

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
Germany

Telefon: +49/228/368840
Telefax: +49/228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das Jahr 2019 unseres Sub-Advisors
CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

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 Intrinsic Jahresbericht 2019 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug in den neun Monaten seit Auflage am 29. März 2019 +9,2%. Damit liegt der NAV zum 30.12.2019 bei 109,16€. Der Dax erzielte im gleichen Zeitraum eine Rendite von +15,0% und der MSCI World eine Rendite von +11,9%.

Im Folgenden erhalten Sie einen Überblick zum TGV Intrinsic und ich schildere meine Überlegungen, warum Krisen positive Auswirkungen auf die Unternehmen im TGV haben können. Anschließend erkläre ich, warum TomTom eine der größten Positionen im TGV ist.

Portfoliostuktur und Performanceüberblick zum 30.12.2019

Portfoliostuktur

NAV	109,16€
Zahl der Investments	11
Gewichtung größtes Investment	17,5%
Gewichtung fünf größte Investments	64,1%
Gewichtung Kasse	4,4%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Alphabet

Microsoft

TomTom

Tucows

Wabtec

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%

Alle Unternehmen haben seit dem Halbjahr 2019 operativ meine Erwartungen erfüllt oder übertroffen. Die meisten Unternehmen im TGV Intrinsic konnten ihre Umsätze und Gewinne deutlich steigern. Spitzenreiter ist weiterhin das argentinische Unternehmen MercadoLibre, über das ich Ihnen im letzten Investorenbrief ausführlich berichtete. Das Unternehmen steigerte im

dritten Quartal 2019 seine Umsätze um 70% gegenüber dem Vorjahresquartal. Somit hat sich das Umsatzwachstum nochmals beschleunigt.

In den kommenden Jahren werden die Unternehmen im TGV mit Sicherheit auch einmal die operativen Erwartungen nicht erfüllen. Jede Industrie erlebt zwischenzeitlich kürzer oder länger anhaltende Krisen. Solche Krisen bedeuten für die Unternehmen im TGV eine Vielzahl von Opportunitäten, sich operativ weiterzuentwickeln und gestärkt aus einer Krise hervorzugehen. Nassim Taleb beschreibt dieses Phänomen in seinem Buch „Antifragilität“. Demnach können Systeme drei Zustände einnehmen: Fragilität, Robustheit und Antifragilität. Dieses Konzept lässt sich auf die Unternehmenswelt übertragen. Ein fragiles Unternehmen erleidet während einer Krise große Probleme und muss eventuell seine Geschäftstätigkeit beenden. Ein robustes Unternehmen hingegen kann einer Krise deutlich länger standhalten, bevor es in ernsthafte Schwierigkeiten gerät.

Antifragilität wiederum bedeutet, dass ein Unternehmen eine Krise zur eigenen Stärkung nutzt. Die Impfung eines Menschen ist ein Beispiel aus der Natur für Antifragilität: Im Rahmen der Impfung wird dem Menschen eine geringe Dosis Bakterien oder Viren injiziert, gegen die er geimpft werden soll. Der Körper baut Antikörper auf, um diese Erreger zu bekämpfen. Ist der Körper in den nächsten Jahren einem größeren Angriff dieser Erreger ausgesetzt, so kann er diese aufgrund der Impfung abwehren. Es gibt folglich Situationen in der Natur, in denen eine Krise langfristig eine Stärkung bedeutet. In ähnlicher Form trifft dies meiner Einschätzung nach auch auf viele Unternehmen im TGV Intrinsic zu.

Folgende drei Beispiele zeigen Möglichkeiten auf, die sich für die Unternehmen im TGV Intrinsic in einer Krise ergeben:

1. Organische Investitionen - Marktanteilsgewinne: Alle Unternehmen im TGV Intrinsic sind solide finanziert und haben teilweise einen hohen Nettokassenbestand. Sollte sich das Rentabilitätsniveau innerhalb einer Industrie vorübergehend verschlechtern, werden Wettbewerber in Finanzierungsschwierigkeiten geraten, während die Unternehmen im TGV Intrinsic durch Investitionen in Innovationen oder Marketing Wettbewerbsvorteile ausbauen und langfristig den eigenen Marktanteil erhöhen können.
2. Anorganische Investitionen - Unternehmenszukäufe: Wabtec akquiriert jedes Jahr Unternehmen aus dem Eisenbahnbereich. In einer Krise könnten viele kleinere Unternehmen in Schwierigkeiten geraten. Ich erwarte, dass Wabtec dann zu günstigen Preisen zukaufen wird und diesen Unternehmen die benötigten Ressourcen zur Verfügung stellt.
3. Investition in Aktienrückkäufe: Microsoft kauft für mehrere Milliarden US-Dollar pro Quartal (!) eigene Aktien zurück. Fällt in der nächsten Krise der Aktienkurs stark, kann Microsoft deutlich mehr Aktien für den gleichen Betrag zurückkaufen und zukünftige Gewinne verteilen sich auf weniger Anteilseigner.

Niemand weiß, wann genau die nächste Krise entsteht, doch sie kommt mit Sicherheit. Die Unternehmen im TGV Intrinsic sind so aufgestellt, dass sie gestärkt aus der nächsten Krise hervorgehen sollten. Dies gilt auch für TomTom, eine der größten Positionen im TGV Intrinsic. Mir erscheint es, als ob viele Investoren der Auffassung sind, das Unternehmen habe die besten Zeiten bereits hinter sich. Ich glaube, sie liegen erst vor uns und habe deshalb ein Investment in TomTom empfohlen.

TomTom – Ein Investment in sich ausweitende Netzwerkeffekte

Die Zukunft beginnt für TomTom im Jahr 2008. Gerade erst hat das Unternehmen einen neuen Absatz-Höhepunkt erreicht und im Jahr 2007 10 Millionen mobile Navigationsgeräte verkauft. Dann übernimmt TomTom den Kartenhersteller Tele Atlas für 2,9 Milliarden Euro und erweitert erheblich die eigene Wertschöpfungstiefe. Das Unternehmen ist ab sofort in der Lage, direkt an die Automobilhersteller Kartendaten zu verkaufen.

12 Jahre nach vorne, wir haben 2020. Selbstfahrende Automobile werden irgendwann auf unseren Straßen fahren – doch wie werden diese Autos dann navigieren? Es existieren zwei potentielle Extreme: Jedes Auto wird mit möglichst intelligenten Sensoren, Kameras und Software ausgestattet und kann sich durch sämtliche Fahrsituationen manövrieren. Oder aber das Auto nutzt eine bis in kleinste Details genaue Karte, um sich zu lokalisieren und zu navigieren.

Es gibt gute Argumente dafür, dass sich langfristig keines der Extreme, sondern eher ein Mix aus beiden Technologien herauskristallieren wird. Das Auto muss erkennen, wenn ein Kind auf die Straße rennt und benötigt dafür Kameras und Sensoren. Gleichzeitig ist das Kartenmaterial wichtig, um einen flüssigeren Fahrtverlauf zu ermöglichen. Zum Beispiel werden die Daten aus der Karte verwendet werden, um rechtzeitig vor einer Kurve die Geschwindigkeit zu reduzieren. Zudem ist die Karte eine Absicherung, wenn Sensoren und Kameras keine eindeutigen Signale liefern oder einmal ausfallen sollten.

Damit ein Auto sich zentimetergenau in seiner Umgebung lokalisieren kann, benötigt es eine hochauflösende Karte (HD-Karte, HD = High Definition). HD-Karten beinhalten deutlich mehr Informationen als die heute in Navigationsgeräten verwendeten SD-Karten (SD = Standard Definition). Neben der höheren Genauigkeit liegt einer der technischen Vorteile einer HD-Karte in der Fähigkeit, kleinste Details jederzeit in der Karte aktualisieren zu können. Diese Fähigkeit wird bei einer höheren Automatisierung von Mobilität notwendig, da Veränderungen der Straßen, Geschwindigkeiten oder neu entstandene Baustellen jederzeit in der Karte aktuell gehalten werden müssen.

TomTom erkennt vor einigen Jahren, dass man die Marktführerschaft von HERE¹ bei SD-Karten nicht brechen kann. Deshalb beginnt TomTom früh, in die Entwicklung von HD-Karten zu investieren. Das frühe Investieren seitens des Unternehmens hat sich ausgezahlt: In 2019 werden von den großen Automobilherstellern die ersten Verträge für HD-Karten vergeben. TomTom kann sich einen Marktanteil von 60% sichern, deutlich vor HERE.

Veränderung im Geschäftsmodell von TomTom durch HD-Karten

Die beschriebene gestiegene Anforderung an das Kartenmaterial wird zu einer Veränderung im Geschäftsmodell von TomTom führen. Heute erhält TomTom für jedes verkaufte Auto mit seinem Kartenmaterial einmalig ungefähr 30 Euro. Sobald Karten kontinuierlich aktualisiert werden müssen, wird sich die Vergütung in ein Abomodell umwandeln und damit zu wiederkehrenden Umsätzen führen (zum Beispiel in Form einer Jahresgebühr pro Auto für die Nutzung des Kartenmaterials). Dadurch sollte TomTom über die Nutzungsdauer eines Autos höhere Einnahmen generieren als in der Vergangenheit.

Warum definiere ich TomTom als ein Investment in sich ausweitende Netzwerkeffekte? Das Unternehmen kann heute auf mehr als 600 Millionen Datenquellen zurückgreifen, aus denen täglich aktualisierte Informationen in die Karte einfließen. In der Vergangenheit wurden dazu insbesondere anonymisierte Bewegungsdaten von Mobilfunkherstellern, Informationen aus den fest eingebauten Navigationssystemen von Automobilherstellern sowie Daten aus den mobilen Navigationsgeräten von TomTom selbst verwendet. Dieses Datennetzwerk hat TomTom über Jahre hinweg sukzessive ausgebaut. Heute beliefern Automobilzulieferer TomTom mit ihren Sensor- und Kameradaten für die Erstellung und Aktualisierung der HD-Karten. Straßenbehörden tragen rechtzeitig neue Baustellen in das Kartenmaterial ein und Städte informieren über Straßenmärkte und andere bevorstehende Events. Langfristig besitzt der Kartenhersteller mit den meisten Echtzeitinformationen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil. TomTom befindet sich auf einem guten Weg, dieser Kartenhersteller zu werden.

Auch hat sich die Wettbewerbsposition von TomTom in den letzten Jahren nochmals verbessert: HERE wurde von Audi, BMW und Daimler gekauft, die wiederum im Wettbewerb zu den anderen Automobilherstellern stehen. Diese anderen Automobilhersteller werden HERE als Zulieferer eher meiden. Alphabet, mit den Bereichen Android und Google Maps wird in den nächsten Jahren in einigen Betriebssystemen von Automobilherstellern vertreten sein. Jedoch steht ein großer Teil der Automobilhersteller einer Partnerschaft mit Google skeptisch gegenüber, da sie befürchten einen zentralen Bereich der Wertschöpfung - in Form des Kontakts zum Endkunden - an Google zu verlieren. TomTom befindet sich folglich in einer guten Ausgangsposition, um seine Marktanteile auszubauen. Dies zeigt sich in den Erfolgen bei der Vergabe der ersten Aufträge für HD-Karten.

¹ Wurde in 2015 von Audi, BMW und Daimler für 2,6 Milliarden Euro von Nokia gekauft.

Ein Risiko für TomTom besteht darin, dass viele Startups im Bereich HD-Karten momentan hohe Finanzierungen erhalten und sich zu neuen Wettbewerbern entwickeln können. Unabhängig davon, wann HD-Karten marktüblich werden, ist TomTom jedoch im Vorteil gegenüber diesen potentiellen neuen Wettbewerbern. Sollten HD-Karten bereits innerhalb weniger Jahre hohe Absätze erzielen, würde für die Startups und TomTom sehr schnell ein Absatzmarkt entstehen. Allerdings haben diese Startups derzeit weder die finanziellen noch die personellen Ressourcen, eine globale und hochauflösende Karte zu erstellen. TomTom würde deshalb stärker von einer schnellen Marktreife von HD-Karten profitieren. Sollte es dagegen länger dauern, bis HD-Karten in der Massennutzung angekommen sind, würden Startups bis dahin nur geringe Umsätze generieren und könnten notwendige Investitionen kaum finanzieren. Dieses Problem hat TomTom nicht. Das Unternehmen erwirtschaftet seit vielen Jahren positive Free Cashflows und hat über 400 Millionen Euro Nettoliquidität auf seiner Bilanz.

Bewertung der HD Karten Opportunität

Jedes Jahr werden knapp 100 Millionen Autos weltweit verkauft, davon rund 40 Millionen Autos in Europa und Nordamerika – den beiden Hauptmärkte von TomTom. Bei 30% dieser 40 Millionen Autos wird ab Werk ein Navigationsgerät eingebaut. Dieser Prozentsatz wird kontinuierlich steigen und erreicht bei einer Massenproduktion selbstfahrender Autos schließlich 100%, da jedes selbstfahrende Auto eine HD-Karte benötigt. In Europa und Nordamerika dürften langfristig durch die Sharing-Mobilität zwar weniger Autos verkauft werden, aber in den kommenden Jahren werden dafür die verkauften Autos in Asien, Lateinamerika und Afrika immer häufiger über ein Navigationssystem verfügen. Dies sollte den adressierbaren Markt für TomTom mindestens stabil halten.

Wie könnte eine Bewertung des HD-Karten Bereichs aussehen? Bei 40 Millionen Autos als adressierbarem Markt und einem Marktanteil von 40%² würde TomTom an 16 Millionen Autos HD-Karten liefern. Ich gehe von einer Jahresgebühr von 30 Euro pro Auto aus und halte eine Profitabilität von 20% auf Free Cashflow-Ebene für erreichbar. Das würde zu einem jährlichen Free Cashflow in Höhe von 96 Millionen Euro führen. Ich multipliziere das Ergebnis mit einem 15-fachen Free Cashflow-Multiple und nehme an, dass TomTom dieses Ergebnis in 10 Jahren erreicht. Deshalb zinse ich den Wert über 10 Jahre mit einer Diskontrate von 10% ab und erhalte einen Wert für den HD Karten Bereich von 560 Millionen Euro.

Der Mehrwert eines Abomodells gegenüber einem einmaligen Transaktionsmodell liegt darin, dass Kunden aus dem ersten Jahr im nächsten Jahr nicht wiedergewonnen werden müssen. Bei gleichbleibenden Annahmen verdoppelt sich dementsprechend der Jahresgewinn im zweiten Jahr. Denn die im ersten Jahr verkauften Autos zahlen weiterhin ihre Jahresgebühr, zusätzlich

² Entspricht etwa dem heutigen Marktanteil von TomTom bei SD-Karten

zahlen dann aber auch noch die im zweiten Jahr verkauften Autos die Jahresgebühr. Würde in Zukunft ein Auto 3 Jahre lang gefahren werden (die Nutzungsdauer wird vom heutigen Niveau aus sinken aufgrund der höheren Auslastung durch die Sharing-Mobilität), so würde dies unter den oben beschriebenen Annahmen zu einem wiederkehrenden Free Cashflow von 288 Millionen Euro³ für TomTom führen. Dieser Wert der zukünftigen Opportunität spiegelt sich im heutigen gesamten Unternehmenswert nicht ausreichend wider.⁴

Neben den positiven Wachstumsaussichten fällt bei TomTom das visionäre Gründerteam auf. Harold Goddijn, Corinne Goddijn-Vigreux (beide Vorstand), Peter-Frans Pauwels und Pieter Geelen haben in der Vergangenheit mehrfach strategische Weitsicht bewiesen und führen das Unternehmen mit großer Leidenschaft. Sie halten zusammen 45% der Unternehmensanteile. Der Gründer von Tele Atlas, Alain de Taeye, ist verantwortlich für Innovationen im Kartenbereich und leitete die frühe Ausrichtung von TomTom auf HD-Karten ein. Bis Gewinne aus dem Bereich der HD-Karten erzielt werden, werden noch einige Jahre vergehen. TomTom wirtschaftet aber heute schon mit den Umsätzen aus SD-Karten und weiteren Dienstleistungen wie Verkehrsinformationen profitabel und ist nur mit dem 13-fachen des Free Cashflows bewertet.⁵ Damit erfüllt TomTom genau die Kriterien, nach denen ich für das TGV Intrinsic suche: Ein intrinsisch motiviertes Gründerteam, tolle langfristige Wachstumsperspektiven und eine Börsenbewertung, die unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt. Deshalb habe ich ein Investment in TomTom empfohlen.

Nur der langfristige Investor profitiert von Antifragilität

Zu Beginn des Briefes sprach ich von der Antifragilität der Unternehmen im TGV Intrinsic – also den möglicherweise positiven Folgen einer Krise für diese Unternehmen. TomTom könnte alle der zuvor angesprochenen Möglichkeiten wertschaffend für sich nutzen:

1. Organische Investitionen: Eine Krise könnte - wie zuvor beschrieben - dazu führen, dass die Finanzierung für andere Unternehmen schwierig wird. TomTom hat ausreichend Kapital zur Verfügung, um daraus Nutzen zu ziehen. Durch Investitionen in Vertrieb oder Produktinnovationen könnte TomTom dann weitere Marktanteile gewinnen.
2. Anorganische Investitionen: Eventuelle Finanzierungsprobleme von Wettbewerbern könnte TomTom in einer Krise auch dafür nutzen, diese Wettbewerber zu akquirieren. Entweder um die eigene Technologie zu ergänzen oder weitere intelligente Köpfe dem eigenen Team hinzuzufügen.
3. Aktienrückkäufe: Im nächsten Abschwung würde sicherlich auch die Bewertung von TomTom sinken. Auf dem Investorentag im September 2019 hat der TomTom CFO Taco Titulaer angekündigt, sich in nächster Zeit intensiv mit der Möglichkeit von Aktienrückkäufen auseinanderzusetzen. Ich habe Taco Titulaer seit dem ersten

³ Entspricht den 96 Millionen Euro Free Cashflow multipliziert mit der 3-jährigen Nutzungsdauer

⁴ Gesamtunternehmenswert = Marktkapitalisierung – Nettokasse

⁵ Auf Basis des Gesamtunternehmenswertes

Kennenlernen in 2013 als einen außergewöhnlich reflektierten und rationalen Kapitalallokatoren kennengelernt, der sich des potentiellen Wertbeitrags von Aktienrückkäufen sehr bewusst ist. Ein niedrigerer Aktienkurs wäre dann sogar wünschenswert, da TomTom mehr Aktien zurückkaufen könnte und sich zukünftige Gewinne auf weniger Anteilseigner verteilen würden.

Viele Investoren sorgen sich vor der nächsten Krise. Ich hoffe, ich kann verdeutlichen, dass bei einem langfristigen Investmentstil Krisen immer auch Chancen für die Unternehmen bieten. Danke, dass Sie als Anleger im TGV Intrinsic es mir ermöglichen, diese langfristige Perspektive einzunehmen.

Am 6. Juni 2020 findet das alljährliche Investorentreffen der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn statt. Sie sind herzlich dazu eingeladen und ich freue mich darauf, Sie dort begrüßen zu können.

Ich wünsche Ihnen allen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2020.

Clemens Lotz