Wenn Sie als Investment-Manager oder Anlageberater im Quartalsrhythmus gemessen werden, dann machen Sie sich wahrscheinlich wenige Gedanken über die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen, die über einen Zeitraum von drei Jahren hinausgehen. Hinzu kommt, dass passive Indexfonds einen

immer größeren Teil des Marktes abdecken und in sich keinerlei Entscheidungen über die Qualität und die Entwicklung von Einzelunternehmen treffen.

Es ist wichtig zu verstehen, dass ich nicht davon ausgehe, schlauer zu sein als anderen Investoren – mit Sicherheit nicht – aber alleine die Möglichkeit, einen Planungshorizont von fünf Jahren und mehr einnehmen zu dürfen, reduziert die Anzahl potentieller Wettbewerber für uns drastisch.

Unter diesen Voraussetzungen sind einige dieser großen „Megacaps“ wie z.B. Google oder Microsoft, langfristig außerordentlich attraktiv, da sie derzeit ähnlich wie der Gesamtmarkt bewertet werden, strukturell aber völlig andere Aussichten haben als das durchschnittlich am Markt gehandelte Unternehmen. Diese langfristig positiven Eigenschaften, verbunden mit hohen Wettbewerbsvorteilen, günstiger Bewertung und höchster Liquidität der gehandelten Aktien, lassen diese Unternehmen aus meiner Sicht aktuell sehr attraktiv erscheinen.

Nachfolgend möchte ich Ihnen drei Unternehmen näher erläutern.

Admiral Group PLC

Bei Admiral handelt es sich um eine KFZ-Direktversicherung aus Großbritannien. Vor erst zwanzig Jahren durch das immer noch aktive Management-Team um Henry Engelhardt und David Stevens gegründet, wirbelt Admiral seit vielen Jahren den Markt für Autoversicherungen in Großbritannien durcheinander.

Versicherungen sind ein Geschäft, bei dem dauerhafte Wettbewerbsvorteile äußerst selten sind. Es benötigt schon eine starke Kultur und Organisation, um von einer herausragenden Versicherung sprechen zu können. Admiral ist in vielen Facetten eine außergewöhnliche Organisation und agiert meist völlig anders als normale Versicherungen, oftmals entgegen dem gültigen Konsens. Ansässig in Cardiff/Wales, weit abseits von London, wo die meisten britischen Versicherungen ihren Hauptsitz haben, hat Admiral eine faszinierende Unternehmenskultur, ein starkes Kostenbewusstsein und seit vielen Jahren die mit Abstand günstigste Kostenstruktur der Branche. Bei einem Besuch vor Ort habe ich mir selbst ein Bild davon machen können.

Dies macht sich in phänomenalen Kostenquoten gegenüber den Konkurrenten und daraus folgend einer außerordentlich hohen Profitabilität bemerkbar (Admiral UK-Expense Ratio 2014: 14,4 % vs. UK-Markt: ~25% - nicht nur eine andere Liga, sondern eine andere Welt in der Versicherungsbranche). Die erzielten Kostenvorteile gibt Admiral regelmäßig an die Versicherten weiter und sorgt so für dauerhaft günstige Prämien im Verhältnis zu den Wettbewerbern. Ein wesentlicher Treiber des historischen Prämienwachstums bei Admiral ist die immer stärkere Verbreitung und Nutzung von Preisvergleichsseiten im Internet. Diese Internetseiten vergleichen die günstigsten Angebote verschiedener Versicherungen miteinander und machen das Leben für die Versicherungen immer schwerer, weil sie Transparenz schaffen. Admiral inseriert und betreibt seit Jahren selbst solche Webseiten in verschiedenen Ländern und braucht sich dank niedriger Kosten dort nicht zu verstecken.

Prinzipiell ist es im Versicherungsgeschäft sehr leicht, Marktanteile und neue Kunden zu gewinnen. Man muss einfach nur die Preise für neue Policen stark genug senken und schon kommen die Kunden in Strömen und man gewinnt Marktanteile auf Kosten der Wettbewerber. Ziemlich sicher verliert man mit diesem Verhalten in wenigen Jahren viel Geld, wenn die mit der Versicherungspolice verbundenen Risiken nicht richtig gepreist wurden. Sehr viel schwieriger ist es, die richtigen Risiken zu zeichnen und dabei gleichzeitig profitabel zu wachsen. Admiral hat diesbezüglich sowohl eine phantastische Historie bei Wachstum als auch bei Profitabilität und Risikoabschätzung.

Das Investment kam zustande, da sich der Markt für KFZ-Versicherungen in Großbritannien in einer schwierigen Phase befindet. Die durchschnittlichen Versicherungsprämien sinken seit über drei Jahren

und stehen auch weiterhin unter Druck, während die Kosten für Schäden wachsen. Keine leichte Zeit, um Umsätze und Profite zu steigern. Für das Jahr 2014 konnte Admiral trotz solider Gewinne erstmals seit der Jahrtausendwende kein Rekordergebnis vermelden. Zusätzlich versucht Admiral seit einigen Jahren, im Ausland (USA, Spanien, Italien, Frankreich) Fuß zu fassen und sein bewährtes Modell auch dort auszurollen. Die dafür notwendigen umfangreichen Investitionen führen zu Anlaufverlusten und mindern den aktuellen Gewinn. Es scheint aber, dass diese Investitionen erste Früchte tragen. Sollte nur einer dieser Versuche dauerhaft gelingen, wäre dies sehr positiv für den Wert dieser Beteiligung.

Amazon

Mit Sicherheit kennen Sie das Unternehmen Amazon. Die meisten von Ihnen sind wahrscheinlich begeisterte, einige fanatische Kunden. So geht es jedenfalls mir.

Dennoch kenne ich wenige Value-Investoren, die im Moment ebenfalls Aktionäre bei Amazon sind, obwohl das Unternehmen offensichtlich so rasant wächst, extrem eng mit den Kunden verbunden ist und von einem langfristig orientierten Gründer und Unternehmer geführt wird. Das am meisten vorgebrachte Argument lautet, dass Amazon noch nie einen nennenswerten Profit erwirtschaftet habe und daher teuer, bzw. überbewertet sei. Dem kann ich in dieser Form nicht zustimmen.

Es ist richtig, dass Amazon bis heute noch keinen wesentlichen Gewinn erzielt. Richtig ist aber auch, dass Amazon dies aus gutem Grund nicht tut. Seit der Gründung des Unternehmens werden von je her fortlaufend und sehr systematisch immense Beträge in die eigene Zukunft investiert. So wird seit dem Börsengang jedem Geschäftsbericht auch der erste, sehr lesenswerte „Brief an die Aktionäre“ aus dem Jahr 1997 beigelegt. Dort schreibt der Gründer und CEO Jeff Bezos¹: *„Wir werden mutige statt zaghafter Investmententscheidungen treffen, wenn wir die hinreichende Chance sehen, die Vorteile einer Marktführerschaft zu erreichen. Einige dieser Investments werden sich auszahlen, andere werden dies nicht tun und wir werden aus beiden Fällen wertvolle Lektionen erzielen.“* Aus diesem Verständnis heraus hat sich Amazon in kurzer Zeit weit über einen Buchladen im Internet hinaus entwickelt. Mit dem Kindle wurden E-Books revolutioniert, die Amazon-Seiten im Internet für dritte Anbieter geöffnet (Marketplaces) und andere Dienstleistungen wie bspw. Amazon Web Services gestartet. Wer hätte vor der Einführung des Kindle gedacht, dass innerhalb weniger Jahre mehr elektronische Bücher verkauft werden könnten als herkömmliche?

Amazon hat eine sehr enge Verbindung mit seinen Kunden. Viele besuchen die Webseite mehrmals wöchentlich. Dies ermöglicht es, zahlreiche Produkte, Projekte und Ideen auszutesten und gleichzeitig und kostengünstig hunderten Millionen von Kunden zugänglich zu machen. Zahlreiche dieser Initiativen (Amazon Web Services, Prime Instant Video, Amazon Publishing) werden sehr wahrscheinlich bestehende Märkte von Grund auf verändern und einige haben phantastische ökonomische Eigenschaften, die bei Erfolg einen hohen Wert haben. Heute jedoch sind sie verlustbringend und ihr Potential nicht ausreichend in der Bewertung berücksichtigt. Zusätzlich haben wir mit Jeff Bezos einen Unternehmer im Boot, der gezeigt hat, dass er diesen Wert sehr gut versteht und zu heben vermag.

TGS Nopec

¹ *"We will make bold rather than timid investment decisions where we see a sufficient probability of gaining market leadership advantages. Some of these investments will pay off, others will not, and we will have learned another valuable lesson in either case."*

TGS Nopec produziert digitales Kartenmaterial für die Öl- und Gasindustrie. Diese Daten geben Auskunft über die Beschaffenheit von tieferen Gesteinsschichten und sind bei der Exploration und der Produktion von Ölfeldern unabdingbar.

Die Idee, Seismographen zur Kartographierung des Untergrundes einzusetzen, wurde in Deutschland in den zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts entwickelt. Nachdem ein Schallsignal in den Boden gesendet wird, können mit Hilfe der durch verschiedene Gesteinsschichten zurückgeworfenen Schallwellen, Aussagen über die Beschaffenheit des Untergrundes gemacht werden. In der Öl- und Gasindustrie werden diese seismischen Daten bei praktisch jeder Bohrung genutzt, um die Trefferquote beim Bohren zu erhöhen. Mit der Ausweitungen der Bohrungen auf den Meeresgrund wurden auch spezielle Schiffe benötigt und entwickelt, um diese Karten auf dem Meer („Offshore“) anzufertigen. Angesichts dessen, dass die Kosten einer Offshore-Bohrung bis zu 100 Mio. USD pro Bohrung betragen können, ist es verständlich, dass die Ölgesellschaften möglichst viele Daten vor Bohrbeginn zur Erhöhung ihrer Trefferwahrscheinlichkeit ermitteln wollen.

Bis in die achtziger Jahre hinein gab es ausschließlich Firmen, die solche seismischen Karten auf Bestellung für die großen Ölgesellschaften produzierten. Diese Art der Kartenerstellung stellt heute immer noch den wesentlichen Teil des Marktes für seismische Lösungen dar. Bei einer Kontraktfahrt gehen die Daten nach der Aufnahme in das Eigentum der Ölgesellschaft über und können nicht durch Dritte wiederverwendet oder eingesehen werden. Ein paar Jahre später kamen die beiden Firmen TGS in den USA und Nopec in Norwegen unabhängig voneinander auf die Idee, dass es ökonomisch günstiger ist, ein größeres Areal auf einmal abzufahren, die Kosten durch mehrere Parteien zu teilen und später sogar für Dritte zugänglich zu machen. Das sogenannte Multi-Client-System war geboren, bei dem der Besitz der Daten bei der aufnehmenden Gesellschaft verbleibt und diese Daten später weiterverkauft werden können. Nach einer Fusion zwischen TGS und Nopec wurde TGS Nopec 1998 an der Osloer Börse gelistet. Da es genug Gesellschaften gab, welche die hoch spezialisierten Schiffe und die benötigte Technik für Kontraktfahrten vermieteten, ersparte man sich von Anfang an den kapitalintensiven Kauf eigener Schiffe und mietete ausschließlich bei Bedarf zu. Ein phantastischer Glücksgriff! Mit diesem wenig kapitalintensiven und sehr variablen Modell unterschied man sich wesentlich von allen bestehenden Wettbewerbern und konzentrierte sich ausschließlich darauf, das beste Datenmaterial für den Kunden zur Verfügung zu stellen.

Die Grundlage für die Auslastung der weltweiten Spezialschiffsflotte und die Nachfrage nach seismischen Daten ist eng an den Ölpreis gekoppelt. Bei hohen Preisen ist die Auslastung hervorragend und die Schiffe sind entsprechend profitabel. Bei fallenden Ölpreisen wirken die Schiffe wie ein Fluch. Die Branche hat eine lange Historie von ökonomischen Schiffbrüchen und Totalverlusten. Und dennoch schafft es kein Marktteilnehmer sich von seiner Flotte zu trennen und ein unökonomisches Geschäft aufzugeben. Versunkene Kosten – im wahrsten Sinne des Wortes. Ich schätze, dass in der gesamten Branche in den letzten fünfzehn Jahren das investierte Eigenkapital keinen nennenswerten wirtschaftlichen Ertrag erzielt hat. Von einem freien Cashflow ganz zu schweigen, da regelmäßig alles überschüssige Kapital in den Bau neuer, besserer und vor allem größerer Schiffe investiert wurde. Diese Konstellation war auch für die Aktionäre der anderen Gesellschaften katastrophal, da die Unternehmen gerade in Krisenzeiten Aktien ausgegeben haben, um frisches Kapital aufzunehmen wobei die alten Eigentümer regelmäßig ausradiert wurden; so auch in den letzten zwölf Monaten.

Anders bei TGS Nopec, deren Fokus nicht die Auslastung der eigenen Schiffe, sondern das Verbessern der eigenen Datenbank ist. Die Kombination aus der ausschließlichen Konzentration auf Multi-Client Daten (mit hervorragenden ökonomischen Eigenschaften) und der Philosophie, in einer sehr zyklischen

Branche kaufmännisch vorsichtig und ohne Schulden zu arbeiten, war in der Vergangenheit extrem profitabel und die Renditen auf das investierte Kapital waren auch ohne Hebel durch Fremdkapital außerordentlich hoch. Zudem versteht das Management die Vorteile einer äußerst variablen Kostenbasis auszuspielen und hat durch mehrere Zyklen bewiesen, dass eine der wichtigsten Eigenschaften beim Investieren ist, „Nein“ sagen zu können. Denn anders als die Wettbewerber kann es sich TGS erlauben, auch in schlechten Zeiten „Nein“ zu sagen und Disziplin zu bewahren.

Nach mehreren Jahren, in denen ich dem Unternehmen nun folge, wann immer ich Robert Hobbs, den CEO oder Kristian Johansen den COO oder andere leitende Manager getroffen habe, war ich immer wieder von der Weitsicht und dem Fokus der handelnden Personen und der hohen Qualität des Geschäftsmodells begeistert.

Ich hoffe, ich konnte Ihnen an Hand dieser Beispiele aufzeigen, welche Art von Unternehmen ich bei der Empfehlung für das TGV Partners Fund bevorzuge. Wenn Sie Fragen bezüglich des Briefes oder des TGV Partner Funds haben, stehe ich Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Als Partner im Fonds können Sie auch zu der Performance des TGVs beitragen: je besser ich die im TGV enthaltenen Firmen kenne und verstehe, desto bessere Entscheidungen werde ich treffen können. Daher freue ich mich über passende Referenzen. Sollten sie also eine passende Referenz zu den oben genannten 10 Unternehmen kennen, dann würde ich mich über einen Kontakt sehr freuen.

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau