

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 2019 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 2019 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 13 Positionen. Das TGV war zum 30.12.2019 nahezu voll investiert.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	InVision AG	DE0005859698	31,0%	NAV am 30.12.2019	130,67
2	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	16,7%	Anzahl Investments	13
3	La Française de l'Energie	FR0013030152	13,9%	Gewichtung grösstes Investment	31,0%
4	Vente-Unique.com	FR0010766667	8,7%	Gewichtung Top-5 Investments	77,5%
5	Home24	DE000A14KEB5	7,2%	Gewichtung Kasse	1,4%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum Ende 2019 auf 31,0%¹. Der Dax hat im gleichen Zeitraum 24,2% zugelegt.

	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%
2019	25,9%	25,5%	0,4%
total	31,0%	24,2%	6,8%
per annum	8,9%	7,1%	1,8%

Im Jahresvergleich steht der positiven Performance des TGVs in Höhe von 25,9% eine vergleichbar erfreuliche Wertsteigerung des Dax 30 in Höhe von 25,5% gegenüber.

Mit Freude können wir somit über ein recht erfolgreiches Jahr 2019 für das TGV berichten. Damit steht das TGV aber, wie gesagt, nicht alleine da. Viele Aktienindizes sowie die meisten Assetklassen konnten in 2019 deutliche Wertsteigerungen verbuchen.

¹ Ab dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das TGV Rubicon Stockpicker Fund nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der NAV-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

Bedeutende Transaktionen / Entwicklungen im Portfolio des TGVs

Eurotech S.P.A.

Ganz besonders freuen wir uns über die überaus erfreuliche Entwicklung der Eurotech und wollen dem CEO Roberto Siagri und seinem Team an dieser Stelle ganz herzlich zum Erfolg gratulieren!

Einige Jahre nun schon haben wir die Gesellschaft begleitet und Roberto als einen unglaublich passionierten und visionären Techniker kennengelernt. Mehr als eine halbe Dekade lang haben er und sein Team unbeirrt und unter teils schwierigen Umständen an ihrer Vision des „Ubiquitous Computing“ (vereinfacht - Internet der Dinge) gearbeitet und an vorderster Front entsprechende Hard- und Software-Lösungen entwickelt. Lange wurden diese Anstrengungen und Investitionen nicht gewürdigt und auch kundenseitig war die Markterschließung aufwendig und langwierig. Ein ums andere Jahr musste Roberto in seinen jährlichen Aktionärsbriefen Durchhalteparolen verkünden.

Diese Zeit scheint nun vorbei. Nach einem starken 2018 konnte Eurotech in den ersten 9 Monaten 2019 den Umsatz um knapp 40% steigern, bei einer EBITDA-Marge von rund 20%. Die Orderbücher sind randvoll. Die Aktie goutierte diese Entwicklung mit einem Anstieg von ehemals 1,20 EUR auf zeitweise runde 10 EUR. Chapeau!

Nach unserer Analyse hat der Markt bei diesem Preis einen guten Teil unserer Investitionsthese bereits eingepreist. Schweren Herzens haben wir reagiert und eine Reduktion empfohlen. Aktuell gehört Eurotech nicht mehr zu den großen Positionen des TGVs. Wir bleiben Eurotech aber weiterhin verbunden.

Westwing Group AG

Neben der erfolgreichen Gewinnmitnahme bei Eurotech war auch ein für das TGV eher ungewöhnlicherer Trade in Aktien der Westwing Group AG ein schöner Ertragsbringer.

Westwing ist eine eCommerce-Plattform für Home & Living im Format eines „Shoppable Magazine“². Über die vergangenen Jahre wurden mit Hilfe von namhaften Investoren, wie etwa Holtzbrinck Ventures, Rocket Internet, Kinnevik oder Tengemann Ventures, mehrere 100 Mio. EUR eingesammelt und Westwing marketingseitig sowie technologisch aufgebaut.

² Kunden wird eine kuratierte Auswahl an Produkten angeboten, die das Unternehmen mit kreativen Inhalten kombiniert. Seit 2015 wurde mit WestwingNow zudem ein permanentes Sortiment etabliert.

Im Oktober 2018 erfolgte dann mit dem IPO eine letzte Finanzierungsrunde in Höhe von 114 Mio. EUR, um das Unternehmen in die schwarzen Zahlen zu führen. Emissionspreis war seinerzeit 26 EUR je Aktie; dies entsprach einer Bewertung von mehr als einer halben Mrd. EUR.

Die mit der hohen Bewertung einhergehenden Erwartungen wurden jedoch nicht sofort erfüllt. Das Unternehmen schrieb weiterhin erhebliche Verluste und Altaktionäre fingen an, die Aktie zu verkaufen. Weniger als 1 Jahr nach dem IPO erschien Westwing bei einer Bewertung auf Höhe der Nettoliquidität erstmals mit geringer Priorität auf unserer Watchlist.

Als in der Folge aber der Aktienkurs weiter erheblich nachgab, reagierten wir sehr schnell: Wir nahmen Kontakt mit dem Management auf und arbeiteten uns tief ein. Und was wir sahen erschien uns durchaus interessant.

Grundsätzlich schien die Gesellschaft solide und mit Weitblick aufgebaut. Das ganze Setup war, vor allem durch die hochmoderne Technologieplattform, allerdings erheblich überdimensioniert. Man musste Wachstum zeigen, um Skaleneffekte zu heben und genau dieses Wachstum stockte nach dem IPO.

Das spannende bei einem Unternehmen wie der Westwing ist aus unserer Sicht, dass man mit üblichen Bewertungsmodellen problemlos einen sehr tiefen oder - wie noch vor kurzem beim IPO eindrucksvoll geschehen – einen sehr hohen Wert ermitteln kann, je nachdem, ob man davon ausgeht, dass die geplante Hochskalierung gelingt oder nicht.

Ein Blick in die Vergangenheit verdeutlichte uns, dass das Stocken nach dem IPO nicht wirklich außergewöhnlich war. Seit Gründung der Westwing konnte man sehen, dass wichtige Indikatoren, Kennziffern und Datenpunkte der Gesellschaft teilweise erheblich schwankten. Parameter, wie Kundengewinnungskosten, Kundenwachstum oder Kundenwert laufen nicht immer in eine Richtung, sondern sind aufgrund des Wettbewerbsumfeldes oder interner Umsetzungsprobleme teilweise sehr volatil. Diese Volatilität wollten wir nutzen.

Nach unserer Einschätzung würde die Nettoliquidität trotz hoher Verluste in 2019 zum Jahresende immer noch mindestens 70 Mio. EUR betragen.³ Ohne eine größere Restrukturierung (die kurzfristig den Aktienkurs positiv beeinflusst hätte) war aus unserer Sicht selbst für Ende 2020 ein Cashbestand von mehr als 50 Mio. EUR wahrscheinlich.

³ Per AdHoc von 03.01.20 wurde schließlich eine Netto-Liquidität von 73 Mio. EUR verkündet.

Bei einer Unternehmensbewertung von seinerzeit rund 40 Mio. EUR und genügend Cash für 2-3 Jahre erschien uns das Verlustrisiko viel geringer als die Wahrscheinlichkeit, dass sich die KPIs mittelfristig erholen und der Markt der Westwing dementsprechend wieder eine deutlich höhere Bewertung zuschreibt. Zudem sahen wir die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme der Gesellschaft erheblich steigen, je weiter die Marktbewertung unter die Nettoliquidität fiel. In Summe sprach aus unserer Sicht viel für eine hohe Optionalität bei kalkulierbarem Risiko über die nächsten Quartale. Vor diesem Hintergrund empfahlen wir kurzfristig eine signifikante Position in Aktien der Westwing Group AG aufzubauen.

Zu unserer positiven Überraschung trat eine solche Optionalität dann sogar schneller ein, als von uns erhofft. Der einstige Großaktionär, Rocket Internet, nutzte die extreme Verunsicherung der Marktteilnehmer und erwarb bei Kursen erheblich unter seinen damaligen Verkaufskursen mehr als 25% des Grundkapitals der Gesellschaft. Wir empfahlen, den Großteil der Position im Zuge dieser Käufe von Rocket Internet zu veräußern. Das TGV konnte hierbei innerhalb weniger Wochen einen Kursgewinn von mehr als 100% auf diese Verkäufe verbuchen.

Kauf – Home24 SE / Vente-Unique.com SA

Der schöne Kursgewinn war aber nicht der einzige positive Effekt aus unserem Kontakt mit Westwing. Im Rahmen unseres breit angelegten Branchen-Researchs stießen wir auf zwei weitere interessante Unternehmen. Wie sich nämlich zeigte, hatten diverse Unternehmen im Bereich eCommerce für Home & Living erhebliche Kursverluste erlitten. Wir haben aus diesem Bereich zwei sehr gegensätzliche Unternehmen als Kauf empfohlen:

In Frankreich trafen wir auf Vente-Unique.com und waren sofort angetan. Vente-Unique verkauft online preiswerte Möbel, macht europaweit ca. 100 Mio. EUR Umsatz und positioniert sich als klarer Kostenführer. Hiervon konnten wir uns bei einem Unternehmensbesuch vor Ort eindrucksvoll überzeugen. Bereits in der Gründungs-DNA wurde dieser Fokus angelegt. CEO Sacha Vigna hatte 300.000 EUR zur Verfügung, um seine Vision eines preisgünstigen Online-Möbelhändlers aufzubauen. Herausgekommen ist eine tolle Erfolgsgeschichte. Die letzten acht Jahre wuchs die Gesellschaft im Schnitt mit knapp 12% jährlich, ist profitabel und zahlt aktuell Dividendenrenditen im Bereich von 4-5%. Darüber hinaus hat die Gesellschaft im Zuge des IPOs 7 Mio. EUR eingesammelt, die weiterhin als Nettoliquidität zur Verfügung stehen. Auf einer Bewertungsbasis im Bereich von EV/EBIT 5-6 empfahlen wir den Aufbau einer Position.

Mehr oder weniger zeitgleich trafen wir in Deutschland auf die förmlich konträre Home24

SE. In einem Bereich, wo Vente-Unique mit fünf Programmierern auskommt, beschäftigt Home24 mehr als 150. Vente-Unique wurde mit 300.000 EUR gestartet, Home24 mit mehreren 100 Mio. EUR. Profitabilität war für Vente-Unique immer wichtig, Home24 hat sich etwa 2015 bewusst einen Verlust von 81,7 Mio. EUR! geleistet.

Trotz dieser auf den ersten Blick abschreckenden Zahlen für Home24, hat aber auch dieses Unternehmen unsere Aufmerksamkeit erweckt. Die Bewertung der Home24 wies – ähnlich wie bei der Westwing – einen aus unserer Sicht stark überzogenen Pessimismus auf. Nach einem fulminanten IPO stürzte der Aktienkurs regelrecht ab und die Börsenbewertung lag nur noch knapp über den Cashbeständen der Gesellschaft.

Bei einem sehr intensiven Besuch vor Ort konnten wir uns davon überzeugen, dass bei Home24 sehr strategisch und langfristig gedacht wird. Die Strukturen und hierbei insbesondere die aus unserer Sicht hoch attraktive technologische Infrastruktur ist ähnlich wie bei Westwing für das derzeitige Umsatzvolumen völlig überdimensioniert. Daher die Verluste. Grundsätzlich ist das gesamte Geschäftsmodell aber auf Skalierung ausgelegt. D.h. mit steigendem Umsatz wird das Geschäftsmodell aufgrund diverser Effekte immer attraktiver. Im Vorfeld nimmt man „Anlaufverluste“ bewusst in Kauf. Ein ganz spannender Umstand, zumal Home24 aktuell ordentlich wächst und strukturell noch viele Jahre deutlich wachsen sollte. Knackpunkt bei der Home24 war und ist allerdings die Frage, ob die Cash-Reserven ausreichen, um den Break-Even zu erreichen. Wir schätzen die Chancen dazu hoch ein. Daher haben wir auch hier den Aufbau einer Beteiligung empfohlen.

Mit besonderem Interesse werden wir verfolgen, wie die beiden Strategien sich am Markt beweisen. Je nach Fortgang werden wir Anpassungen empfehlen.

Kauf – 1&1 Drillisch AG

Darüber hinaus haben wir eine Beteiligung des TGVs an der 1&1 Drillisch AG empfohlen. CEO Ralph Dommermuth verfolgt nun schon seit einigen Quartalen konsequent den Aufbau eines eigenen 5G-Funknetzes. Die hieraus entstandene Planungsunsicherheit und die Sorge vor großen, riskanten Investitionen hat den Aktienkurs der Gesellschaft erheblich belastet. Diese Sorge teilen wir so nicht. Zumal die Gesellschaft bereits erste, sehr rationale Investitionsvolumina skizziert hat. Nach unserer Einschätzung bietet sich vielmehr die interessante Chance, einen der erfolgreichsten deutschen Gründer beim Aufbau der Netzinfrastruktur der nächsten Generation zu begleiten. Wir sind gespannt, wie Herr Dommermuth neben dem klassischen Mobilfunk neue spannende Märkte wie z.B. IoT oder vernetzte Fabriken/Fahrzeuge usw. bearbeiten wird.

Zusammenfassung

In Summe war das Börsenjahr 2019 erfreulich und in diversen Segmenten ließen sich teils beachtliche Wertsteigerungen realisieren. Vor diesem Hintergrund hat sich auch das TGV Rubicon Stockpicker erfolgreich entwickelt und eine schöne Wertsteigerung erzielt. Haupttreiber dieser index- und assetklassenübergreifenden Wertsteigerung war sicherlich auch in diesem Jahr die außergewöhnliche Zinsentwicklung, die mittlerweile diverse Indices auf Rekordhöhen getrieben hat.

Nach knapp 10 Jahren Börsenhausse gilt es, diese Entwicklung sicherlich mit Vorsicht zu beobachten. Zumal auch die geopolitischen Risiken zunehmen. In Bezug auf die Einzelpositionen des TGVs überwiegt bei uns mit Blick auf 2020 aber weiterhin der Optimismus. Erwartungsvoll und freudig blicken wir ins neue Jahrzehnt! Zudem: Unsere mit einer Gewichtung von 31% vermeintlich beste Idee steht mit 20,23 EUR ein und hat bei einem Jahresschlusskurs von 20,40 effektiv noch keinerlei Ergebnisbeitrag geliefert. Hier erwarten wir in den kommenden Jahren noch sehr viel.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com