

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 2018 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 2018 des Sub-Advisors

Liebe Co-Investoren,

das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 9 Positionen. Die Liquidität lag zum 30.06.2018 bei rund 1%.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	Invision AG	DE0005859698	21,5%	NAV am 30.06.2018	115,36
2	Amaysim Australia LTD	AU000000AYS5	16,1%	Anzahl Investments	9
3	Now Inc	US67011P1003	13,8%	Gewichtung grösstes Investment	21,5%
4	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	13,6%	Gewichtung Top-5 Investments	78,0%
5	Max 21 AG	DE000A0D88T9	12,9%	Gewichtung Kasse	1,0%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum 30.06.2018 auf 15,4%. Der Dax weist für den gleichen Zeitraum einen nahezu identischen Wert aus.

	TGV Rubicon Stockpicker Fund	Dax 30	(Delta)	Benchmark 6% p.a.	(Delta)
Seit 31.10.2016	15,4%	15,5%	-0,1%	10,2%	5,2%
2016 seit Auflage	4,4%	7,7%	-3,3%	1,0%	3,4%
H1 2017	-2,9%	7,4%	-10,2%	3,0%	-5,8%
H2 2017	4,1%	4,8%	-0,7%	3,0%	1,2%
H1 2018	9,3%	-4,7%	14,0%	3,0%	6,3%

Für das erste Halbjahr 2018 können wir zunächst einmal nicht ganz ohne Freude feststellen, dass sich der Fonds mit +9,3% durchaus erfolgreich entwickelt hat. Da der Dax 30 in der Berichtsperiode eine negative Entwicklung aufweist, ist in Summe sogar eine erfreuliche Outperformance von 14% festzustellen.

Ebenso wenig, wie wir der vergangenen Underperformance jedoch eine besondere Bedeutung beigemessen haben, wollen wir die aktuelle Outperformance nicht sonderlich hervorheben.

Die Performance bestätigt allerdings, dass das zugrundeliegende fokussierte Portfolio, wie erwartet, eine deutliche Volatilität aufweist und die Entwicklung des Portfolios mitunter auch erheblich von der Performance des Gesamtmarkts, in unserem Fall gemessen durch den Dax 30, abweichen kann.

Wie schon vielfach erwähnt dürfte sich erst nach einigen Jahren zeigen, ob die von uns empfohlene Investmentstrategie systematisch über den gesamten Marktzyklus hinweg Überrenditen erwirtschaften kann. Wir sind davon zutiefst überzeugt. Auf die Bestätigung dieser elementaren Frage müssen wir aber naturgemäß noch viele Jahre warten. Somit ist der halbjährliche Abgleich mit dem Dax 30 zwar ganz nett, unsere Energie konzentrieren wir aber ausschließlich auf die Suche nach attraktiven Chance-Risikoprofilen!

Veränderungen im Portfolio des TGVs / Entwicklung der Unternehmen

Veräußerung der maritimen Assets

Die erheblichste Veränderung im Berichtszeitraum stellt die komplette Veräußerung der Assets im maritimen Bereich dar – eine nicht ganz leichte Empfehlung, da uns dieser spezielle Sektor mit seiner ausgeprägten Volatilität nach jahrelangem Research durchaus ans Herz gewachsen war.

Vordergründiger Auslöser war das Angebot der Star Bulk Carrier Corp., die im TGV relativ hoch gewichtete Songa Bulk AS mit einem leichten Aufschlag auf den damaligen Aktienkurs gegen eigene Aktien und eine Cash-Komponente zu übernehmen. Das TGV hätte seine Position einfach in Star Bulk eintauschen können und hätte ein ähnliches Exposure im Portfolio behalten. Warum haben wir uns gegen diese Option entschieden und empfohlen, nicht nur die Songa Bulk sondern auch die deutlich kleinere Position Eagle Bulk Shipping Inc. zu verkaufen?

Zunächst einmal halten wir beide Unternehmen nach wie vor für interessante Investments. Ausschlaggebend waren für uns aber insbesondere zwei Entwicklungen:

Zum einen hatten wir als direkte Folge der erheblichen Probleme der vergangenen Jahre mehr Zurückhaltung und Respekt der Marktteilnehmer bei Neubestellungen erwartet – erinnert sei an dieser Stelle insbesondere an den Beinaheuntergang der HSH-Nordbank, damals einer der größten Schiffsfinanzierer der Welt sowie die spektakuläre Pleite der koreanischen Hanjin Shipping.

Nach anfänglicher Zurückhaltung zeigt sich jedoch mittlerweile, dass insbesondere asiatische Finanziere mit überraschend günstigen Konditionen in den Markt drängen und

sich das Orderbuch aktuell wieder langsam füllt. Noch sind wir weit von alten Übertreibungen entfernt. Aus unserer Sicht steigt dadurch aber die Anfälligkeit der Branche im Falle eines globalen konjunkturellen Abschwungs und nach 9 Jahren Aufschwung erscheint uns ein Konjunkturreinbruch nicht ganz unwahrscheinlich. Außerdem sinkt bei mehr Schiffen im Orderbuch die Amplitude im Aufschwung. Aus unserer Sicht hat sich das Chance-Risikoverhältnis der gesamten Branche damit tendenziell verschlechtert. Diese Veränderung hätte isoliert allerdings noch keine Verkaufsempfehlung ausgelöst. Bedeutender war insbesondere der zweite Grund: Wir vergleichen jedes Investment immer mit anderen Investment-Opportunitäten und haben in den letzten Monaten aus unserer Sicht ex ante deutlich attraktivere Investitionsmöglichkeiten identifiziert.

Naturgemäß kann man bei Schiffsinvestments mit dem Marktzyklus arbeiten. Im Idealfall entdeckt man eine Unterbewertung im konjunkturellen Tief und wartet die Auflösung im Aufschwung ab. Dies ist allerdings ein einmaliger Effekt. Deutlich attraktiver ist aus unserer Sicht jedoch ein günstig bewertetes Wachstumsunternehmen, welches noch über viele Jahre hinweg kontinuierliche Ertragssteigerungen realisieren kann. Ein solches Unternehmen frühzeitig zu entdecken und langfristig zu begleiten, bietet erheblich mehr Potential. Insbesondere mit der schon im letzten Investorenbrief besprochenen InVision AG sind wir immer mehr davon überzeugt, ein solches Unternehmen gefunden zu haben.

Zusammengefasst basiert die Verkaufsempfehlung also auf dem Folgenden: Ein sich verschlechterndes Chance-Risiko-Profil in der Bulkschifffahrt kombiniert mit sehr attraktiven Investment-Opportunitäten, hauptsächlich bei InVision.

Steigendes Vertrauen in die InVision AG

Wir haben InVision bereits im letzten Investorenbrief vorgestellt. Daher möchten wir heute lediglich noch einmal den Kerngedanken hinter der Investitionsempfehlung, der sich nach jedem Treffen mit dem Unternehmen weiter verfestigt, herausstreichen.

Mit den beiden extrem skalierenden Cloudplattform Injixo (Workforce Management) und TheCallCenterSchool (TCCS - E-Learning für Call Center) hat das Unternehmen aus unsere Sicht zwei fast schon exemplarisch disruptive Technologien an den Markt gebracht.

Leider wird heutzutage jede Innovation (zu) schnell als disruptiv kategorisiert. Wenn wir von Disruption sprechen, beziehen wir uns auf die Beschreibung von *Clayton Christensen* in seinem hervorragenden Buch *The Innovator's Dilemma*. Demnach hat eine disruptive Technologie einen deutlich steileren Innovationspad als etablierte Technologien, bei einer gleichzeitig fundamental vorteilhafteren Kostenstruktur.

Das folgende Beispiel soll den Grundgedanken verdeutlichen: In den Anfangsjahren der digitalen Fotografie war eine Digitalkamera mit 0,1 Megapixeln einem analogen Topmodell deutlich unterlegen und verkaufte sich nur schleppend an wenige Technikfans. Eine reine Analyse der Leistungs-Charakteristika der beiden Produktgruppen war jedoch aus Investorensicht der falsche Ansatz, um die langfristigen Marktchancen der jeweiligen Technologien zu prognostizieren. Sinnvoller wäre es gewesen, sich den Technologiepfad und somit das Entwicklungspotential anzuschauen. Aufgrund der Innovationskraft der Halbleiterindustrie wurden sehr bald 10-Megapixel-Kameras entwickelt. Als Folge konnten Digitalkameras die Analoge Konkurrenz, die nur inkrementelle Verbesserungen vorweisen konnte, schlicht abhängen. Sobald ein gewisses Leistungsniveau erreicht wurde, kippte die Kundenentscheidung aufgrund des deutlich attraktiveren Gesamtangebots rapide zugunsten der neuen disruptiven Technologie.

Bei InVision sehen wir eine ganz klare Analogie zu dieser Entwicklung. InVision verfolgt bei Injixo (und TCCS) das Ziel, mit einer einzigen mandantenfähigen Cloudplattform die mannigfaltigen Ansprüche der diversen Kundenprofile abzudecken und das ganze ohne aufwendige Konfigurationsunterstützung vor Ort. Das ist extrem ambitioniert! Heute wird üblicherweise kundenspezifisch anpassbare Software eingesetzt, die durch Professional-Service-Teams vor Ort über Wochen und teilweise Monate konfiguriert und implementiert wird. Das ist in Summe sowohl beim Start als auch im laufenden Betrieb aufwendig, im Ergebnis werden die Kundenwünsche aber effektiv adressiert.

Cloudtechnologie und damit die Lösungswelt von InVision wird aber schnell besser und wird möglicherweise in Zukunft den vollen Kundenbedarf mit einer deutlich attraktiveren Kostenbasis adressieren können. Zudem sind völlig neue Anwendungen auf Basis der enormen Rechenkraft der Cloud bereits absehbar. Nach unserer Analyse kann InVision heute erst einen Teil der Kundenbedürfnisse insbesondere von kleineren Contact Centern ausreichend adressieren. Wir sehen allerdings einen steilen Innovationspfad bei der Gesellschaft, der letztendlich zu starkem Wachstum führen sollte.

Dabei erwarten wir zusätzlichen Rückenwind durch einen generellen Trend hin zur Cloud. Heute sind geschätzt lediglich 10-15% der globalen Contact Center schon auf einer Cloud Infrastruktur aufgesetzt. Aus unserer Sicht ist allerdings unbestreitbar, dass früher oder später der Großteil dieser Center in die Cloud migrieren wird. Der Wachstumstrend ist mehr als eindeutig. Aber genau diese stark wachsende Kundengruppe cloudbasierter Contact Center ist mit cloudbasierter Technologie deutlich leichter adressierbar, als mit traditioneller Software.

Im Ergebnis sehen wir ein extrem spannendes Technologieunternehmen mit einer tollen Unternehmenskultur und einem exzellenten Management, welches wir ohne große Wachstumsphantasie erwerben können.

Darüber hinaus erscheint uns das Risiko selbst bei einem deutlichen Konjunkturunbruch überschaubar, da bereits heute sehr stabile Abumsätze die aktuelle Kostenbasis übersteigen. Ein Chance-Risikoprofil, dem wir nicht widerstehen konnten. Als Folge haben wir empfohlen die InVision AG außergewöhnlich hoch zu gewichten

Aufstockung Amaysim

Bei Amaysim hat sich in den letzten Monaten der Wettbewerbsdruck im australischen Mobilfunkgeschäft durch den angekündigten Markteintritt eines 4. Netzanbieters deutlich erhöht. Dies hat für erhebliche Unruhe gesorgt und die Marktkapitalisierung von Amaysim hat sich in Folge dessen mehr als halbiert. Mit einer derartigen Verschlechterung der Konkurrenzsituation hatten wir so nicht gerechnet. Die extreme Vehemenz des Wertverlusts von Amaysim erscheint uns jedoch stark übertrieben.

Zum einen ist die Gesellschaft kostenseitig äußerst wettbewerbsfähig aufgestellt. Sie verfügt über eine gute Marke, hat eine sehr leistungsfähige IT und konnte selbst in den vergangenen schwierigen Monaten eine relativ solide Ertragskraft aufweisen.

Darüber hinaus erwarten wir nach wie vor erhebliche Cross-Sell Synergien zwischen Mobile und Energy, die sich in den kommenden Monaten zeigen sollten. Vor diesem Hintergrund haben wir empfohlen, Amaysim bei Tiefstkursen aufzustocken. Insbesondere die Entwicklung im Bereich Energy werden wir aber intensiv verfolgen.

Eurotech S.p.A.


Während sich die Amaysim im Berichtszeitpunkt nahezu halbierte, hat sich die Eurotech mehr als verdoppelt. Das Eurotech-Management hat die von uns angemahnten Probleme im Altgeschäft in den Griff bekommen und sehr solide Zahlen berichtet. Der von uns erwartete IoT-Trend nimmt zudem langsam aber sicher Fahrt auf. Das ist eine sehr erfreuliche Entwicklung, die jetzt scheinbar auch der breitere Markt langsam erkennt. Wir werden das Unternehmen und die Entwicklung im Bereich IoT weiterhin eng begleiten und sehen hier nach wie vor ein großes Potential.

Zusammenfassung

Wir hoffen, wir konnten Ihnen verdeutlichen, warum wir welche Portfolioveränderungen empfohlen haben und wie sich das Portfolio entwickelt.

Aus unserer Sicht ist das Portfolio heute robust und aussichtsreich positioniert – wie immer wird sich aber erst in der Zukunft zeigen, ob unsere Analysen korrekt waren. Das aktuelle Marktumfeld und die Positionierung des TGVs ist jedenfalls für uns extrem spannend und wir können es kaum abwarten, die Entwicklung der Portfoliounternehmen in den kommenden Monaten und Jahren weiter zu beobachten und zu begleiten.

Danke für Ihr Vertrauen!



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com