

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 2016 unseres Sub-Advisors
Rubicon Equities GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Rubicon Stockpicker Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Bonn, im März 2017

Liebe Investoren,

das TGV Rubicon Stockpicker Fund wurde am 31.10.2016 aufgelegt und wir freuen uns außerordentlich, hiermit als Sub-Advisor unseren ersten Investorenbrief vorzulegen.

Vor dem Verfassen des Briefes haben wir uns gefragt, wie eine aussagekräftige Berichterstattung am besten auszusehen hat? Nach langer Diskussion über Art und Form, haben sich für uns insbesondere 2 Kernziele des Reportings herauskristallisiert: Natürlich wollen wir über die Entwicklung des Portfolios und die relevanten Performance-Kennziffern informieren. Aber fast noch wichtiger ist es uns, über die Investmentannahmen und die operative Situation der Portfoliounternehmen zu berichten.

Punkt 1 ist klar. Natürlich gilt es in erster Linie, die Aktivitäten im Portfolio, die Zahlen und die Performance darzulegen. Hierzu haben wir mit einem anfänglich halbjährlichen Rhythmus einen Zyklus gewählt, der gut zu unserem Anlagestil passt. Wir verfolgen einen langfristigen Anlagehorizont und werden erfahrungsgemäß nicht empfehlen, die Portfoliostruktur kurzfristig zu ändern. Sollte wider Erwarten die Portfolioaktivität nicht mit dem 6-monatigen Berichtszyklus harmonieren, werden wir diesen entsprechend anpassen.

In diesem Zusammenhang werden wir die Portfolioperformance nicht nur darlegen, sondern auch messen und bewerten. Als Maßstab für die Bewertung der Performance haben wir uns – neben der absoluten 6%-Hürde – für den Dax entschieden. Allerdings kann ein solcher Vergleich erst über einen Zeitraum von mehreren Jahren zu sinnvollen Aussagen über die Qualität eines Investors führen. Daher ist aus unserer Sicht – gerade in den ersten Monaten und Jahren – die Darstellung und Entwicklung der wichtigsten Portfoliounternehmen (unser 2. Kernziel) viel aussagekräftiger und wir werden ihr vor diesem Hintergrund mehr Raum einräumen. Uns ist es wichtig, den Investoren transparent zu machen, warum wir ein Unternehmen empfehlen und wie wir die Chancen und Risiken ex ante einschätzen. Eine Analyse dieser Einschätzungen im Zeitablauf erscheint uns deutlich relevanter, als der Blick auf kurzfristige Börsenbewegungen bzw. der kurzfristige Performanceabgleich mit dem Index.

Davon abgesehen haben wir schlicht Spaß daran, von interessanten Unternehmen und Ideen zu berichten. Wir hoffen, der eine oder andere Anleger teilt unsere unternehmerische

Begeisterung. Am Ende steht natürlich eine Performance-Kennzahl. In der Zwischenzeit sind alle Anleger über das TGV Teilhaber an Unternehmen mit Menschen, Ideen, Hoffnungen und Produkten, die ihren spannenden Weg im Auf und Ab der Märkte gehen.

Performance der vergangenen Periode

Da der Fonds am 31.10.2016 aufgelegt wurde, bezieht sich die vergangene Periode lediglich auf die Monate November und Dezember 2016.

	TGV Rubicon Stockpicker Fund	Dax 30	(Delta)	Benchmark 6% p.a.	(Delta)
Seit 31.10.2016	4,4%	7,7%	(-3,2%)	1,0%	(3,4%)

Welche Portfoliositionen wurden seit Auflage des TGVs aufgebaut? Wir sehen uns als Stockpicker, die mit einem Bottom-up-Ansatz attraktive Chance-Risikoverhältnisse auf den Märkten suchen. Dies ist in der aktuellen Marktsituation nicht gerade leicht. Der allgemeine Börsenaufschwung, getragen von einer sehr expansiven Geldpolitik der führenden Notenbanken, geht aktuell ins 8. Jahr. In unserem Kernsegment, den europäischen Nebenwerten, haben die meisten Aktienfonds weiterhin starke Zuflüsse und suchen bei teils rekordhohen Indexständen nach Anlagemöglichkeiten. Darüber hinaus drängen zunehmend sogar vormals reine Bondsinvestoren in die Aktienmärkte, um den außergewöhnlich niedrigen Zinsen auf den Rentenmärkten zu entkommen. Dies sind nicht die besten Voraussetzungen, um unterbewertete Assets zu finden.

Der TGV sollte nicht investieren, um investiert zu sein. Wir wollen attraktive Rendite-Risiko-Profile identifizieren. Wenn wir diese nicht finden, empfehlen wir Kasse zu halten, bis wir eine attraktive Unternehmung ausfindig machen. Der psychologische Druck steigender Märkte ist uns hierbei durchaus bewusst. Vor diesem Hintergrund sind wir sehr zufrieden, dass der Fonds zum 31.12.2016 zu bereits über 55% investiert war. Es wurden insgesamt 7 Titel erworben. Wir haben großes Vertrauen in jeden dieser Titel und wollen im Folgenden drei der fünf größten Titel eingehend beleuchten und die Ratio unserer Investitionsempfehlung darlegen.

Auflistung der Top-5-Investments:

<u>Rang</u>	<u>Bezeichnung</u>	<u>ISIN</u>	<u>Gewichtung</u>		
1	Eurotech S.P.A.	IT0003895668	17,9%	NAV zum 31.12.2016	104,41
2	Max21 AG	DE000A0D88T9	14,1%	Zahl der Investments	7
3	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	11,6%	Gewichtung grösstes Investment	17,9%
4	Songa Bulk AS	NO0010778095	5,4%	Gewichtung Top-5-Investments	52,7%
5	Invision AG	DE0005859698	3,7%	Gewichtung Kasse/ Festgeld	43,7%

Eurotech

Eurotech, die mit knapp 18% größte Position, ist historisch ein Anbieter von Embedded Computers aus Italien. Die Firma hat rd. 330 Mitarbeiter und ist global aufgestellt mit relevantem Geschäft nicht nur in Europa, sondern vor allem auch in Japan und Amerika.

Auf den ersten Blick erscheint Eurotech als ein eher langweiliges Unternehmen mit stabilen oder leicht rückläufigen Umsätzen sowie negativen Ergebniszahlen. Wenn man etwas tiefer schürft, kommt man allerdings schnell auf ein differenzierteres Bild. Eurotech hat ein aus unserer Sicht attraktives Asset in Japan - die nach unserer Einschätzung durchaus profitable Advanet. Die Gewinne dieser Cash Cow subventionieren zwei defizitäre Teilssegmente:

- 1) Eurotech hat mit HPC einen zweiten Geschäftsbereich, bei dem das Unternehmen Super-Computer für z.B. Universitäten oder Forschungsinstitute entwickelt.
- 2) Eurotech hat einen bisher noch nicht separat ausgewiesenen Geschäftsbereich, nämlich Industrial Internet of Things (IIOT).

1) HPC: Dieses an sich faszinierende Geschäft hat leider in den vergangenen Jahren aus verschiedenen Gründen keinen nennenswerten Umsatz generiert und die Firma somit jährlich nach unseren Schätzungen EUR 1-2 Mio. gekostet. Für diesen Bereich gibt es nur zwei Optionen: Kundenaufträge generieren oder den Bereich einstellen bzw. verkaufen.

2) IIOT: Während der HPC Bereich mittelfristig dazu führen sollte, dass das Unternehmen dort kein Geld mehr verliert, sehen wir den IIOT Bereich sehr viel positiver. IOT, die Vernetzung von Maschinen und die systematische Nutzung der damit erhobenen Daten, ist ein Megatrend, der die kommende Dekade stark beeinflussen wird.

Eurotech hat bereits vor vielen Jahren angefangen, die Mittel seiner japanischen Cash Cow zu nutzen, um ein attraktives IIOT-Angebot im B2B-Bereich zu entwickeln. Was heißt das konkret? IOT heißt, dass Gegenstände und aktuell insbesondere Maschinen, z.B. Traktoren, Heizungen, Pumpen oder Triebwerke, einen Sensor haben, der Informationen über die jeweilige Maschine sendet. Diese Informationen werden von einem Gateway empfangen und an eine Cloud-Plattform oder vereinfacht gesagt eine Datenbank weitergeleitet, die

von Business Applikationen auswertbar ist. Dabei kann Eurotech neben dem Gateway selbst ein eigenentwickeltes, softwarebasiertes Gateway Framework sowie eine Cloud-Plattform bereitstellen.

Nach unserer Analyse wird es in nicht allzu ferner Zukunft einige wenige IoT-Ökosysteme geben, über die nach Schätzungen von renommierten Marktforschern bis zu 50 Mrd. Gegenstände vernetzt werden.

Gerade weil dieser Bereich ein Megatrend ist, gibt es natürlich viele Wettbewerber, die in den Markt drängen. Auch Schwergewichte wie Amazon, Microsoft oder Bosch haben sich bereits positioniert. Als kleiner Marktteilnehmer ist Eurotech natürlich in einer schwächeren Position. Auf der anderen Seite hat die Gesellschaft bereits vor vielen Jahren mit der Entwicklung begonnen, erste Projekte erfolgreich umgesetzt und in der Zwischenzeit ein starkes Partnernetzwerk mit sehr interessanten Unternehmen aufgebaut. So wurde beispielsweise zusammen mit Red Hat eine vielversprechende Open-Source-Strategie im Bereich IIoT entwickelt. Insbesondere dieser Kooperation, aber auch der Partnerschaft mit Hitachi, trauen wir im Erfolgsfall erhebliches Potential zu.

Die Kernthese dieses TGV-Investments ist also: Die Marktkapitalisierung der gesamten Eurotech von rd. EUR 50 Mio. entspricht weitestgehend dem Wert der japanischen Tochter. Die Investoren erhalten ein extrem attraktives IIoT Start-up für kleines Geld dazu. Sollten sich zukünftig auch nur Teile der Eurotech-Technologie in einem der großen IoT-Ecosysteme etablieren, wäre das Bewertungspotential immens.

Max21 AG

Max21 ist eine Beteiligungsholding mit zwei relevanten operativen Einheiten, die getrennt betrachtet und bewertet werden müssen: die Binect GmbH und die KeyIdentity GmbH.

Binect GmbH

Die Binect GmbH bietet Lösungen für die Digitalisierung von Briefpost für Unternehmen aller Größenordnungen an. Konkret ermöglichen diese es Unternehmen, Briefe einfach elektronisch an Binect zu senden, die wiederum den Ausdruck, das Frankieren und die Zustellung über die Deutsche Post organisiert.

Kunden profitieren nicht nur durch eine erhebliche Prozessoptimierung, sondern haben oftmals auch signifikante Kosteneinsparungen durch geringeres Porto über den Konsolidierungsrabatt, den Binect erhält und teilweise an die Kunden weitergeben kann. Wie bereits erwähnt, hat Binect Lösungen für alle Unternehmensgrößen und ist darüber hinaus Technologie-Lieferant der E-Post-Business Box der Deutschen Post. Besonders interessant finden wir aber die eigene Lösung für mittelständische Unternehmen mit einer

Größenordnung von rd. 1.000 Briefen pro Monat. Hier hat Binect mit dem Binect Cube ein sehr attraktives Produkt, welches extrem leicht zu installieren ist und bei dem Kunden bereits nach wenigen Monaten zu Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen führt.

Einmal installiert, generiert der Cube einen relativ konstanten Umsatzstrom mit attraktiven Deckungsbeiträgen. Setzt man diese Beiträge über die erwartete Lebensdauer des Cubes ins Verhältnis zu den Kosten der Kundengewinnung, ergeben sich nach unserer Analyse äußerst attraktive Relationen bei einer doch signifikanten Marktgröße. Grundsätzlich ist jede Gemeindeverwaltung, jedes Autohaus, jedes Fitnessstudio – kurz, jeder mittelgroße Postversender – ein attraktiver Kunde!

Entwickelt hat Max21 diese Technologie bereits vor einigen Jahren. Stark empfohlen haben wir die AG jedoch erst in den letzten Monaten. Warum?

Eine gute Technologie ist das Eine, eine effiziente Organisationsstruktur und eine zielgerichtete Marktdurchdringung jedoch oft etwas ganz Anderes. Und genau hier hat Max21 in den letzten Monaten erhebliche Fortschritte gemacht. Anfang 2016 hat sich der ehemalige Aufsichtsratsvorsitzende der ProSiebenSat.1 Media AG, Götz Mäuser – ein ehem. Permira Partner – signifikant an der Firma beteiligt und den Aufsichtsratsvorsitz übernommen. War man Anfangs maßgeblich auf die Produktentwicklung fokussiert, wurde die Firma in Folge konsequent auf Vertriebstätigkeit ausgerichtet. Aus unserer Sicht ein längst überfälliger Schritt! Auch die erste und zweite Führungsebene der operativen Einheiten wurde mit Spitzenleuten neu besetzt. Diese haben zügig eine passgenaue Organisationsstruktur implementiert, die richtigen Mitarbeiter eingestellt und messen den Fortschritt exakt über relevante KPIs. Das neue Set-up gefällt uns ausgesprochen gut! Oft macht das Management den entscheidenden Unterschied und diesem trauen wir es ohne weiteres zu, die Firma in eine andere Liga zu katapultieren.

KeyIdentity GmbH

Sehen wir in der Binect GmbH ein attraktives Technologieunternehmen mit einer interessanten und erprobten Technologie, einem erheblichen Marktpotential und ersten Datenpunkten, die hinsichtlich der weiteren Expansion eine gewisse Visibilität erlauben, so betrachten wir die KeyIdentity GmbH eher als eine äußerst interessante Realoption.

Nach unserer Analyse werden Unternehmen zukünftig verstärkt ihre Desktop-Arbeitsplätze mit Hilfe einer so genannten 2-Faktor-Authentifizierung schützen. D.h. neben dem klassischen Passwort muss der Nutzer zusätzlich einen Zahlencode eingeben, den er von einer App, einer SMS oder etwa über einen Token ablesen kann. Die Flut an immer mehr und notwendigerweise immer komplexeren Passwörtern in Kombination mit der weiteren Zunahme von Hackerangriffen lässt diesen Trend immer deutlicher hervortreten.

Für den End-User haben zwischenzeitlich die großen Tech-Konzerne aus den USA, wie etwa Google, Microsoft oder Amazon interessante Cloud-Lösungen entwickelt. Diesen trauen wir erhebliches Potential zu. Auf Unternehmensebene sieht die Sache nach unserer Einschätzung jedoch anders aus, da nicht jeder Konzern seine Systeme etwa von Google schützen lassen möchte. Hier ist die Konkurrenz deutlich überschaubarer. Oft werden geschlossene, proprietäre Systeme angeboten, die möglicherweise noch Backdoors enthalten. Andere Anbieter kommen historisch eher über den Verkauf der Hardware und aus Sicht der Kunden ist ein Vendor-Lock zu befürchten.

Genau in diese Lücke versucht KeyIdentity zu stoßen. Die Lösung ist einfach, flexibel und preiswert. Darüber hinaus wird eine Open-Core-Strategie verfolgt, d.h. der Quellcode liegt offen und kann komplett eingesehen und analysiert werden. Aus unserer Sicht die ideale Lösung für Unternehmen, die sich optimal und preiswert schützen wollen.

Aktuell wird die Lösung von einem hochkarätigen Team im Rahmen einer Key-Account-Strategie dem Markt präsentiert. Es konnten erste kleinere Accounts und mit dem Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) ein ausgezeichneter Referenzkunde gewonnen werden. Aber erst der Gewinn mehrerer Großkunden würde die Gesellschaft in die Profitabilität führen und den Investment-Case bestätigen. Dann jedoch hätte die KeyIdentity GmbH das Potential, erhebliche Werte zu generieren. Man stelle sich nur vor, eine solche Lösung würde bei einigen Großkonzernen flächendeckend eingesetzt.

Auch bei diesem Investment-Case gefällt uns die realistische Chance auf eine erhebliche Wertsteigerung. Aber selbst bei einem vollständigen Scheitern der KeyIdentity würde nach unserer Einschätzung und plangemäßigem Verlauf die Binect GmbH die aktuelle Marktbewertung der Max21 AG rechtfertigen.

Songa Bulk AS

Neben unserer täglichen Analyse von Einzelaktien haben wir uns auch seit mehr als 2 Jahren intensiv in den Schiffsmarkt eingearbeitet. Dieser befindet sich, je nach Segment, bereits seit 8-9 Jahren in einer Krise und weist teilweise Bewertungsniveaus auf, bei denen man mehrere Dekaden zurückschauen muss, um ähnliche Relationen zu finden.

Natürlich hat die aktuelle Krise handfeste Gründe – wir denken hier insbesondere an die Probleme im Bereich der Bulker- und Containerschifffahrt. Auch ist uns bewusst, dass die Preisentwicklung in der Schifffahrt sich aus einem komplexen Gefüge mit diversen Variablen ergibt: verzögerte Anpassung des Orderbuchs bei Bedarfsschwankungen, verzerrte Preissetzung bei Werften, eigene Agenden der Banken, Flucht nach vorne der Eigner, Regulierung, Schrottpreisvolatilität und, und, und. Dabei ist die sich teils erratisch entwickelnde Nachfrageseite noch gar nicht berücksichtigt.

Trotz allem gibt es starke Marktmechanismen, die uns in der Meinung bestärken, dass man im Schiffsmarkt langfristig seine Kapitalkosten verdienen muss. Ein Investment in einem starken zyklischen Tief erscheint daher grundsätzlich attraktiv.

Dabei ist es nach unserer Analyse entscheidend, nicht nur das Marktsegment zu identifizieren, bei dem die Fundamentaldaten erfolgsversprechend aussehen, sondern man muss ebenfalls ein geeignetes Investitionsvehikel identifizieren. Oftmals sind börsennotierte Schiffsunternehmen mit Altlasten behaftet, haben eine hohe Verschuldung oder es gibt ein Governance-Problem, d.h. die Interessen vom Aktionär und Management sind nicht immer gleichgerichtet.

Mit Songa Bulk AS haben wir aus unserer Sicht nun ein attraktives Vehikel gefunden, das zudem in unserem Zielsegment, dem Dry Bulk Markt, aktiv ist.

Der Dry Bulk Markt (feste Massengüter) befindet sich in einer tiefen Krise. Die Charterraten sind so tief, dass die Chartererinnahmen 2016 sogar fünf Monate lang unter den operativen Kosten der Schiffsgesellschaften lagen. Das Orderbuch für neue Bulker ist mit unter 10% der fahrenden Flotte auf ein 15 Jahrestief gefallen und die Zweitmarktpreise für einen zum Beispiel 5-6-jährigen Kamsarmax-Bulker liegen ca. 40-60% unter den Buchwerten. Dieser Zustand erscheint uns nicht nachhaltig. Bei solchen Zweitmarktpreisen macht es schlicht keinen Sinn, neue Bulker zu bestellen. Ohne Neubestellungen wird der Markt jedoch früher oder später sein Gleichgewicht finden. Es erscheint uns daher als eine valide Strategie, auf dem aktuellen Niveau gebrauchte Bulker zu erwerben. Sollten sich die Charterraten erholen, sind sehr attraktive Renditen wahrscheinlich.

Was ist uns dabei wichtig? Dass die aktuellen Charterraten nicht nachhaltig sind, ist unbestreitbar. Allerdings ist es schwer voraussagbar, wann sich die Raten effektiv erholen. Es kann und wird so sein, dass einige Gesellschaften diese Erholung nicht mehr erleben und vorher in die Insolvenz gehen. Daher ist es wichtig, die Gesellschaft zu sein, die einen langen Atem hat, d.h. keine Verschuldung aufweist. Genau das ist die Strategie von Songa Bulk AS. Songa Bulk wurde Ende vergangenen Jahres mit USD 70 Mio. kapitalisiert und hat das Ziel, auf dem derzeit niedrigen Niveau gebrauchte Bulker ohne Verschuldung zu kaufen und zu betreiben. Die Firma baut auf den Erfahrungen von Arne Blystad auf, dem Initiator der Firma. Arne Blystad ist ein erfahrener Shipping-Investor und hat selber USD 15 Mio. in die Firma investiert. Operativ wird die Firma von Hermann Billung (ex-CEO von Golden Ocean), einem erfahrenen Branchenveteranen geführt. Beide sind so incentiviert, dass sie nur ernsthaft Geld verdienen, wenn die Aktionäre ebenfalls profitieren, d.h. das Management kann gestaffelt bis zu 7,5% der Firma zum IPO-Preis erwerben, sofern der Aktienkurs um 75% gestiegen ist.

Damit haben wir aus unserer Sicht ein „Wunschvehikel“ gefunden. Es setzt auf die mittelfristige Erholung des Bulker-Marktes, investiert ohne Leverage, hat keine Altlasten und wird von einem sehr erfahrenen Team geleitet, dessen Interessen auch denen der Aktionäre entsprechen.

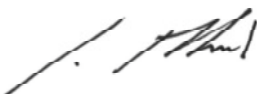
Der Blick auf 2017

Wie bereits eingangs erwähnt, sind wir sehr zufrieden mit den aktuellen Portfoliositionen. 2017 wird ein sehr spannendes Jahr für die Portfolio-Unternehmen und wir blicken zuversichtlich in die Zukunft. Gleichzeitig sind wir uns der komplexen makroökonomischen Umgebung bewusst: Brexit, Wahlen in Deutschland, Frankreich, Italien, Trump und die Situation in der Türkei, um nur einige Herausforderungen zu nennen. Trotzdem sind wir davon überzeugt, weitere attraktive Unternehmen identifizieren zu können und durch unsere Empfehlungen die Kasse sukzessive abzubauen. Dabei werden wir allerdings keine Kompromisse eingehen und nur Firmen mit attraktiven Rendite-Risiko-Profilen als Investitionen empfehlen.

Auch vor dem Hintergrund der skizzierten Risiken wollen wir uns bei unserem Ziel des langfristigen Vermögensaufbaus nicht künstlich beschränken und auch – wie im Fall von Songa Bulk AS - gezielt über den Tellerrand des Euroraumes hinausschauen.

An dieser Stelle möchten wir zudem sehr gerne die Gelegenheit wahrnehmen, Sie als Investoren des TGV Rubicon Stockpicker Funds zum Investorentag der Investment-aktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn einzuladen. Ihnen werden hierzu im Laufe der kommenden Monate Einladungen zugehen. Sie sind besonders herzlich eingeladen, auch ihre Familien mitzubringen, um das Team aus Bonn und die Sub-Advisor der verschiedenen TGVs persönlich zu treffen.

Wir freuen uns auf die weitere Entwicklung des TGV Rubicon Stockpicker Fund und bedanken uns nochmals herzlich für das von Ihnen entgegengebrachte Vertrauen.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com