

# 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](mailto:info@langfrist.de)

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das Jahr 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

## Jahresbericht 2018 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 8 Positionen. Die Liquidität lag zum 28.12.2018 bei 0,7%.

### Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	InVision AG	DE0005859698	26,5%	<b>NAV am 28.12.2018</b>	<b>103,81</b>
2	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	16,8%	Anzahl Investments	8
3	Eurotech	IT0003895668	15,5%	Gewichtung grösstes Investment	26,5%
4	Amaysim Australia LTD	AU000000AYS5	13,7%	Gewichtung Top-5 Investments	83,1%
5	La Française de l'Energie	FR0013030152	10,6%	Gewichtung Kasse	0,7%

### Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum Ende 2018 auf 4,1%<sup>1</sup>. Der Dax hat im gleichen Zeitraum 1,0% verloren.

	TGV Rubicon Stockpicker	Dax	Delta
2016 (2 Monate)	4,4%	7,7%	-3,3%
2017	1,1%	12,5%	-11,4%
2018	-1,4%	-18,3%	16,8%
absolut seit Auflage	4,1%	-1,0%	5,1%
per annum seit Auflage	1,9%	-0,5%	2,3%

Im Jahresvergleich steht der negativen Performance des TGVs in Höhe von -1,4% ein Wertverlust des Dax 30 von -18,3% gegenüber.

Angesichts einer noch vergleichbar guten Marktstimmung zur Mitte des Jahres, war der Stimmungsumschwung bei den Anlegern dann doch relativ vehement. Insbesondere, da der Dax 30 als Maßstab ja die größten und liquidesten deutschen Aktien abbildet. In dem von uns gerne analysierten Segment der europäischen Klein- und Nebenwerte kam es zu teils deutlich größeren Kursverlusten von mitunter 50% und mehr.

---

<sup>1</sup> Ab dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der NAV-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

Über mögliche Gründe, wie etwa Konjunktursorgen, diverse politische Risiken oder die sich ändernde Politik einzelner Zentralbanken, möchten wir nicht spekulieren.

Es war aber interessant zu beobachten, wie unmittelbar insbesondere einige Smallcap-Fonds als Folge der zunehmenden Unsicherheit direkt von größeren Outflows (Anteilsrückgaben von Anlegern) betroffen waren und damit die Vehemenz der Kursrückgänge noch deutlich verstärkten. Führen hohe Mittelzuflüsse in guten Zeiten mitunter zu einer Art Anlagedruck, so zwingen Outflows in schlechten Zeiten Fondsmanager zum Verkauf von Aktien. Speziell bei Nebenwerten trifft dieser Verkaufsdruck dann auf eine insgesamt schwache Nachfrage, was insbesondere bei illiquideren Werten zu erheblichen (negativen) Kursbewegungen führen kann.

Einmal mehr zeigte sich somit für uns, wie wichtig eine stabile und langfristig denkende Investorenbasis für den Erfolg unserer Anlagestrategie ist. Das TGV Rubicon Stockpicker hat zwar nur wenige Investoren. Diese wenigen ermöglichen es aber, langfristig orientierte Anlageempfehlungen in teils illiquiden Werten abzugeben, ohne ständig die erratischen Launen von „Mister Market“ berücksichtigen zu müssen. Hierfür möchten wir uns noch einmal ausdrücklich bedanken! Stattdessen kann das TGV turbulente Marktphasen nutzen und sich zu attraktiven Chance-Risikoprofilen an spannenden Unternehmen beteiligen bzw. seinen Anteil ausbauen.

Im weiteren Verlauf versuchen wir, wie gewohnt, die Ratio hinter Neuempfehlungen bzw. Empfehlungen von Positionsveränderungen darzustellen. Dies gibt hoffentlich einen guten Eindruck der aktuellen Marktchancen.

## **Veränderungen im Portfolio des TGVs**

*Verkäufe - Now Inc. / Sidetrade SA*

Mit Blick auf das Portfolio fällt zunächst einmal die deutliche Reduktion der Now Inc. auf. Wie von uns erhofft, hat sich die Aktivität im US Öl- und Gasbereich nach einer längeren Investitionszurückhaltung deutlich belebt. Hiervon konnte die Now Inc. profitieren. Sukzessive wurden von Quartal zu Quartal steigende Ergebnisse berichtet, was dann auch die Aktie mit deutlichen Kurssteigerungen goutierte.

Now Inc. ist ein tolles Unternehmen und die von uns errechneten Kursziele wurden bei weitem noch nicht erreicht. Auf der anderen Seite bot der skizzierte Kursverfall bei europäischen Smallcaps jedoch so interessante Opportunitäten, dass wir uns zu einer Verkaufsempfehlung für den Großteil der Aktienposition entschlossen.

Ähnlich verhielt es sich mit dem Unternehmen Sidetrade SA. Die Aktie blieb relativ stabil, während sich andere gute Unternehmen teilweise halbierten und dadurch aus unserer Sicht deutlich attraktivere Chance-Risikoprofile aufwiesen. Schwere Herzens empfahlen wir auch hier einen Verkauf.

#### *Kauf - La Française de l'Energie SA*

Ein Großteil der freigewordenen Mittel wurde nach unserer Empfehlung in die französische La Française de l'Energie allokiert.

Wir hatten das Unternehmen bereits vor einigen Monaten kennengelernt und bei Kursen um 18 EUR den Aufbau einer ersten, sehr kleinen Position empfohlen. Kern unserer Analyse war hierbei Folgendes:

Im Norden Frankreichs betreibt die Tochtergesellschaft Gazonor ein relativ gut planbares Geschäft. Aus alten, stillgelegten Kohleminen strömt auch nach Jahren der Schließung konstant ein methanhaltiges Gasgemisch, sogenanntes CMM. Gazonor hat diverse Lizenzen dieses Gas umfassend zu verwerten.

Lange wurde nur die intensivste Quelle genutzt, das Gas gesammelt und zu Marktpreisen in das Netz eingespeist. In unzähligen Fällen wurde vor Jahrzehnten bei Schließung einer Mine jedoch nur ein Rohr gesetzt und das Gas klimaschädigend einfach in die Atmosphäre entlassen. Aus Sicht des neuen Managements ein unhaltbarer Zustand. Diesen galt es zu ändern. Nach langem Werben ist es der Gesellschaft gelungen, die Politik für das Problem zu sensibilisieren. Im Ergebnis wurde die Chance eröffnet, Grubengas auch zu verstromen und so gewonnene Elektrizität über eine feste 15-jährige Vergütung in das öffentliche Stromnetz einzuspeisen. Die Gesellschaft ist derzeit dabei, alle Gasquellen systematisch zu untersuchen und geeignete Kamine/Rohre mit einem Blockheizkraftwerk zu versehen. Aktuell sind Anlagen mit einer Leistung von 9 MW/h in Betrieb und Anlagen für 6 MW/h bestellt.

Normalisiert man die derzeit noch durch außerordentliche Wartungsarbeiten verzerrten Erlöse aus dem Gasverkauf, nimmt die bestehenden Anlagen und addiert ein sehr konservatives Expansionspotential, dann wurde hierdurch nach unserer Einschätzung schon ein Großteil der Marktkapitalisierung abgebildet.

Die zweite Aktivität der Gesellschaft in Lorraine gab es somit für einen kleinen Aufpreis dazu. Und dieses Chance-Risikoprofil hat uns wieder angesprochen. Denn aus unserer Sicht enthält die Lorraine-Aktivität eine äußerst interessante Optionalität.

In Lorraine hat die Gesellschaft umfangreiche Lizenzen, Gas direkt aus methanhaltigen

Kohleflözen zu extrahieren (CBM) und könnte somit nach ersten Schätzungen mehrere Jahresverbräuche Frankreichs direkt vor den Türen der Verbraucher konventionell fördern. Wenn auch für Europa noch unüblich, erschien uns das Projekt zumindest interessant, zumal CBM in Australien und den USA bereits umfangreich abgebaut wird. Die Gesellschaft kann auf Daten aus 600 historischen Bohrkernen zurückgreifen, hat bisher 40 Mio. EUR in eigene Untersuchungen investiert und ihre Studien in jahrelanger Arbeit validiert.

Eine schöne Chance bei überschaubarem Aufpreis. Aber selbst wenn die Indizien für das Potential in Lorraine sprechen, zahlen wir natürlich ungern für Optionen, die wir nur schwer einschätzen können. Letztlich gab ein sehr unternehmerisches Management mit überzeugenden Ansichten zum Thema Kapitalallokation den Ausschlag, eine sehr kleine Position zum Kauf zu empfehlen.

Dann fiel der Kurs im eingangs skizzierten Umfeld innerhalb weniger Monate um 50% und ermöglichte es nach unserer Analyse, selbst Gazonor mit einem Abschlag zu erwerben. Diesem, nun deutlich veränderten Chancen-Risikoprofil, konnten wir nicht widerstehen. Wir empfahlen, die Position zu vervielfachen und zu einer Kernposition auszubauen. Während Gazonor die investierten Mittel vermutlich gut verzinst, gab es das Explorationsprojekt nach unserer Einschätzung gratis dazu. Zur Einordnung: Ein unabhängiges Bewertungsbüro hat zwischenzeitlich den Barwert eines Explorationsprojektes rein auf Basis der gesicherten Reserven mit 161 Mio. EUR bewertet. Die Marktkapitalisierung der gesamten Gesellschaft lag zeitweise unter 45 Mio. EUR. Das Management sah dies scheinbar ähnlich und hat selber Ende Dezember für 1,6 Mio. EUR Aktien erworben.

#### *Kauf - InVision AG*

Darüber hinaus empfahlen wir, den Großteil der restlichen freien Mittel erneut in Aktien der InVision AG zu investieren. Auch hier war das zwischenzeitlich erreichte Bewertungsniveau maßgeblich und hat uns, trotz der bereits zum Halbjahresreporting ordentlichen Beteiligungsgröße, zu weiteren Kaufempfehlungen veranlasst.

Die relativ hohe Gewichtung scheint für einen Fonds zunächst ungewöhnlich. (Zumal wir auch bei deutlich steigenden Kursen einen Verkauf rein aus Gründen der Portfoliogewichtung nicht empfehlen würden und somit die Position potentiell noch deutlich größer werden könnte.) Mit Blick auf die zu Grunde liegenden Investment Prinzipien ist das Vorgehen bei InVision aber eine geradezu typische Ausprägung der Investmentstrategie des TGV Rubicon Stockpicker Fund. Das TGV ist nicht ohne Grund nach dem Rubicon

benannt.<sup>2</sup> Denn es reizt uns der Gedanke, mit einer guten Strategie, guten Analyse und etwas Mut Großes zu wagen. Mit Blick auf das TGV denken wir hier an die Teilhabe an tollen Unternehmungen, verbunden mit der Chance auf erhebliche Wertsteigerung.

Als überzeugte Value Investoren können wir aber gar nicht anders, als auch die Risiken intensiv zu betrachten. Große Chancen gibt es an der Börse viele. Richtig interessant werden Konstellationen für uns nur, wenn das Chancen-Risikoprofil stimmt und wir im Idealfall auch ganz gut mit der Downside umgehen können.

Über die Chancen einer erfolgreichen SaaS-Lösung haben wir bereits hinlänglich berichtet. Die Ertragspotentiale sind erheblich und wir trauen der InVision AG aus diversen Gründen zu, genau diese Potentiale zu heben. Viele Argumente haben wir bereits genannt und würden gerne weitere anführen. So halten wir die Unternehmenskultur für überaus bemerkenswert und müssten sicherlich die aus unserer Sicht wegweisende Software-Architektur<sup>3</sup> erwähnen.

Konzentrieren möchten wir uns aber heute insbesondere auf ein mögliches Rückschlagspotential, falls der große Erfolg doch nicht eintritt. Und hier kommt die aktuelle Bewertung ins Spiel:

Auf Basis des aktuellen Jahresschlusskurses ist das Unternehmen mit knapp unter 39 Mio. EUR bewertet. InVision ist praktisch schuldenfrei und besitzt darüber hinaus das eigene Headquarter in bester Lage im Düsseldorfer Medienhafen. Hierfür steht aktuell eine Bewertung von mehr als 15 Mio. EUR im Raum.

Natürlich müsste man bei einem theoretischen Verkauf kalkulatorische Steuern rechnen und im Gegenzug alternative Mietzahlungen annehmen. Ganz grob kalkuliert kann man aber festhalten, dass der Markt das gesamte operative Geschäft der Gesellschaft im Bereich von 25 Mio. EUR bewertet.

Operativ erzielt InVision aktuell wahrscheinlich einen Jahresumsatz von rund 13 Mio. EUR, wobei zum 3. Quartal 2018 mehr als 90% der Umsätze auf das Segment WFM Abonnements entfiel. Üblicherweise ist diese Art von Umsatz äußerst stabil und lässt sich jahrelang mit überschaubarem Aufwand erhalten.

Führt man sich darüber hinaus vor Augen, dass InVision im Geschäftsjahr 2017 bei einer

---

<sup>2</sup> Grenzfluss in Italien, der von Cäsars Truppen überschritten wurde und dies 49 v.Chr. den römischen Bürgerkrieg auslöste. In der Folge errang Cäsar faktisch die Alleinherrschaft.

<sup>3</sup> So werden beispielsweise auf Amazons AWS Container-Anwendungen mittels Kubernetes orchestriert. Agile Methoden und der DevOps-Ansatz ermöglicht es mehrmals täglich neu entwickelte Software produktiv zu setzen.

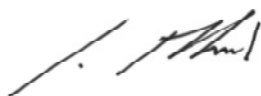
groben schwarzen Null alleine **7,49 Mio. EUR** komplett G+V-wirksam in Forschung und Entwicklung investiert hat, kann man ansatzweise erahnen, wie groß das Ertragspotential im Fall einer kontrollierten Abwicklung wäre.

Dieses Gedankenspiel ist natürlich aktuell völlig unrealistisch, da das Management und das ganze Team für den Erfolg der neuen Cloudprodukte brennen. Wir haben den Vorstand bei aller unternehmerischen Energie aber als absolut rationalen Entscheider und klugen Kapitalallokator kennengelernt. Somit hat ein möglicher Zerschlagungswert als Referenz für die aktuelle wachstumsorientierte Entwicklungsstrategie für uns schon eine gewisse Bedeutung. In Jedem Fall sehen wir selbst beim Scheitern der aktuellen Cloud-Strategie signifikante Werte, die die Risiken erheblicher dauerhafter Wertverluste begrenzen.

### **Zusammenfassung**

In Summe sind wir über die aktuellen Molltöne an den Märkten nicht sooo unglücklich. Zwar hat die negative Marktentwicklung das Portfolio den einen oder anderen Punkt Performance gekostet. Auf der anderen Seite hat dies jedoch die Chance eröffnet, durchaus signifikante Beteiligungen an überaus spannenden Unternehmen auf Bewertungsniveaus aufzubauen, die noch vor 12 Monaten aus unserer Sicht reine Wunschvorstellung waren. Im Zweifel ist uns Letzteres deutlich lieber. Auch weiterhin werden wir das Portfolio fortlaufend analysieren und versuchen, durch kluge Empfehlungen das Chance-Risikoprofil sukzessive zu optimieren. Langsam bieten sich aus unserer Sicht wieder wirklich interessante Konstellationen. Bei allen Chancen ist uns jedoch sehr bewusst, dass konjunktureller Gegenwind vor dem Hintergrund der diversen wirtschaftlichen, politischen und strukturellen Problemfelder eine gefährliche Dynamik entfalten könnte.

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV wird ihr jährliches Investorentreffen am Samstag, dem 29. Juni 2019, in Bonn-Bad Godesberg abhalten. Als Investor im TGV erhalten Sie, wie üblich, in Kürze eine Einladung. Wir würden uns freuen, sie dort persönlich wieder zu sehen.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com