

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 2019 unseres Sub-Advisors
LMN Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Compound Interest“.

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

Teilgesellschaftsvermögen Compound Interest

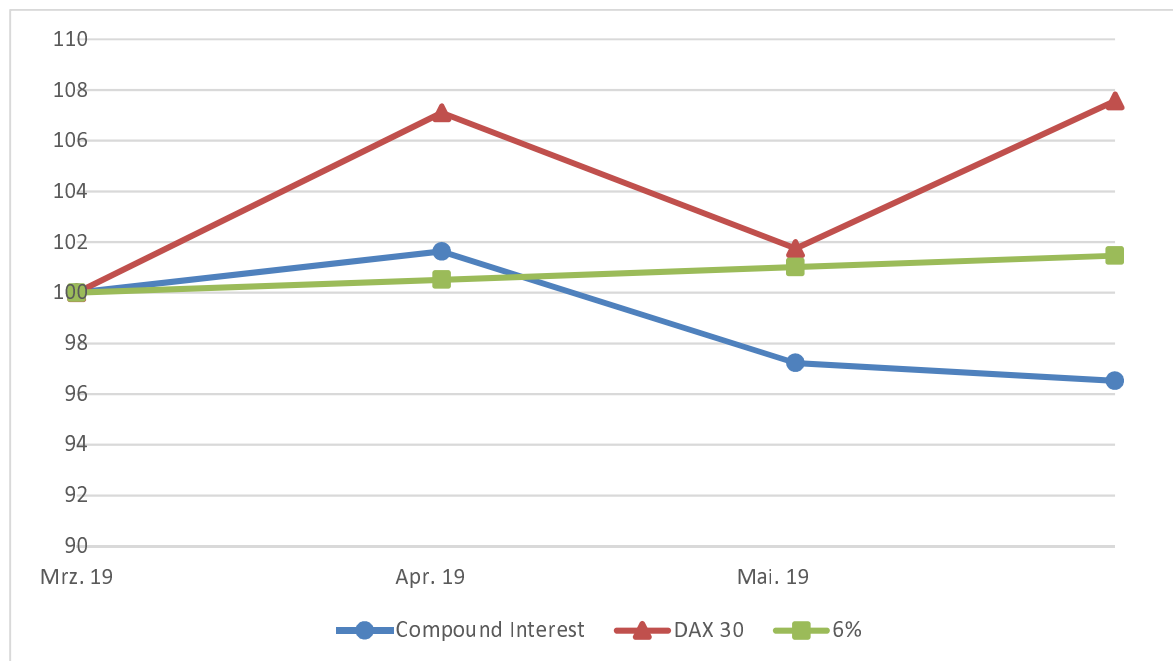
Halbjahresbericht 2019 des Subadvisors LMN Capital GmbH

Sehr geehrte Mitinvestoren / Compounder,

ich freue mich sehr Ihnen den ersten Investorenbrief für das Teilgesellschaftsvermögen (TGV) Compound Interest zum Stichtag 28.06.2019 zur Verfügung zu stellen.

In Zukunft können Sie von mir als Subadvisor des TGV zweimal pro Jahr, zur Jahresmitte und zum Jahresende, einen Investorenbrief erwarten. Dieser wird Ihnen jeweils die Entwicklung des Portfolios sowie mindestens ein Investment oder ein für mich besonders erwähnenswertes Thema erläutern.

Überblick über die Entwicklung des Portfolios



Die obenstehende Grafik vergleicht die Entwicklung von 100 Euro, die zu den Schlusskursen des 29.03.2019 in das TGV investiert wurden, mit der Entwicklung einer entsprechenden Investition in den DAX und in eine sichere, jährliche Verzinsung von 6%. Diese Grafik werden Sie aktualisiert in jedem Brief finden, um die Performance des TGV auf einen Blick vergleichen zu können. Warum habe ich diese beiden Vergleichsmaßstäbe gewählt? Ein Großteil der Anleger in das TGV wird mit hoher Wahrscheinlichkeit aus Deutschland kommen. Der deutsche Leitindex DAX ist die einfachste und natürlichste Investmentalternative für die meisten dieser Anleger. Der zweite Vergleichsmaßstab sind sichere 6% p.a. Dies stellt die Grenze dar, über der eine Performance-Gebühr im TGV anfällt.

Das Portfolio hat sich, wie Sie in der überstehenden Grafik entnehmen können, deutlich schlechter als der Markt entwickelt. Hätten Sie zur Auflage des TGV am 29.03.2019 100 Euro in das TGV investiert, hätten Sie per 28.06.2019 noch 96,52 Euro. Hätten Sie den gleichen Betrag in den DAX investiert, wären aus 100 Euro zum Stichtag 107,57 Euro geworden. Entsprechend, hat sich der Dax 11,5% besser entwickelt als das TGV. Annualisiert liegt die Rendite des TGV bei - 13,2%. Diese annualisierte Rendite ist aufgrund des kurzen Zeitraums nicht aussagekräftig. Mir ist es dennoch wichtig sie in jedem Brief zu nennen, da sie über einen langen Zeitraum von mindestens 5 Jahren die wichtigste Kenngröße darstellt, um meine Arbeit als Empfehlungen gebender Subadvisor des TGV zu bewerten.

Nun zur Portfolioübersicht zum 28.06.2019, dem letzten Handelstag im Juni.

Vermögen im TGV / Net Asset Value	8.204.465 Euro
Geldvermögen als % am Vermögen	31,21%
Anzahl der Investments	7

Die fünf größten Positionen im TGV sind in alphabetischer Reihenfolge

- Alphabet
- Majestic Wine
- Mercadolibre
- Rolls Royce
- Tucows

Auf Basis von unangepassten Finanzkennzahlen aus einer führenden Finanzdatenbank namens CapitalIQ, haben die Unternehmen im Portfolio im jährlichen, gleichgewichteten Durchschnitt über die vergangenen 36 Monate ein 5,7-mal so hohes Umsatzwachstum und ein 4,7-mal so hohes Gewinnwachstum wie die Unternehmen im DAX gezeigt. Unternehmen ohne Gewinn werden in dieser Rechnung nicht berücksichtigt. Der Gewinn der Portfoliounternehmen hat sich relativ schlechter als der Umsatz entwickelt, da alle Portfoliounternehmen in weiteres profitables Wachstum investieren und zum Beispiel durch Ausgaben für Forschung und Entwicklung Ihre aktuell ausgewiesenen Gewinne reduzieren. Wenn die Unternehmen im Portfolio noch stärker bei gleichbleibenden Kapitalrenditen investieren könnten, würde ich dies jederzeit gegenüber heute höheren Gewinnen bevorzugen. Im Gegenzug ist das durchschnittliche, unangepasste Kurs-Gewinn-Verhältnis unserer Portfoliounternehmen 1,7-mal über dem Durchschnitt der DAX Unternehmen. Dieser Aufschlag ist zu gering für Unternehmen mit einem wahrscheinlich langen und renditeträchtigen Wachstumspfad.

Aufgrund der aktuell schlechten Entwicklung des TGV möchte ich auf die folgenden zwei Themen nochmals gesondert eingehen:

- Das TGV hat sich signifikant anders als der DAX entwickelt und ist dabei durch eine hohe Konzentration in die besten Investmentopportunitäten deutlich schwankungsanfälliger / volatiler als der DAX. Dies wird sehr wahrscheinlich auch in Zukunft so bleiben und gegebenenfalls noch zunehmen. Ich bevorzuge jederzeit ein schwankungsanfälligeres Investment mit hohen Renditeaussichten und geringerem Risiko des Kapitalverlustes gegenüber einem schwankungsarmen Investment mit niedrigeren Renditeaussichten.
- Trotz der negativen Kursentwicklung einzelner Investments, schlafe ich hervorragend. Grund dafür ist, dass sich aktuell jedes der Investments operativ gut entwickelt und die Zukunftsaussichten positiv sind. Für mich sind gesunkene Kurse ohne Veränderung der strategischen oder operativen Erwartungen ein vorgezogener Sommerschlussverkauf.

Tucows

Im Folgenden möchte ich **unser Investment in Tucows** näher beleuchten, da (1) es ein sehr schönes Beispiel für die Investments ist, die ich für das TGV suche, und (2) es der Hauptgrund für die negative Rendite des TGV in seinem ersten Quartal war.

Tucows ist eine Holding mit Sitz in Toronto und investiert im weitesten Sinne in Geschäftsmodelle mit wiederkehrenden Umsätzen. Elliot Noss ist seit 2001 CEO des Unternehmens und hält zusammen mit dem Rest des Managementteams ca. 9% der ausstehenden Aktien. Mit wenigen Ausnahmen ist das Führungsteam jeweils seit mehr als einem Jahrzehnt bei Tucows. Das Unternehmen wurde 1992 gegründet, testete über die folgenden 10 Jahre diverse Geschäftsmodelle und überstand den Hype und anschließenden Crash der frühen 2000er Jahre. Anschließend entwickelte sich das Unternehmen zu einem der weltweit größten Reseller von Internet-Domains mit über 25 Millionen verwalteten Domains. Mit den Gewinnen aus diesem Bereich konnte Tucows etwas mehr als 50% der ausstehenden Aktien opportunistisch sehr günstig zurückkaufen und zusätzlich zwei neue Geschäftsfelder aufbauen. Beides zeigt, dass Tucows Kapital langfristig, rational und unternehmerisch allokiert.

Die neuen Geschäftsfelder laufen unter der Marke Ting und bieten dem Kunden einen herausragenden Service. In dem einen Geschäftsfeld verkauft Tucows den Kunden in den USA jederzeit kündbare Mobilfunknutzung auf Basis der Netze von Sprint, T-Mobile und Verizon. Aktuell hat Tucows 284.000 Kunden, die dieses Angebot nutzen, ein kleiner Anteil in einem Land mit ungefähr 327.000.000 Einwohnern. In dem Anderen baut Tucows in kleinen US-Gemeinen Glasfasernetze auf und bietet den Kunden so Zugang zum Internet aktuell mit Übertragungsraten von bis zu 1 Gigabit pro Sekunde. Aktuell baut Tucows sein Angebot in 8 Städten auf, ein ebenfalls kleiner Anteil in einem Land mit ungefähr 36.000 Städten und Gemeinden. Beide Geschäftsfelder kosten Tucows zunächst Geld im Aufbau der nötigen Infrastruktur sowie durch die anfänglichen Kundengewinnungskosten. Folglich ist der ausgewiesene Gewinn deutlich unter dem Niveau, das ohne die Investition bereits

heute erreicht werden könnte. Schon jetzt jedoch zeigen beide Segmente, dass man mit ihnen langfristig sehr hohe Gewinne und noch wichtiger inkrementelle Kapitalrenditen über 20% verdienen kann.

Aktuell suche ich nach Investments, die die folgenden Kriterien erfüllen:

1. Unternehmen mit dem Potential Kapital für eine sehr lange Zeit mit hohen Renditen zu verzinsen, ...
2. geführt von vertrauenswürdigen, rationalen Teams mit den gleichen Interessen (d.h. Personen, die einen Großteil Ihres Lebens, Ihres Vermögens und / oder Ihrer Reputation in dem Unternehmen investiert haben), und das Ganze...
3. zu einem Preis, der deutlich unter dem liegt, was das Unternehmen und das das Unternehmen ausmachende Team wert sind.

Alle drei Punkte treffen auf Tucows zu. Warum hat Tucows nun aber trotzdem einen negativen Beitrag von 2,1 Euro pro Anteil zum TGV geliefert?

Der Kurs des Unternehmens ist von einem ersten verhältnismäßig kleinen Investment bei ca. 82 USD zum Stichtag 28.06.2019 auf 61,02 USD abgerutscht. Seitdem ist der Kurs weiter auf unter 50 USD gefallen. Das hört sich zunächst dramatisch an, doch es gibt Gründe für diese Kursbewegung:

- Tucows ist zum wiederholten Mal Ziel einer Shortattacke geworden. Das heißt, dass Marktteilnehmer sich Aktien von Tucows von Dritten leihen und diese dann verkaufen. Damit spekulieren sie auf fallende Kurse und dies in den letzten Monaten bei Tucows erfolgreich. Das ist ein Leerverkauf. Bei Tucows sind ca. 16 % der ausstehenden Aktien leer verkauft. In den letzten Jahren gibt es jedoch häufiger noch einen weiteren Schritt nachdem jemand seine Aktien leerverkauft hat: Die medienwirksame und negativ geschriebene Veröffentlichung der Leerverkaufsidee. Wie bei einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung, folgen regelmäßig Kursstürze nach einer solchen Veröffentlichung.
- Dieser Kurssturz wurde durch Tucows noch befeuert, da das Unternehmen kurz danach veröffentlichte, dass es in den nächsten 18 Monaten das Partnernetz für das Ting- Mobilfunksegment von T-Mobile USA zu Verizon wechseln werde und dafür einmalige Kosten von 12 Millionen USD anfallen werden. Während dieser Wechsel dem Unternehmen mittel- und langfristig durch mehr Flexibilität in der Angebotsgestaltung und besseren Einkaufskonditionen helfen wird, drückt es kurzfristig die Gewinne und damit zunächst auch den Aktienkurs.

Ich verfolge das Unternehmen Tucows und das dazugehörige Team bereits seit 2015 intensiv und konnte daher mit ruhigem und gutem Gewissen empfehlen die Position Tucows im TGV deutlich auszubauen. Wir haben damit den vorgezogenen Sommerschlussverkauf gut genutzt: Tucows ist aktuell die zweitgrößte Position im TGV.

Ich danke, Ihnen für Ihr Vertrauen und freue mich auf die weitere Partnerschaft als Investoren / Compounder im TGV Compound Interest

Ihr Laurenz Nienaber

laurenz@lmncapital.de