

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 2017 unseres Sub-Advisors
Rubicon Equities GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Rubicon Stockpicker Fund“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Halbjahresbericht 2017 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Investoren,

nachdem unser erster Investorenbrief noch ganz in die Anfänge des Portfolioaufbaus fiel, ist das TGV zwischenzeitlich nahezu voll investiert. Aus unserer Sicht ein guter Zeitpunkt, um einmal eine Standortbestimmung durchzuführen. Warum wurde das Portfolio so strukturiert wie es ist, wie war die Performance, wie haben sich die einzelnen Investments entwickelt und was können wir zukünftig von den Unternehmen im TGV erwarten?

Das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 10 Positionen. Die Liquidität lag zum Stichtag bei 6,3%.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rank	Name	ISIN	Weight		
1	Max 21 AG	DE000A0D88T9	19,7%	NAV zum 30.06.2017	101,39
2	Eurotech S.P.A.	IT0003895668	15,2%	Anzahl der Investments	10
3	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	14,2%	Gewichtung grösstes Investment	19,7%
4	Amaysim Australia LTD	AU000000AYS5	12,3%	Gewichtung Top-5 investments	71,3%
5	Songa Bulk AS	NO0010778095	9,9%	Gewichtung Kasse	6,3%

Performance-Überblick

Um es gleich vorweg zu nehmen: Mit einer Performance seit Auflage im Oktober vergangenen Jahres von 1,4% sind wir nicht zufrieden. Seit Jahresbeginn ist die Performance mit -3,0% sogar leicht negativ. Der Dax hat sich im gleichen Zeitraum mit 15,6% bzw. 7,4% deutlich besser entwickelt.

	TGV Rubicon Stockpicker Fund	Dax 30	(Delta)	Benchmark 6% p.a.	(Delta)
Seit 31.10.2016	1,4%	15,6%	-14,2%	4,0%	-2,6%
Seit Jahresanfang	-3,0%	7,4%	-10,4%	3,0%	-6,0%

Aus heutiger Sicht wäre es somit besser gewesen, sehr breit in den Dax zu investieren. Europäische Nebenwerte, der Schwerpunkt unserer Anlageempfehlungen haben in vielen Fällen sogar noch besser abgeschnitten.

Warum haben wir dies nicht getan und was haben wir stattdessen getan? Zur Beantwortung dieser Frage ist es aus unserer Sicht notwendig, die aktuelle Entwicklung an den Finanzmärkten einmal aus der Vogelperspektive zu betrachten:

Nach unserer Analyse haben es die Zentralbanken dieser Welt – vereinfacht gesprochen – geschafft, mit ihren diversen Hilfsprogrammen die Finanzmärkte in ein warmes und behagliches „Geldbad“ zu tauchen. Pro und Contra wollen wir an dieser Stelle gar nicht diskutieren. Wir möchten in diesem Zusammenhang jedoch 2 Effekte hervorheben, die unsere Arbeit erheblich beeinflussen.

1. Liquiditätseffekte

Die Notenbankpolitik zielt auf rekordniedrige Anleihezinsen und sorgt dadurch teilweise sogar für Negativzinsen an den Rentenmärkten. Hierauf reagieren Investoren und erhöhen als Ausweichreaktion ihre Aktieninvestments. So sind unvermindert erhebliche Zuflüsse in die Aktienmärkte und im Besonderen in die Nebenwerte zu beobachten. Teilweise mussten Fondsanbieter ihre Fonds schließen, um die Anlagegelder überhaupt noch sinnvoll in den angestrebten Nebenwertesegmenten unterbringen zu können.

2. Bewertungseffekte

Diese erhebliche Liquidität in Verbindung mit dem niedrigen Zinsniveau führt nach unserer Analyse zu einer Ausweitung der Bewertungs-Multiple. D.h. die Unternehmen werden bezogen auf ihr Ertragspotential nachfragebedingt in der Breite schlicht teurer. Ja, den Unternehmen geht es besser und sie schaffen es ihr Ertragspotential auszuweiten. Aber dies erklärt nur einen Teil der starken Kursanstiege der vergangenen Jahre.

Darüber hinaus betrachten wir nicht nur das diesjährige Ertragspotential. Wir basieren unsere Analysen zumeist auf ein über den vollen Konjunkturzyklus geglättetes Ertragspotential. Dieses vergleichen wir dann mit der aktuellen Bewertung. In der Mehrheit unserer Analysen werten wir das aktuelle Umfeld für die einzelnen Unternehmen als eher überdurchschnittlich positiv bzw. nehmen Abschläge auf die aktuelle Ertragskraft vor.

Mit dieser Vorgehensweise fällt es uns im aktuellen Marktumfeld schwer, attraktive Unternehmen mit der gewünschten Sicherheitsmarge zu finden. Oft findet man maximal fair bewertete Unternehmen, die dann in der Folge aufgrund des guten Marktmomentums weiter steigen.

In einem solchen Umfeld der eigenen Strategie treu zu bleiben und nur mit einer Sicherheitsmarge zu empfehlen ist herausfordernd. Insbesondere wenn scheinbar jeden Tag neue Deals verkündet und von weiteren tollen Kursgewinnen bei Aktien berichtet wird.

Wir haben trotz allem versucht unseren Prinzipien treu zu bleiben und nur Unternehmen mit einer Sicherheitsmarge und somit zu einem attraktiven Preis für das TGV empfohlen. Denn nach unserer tiefen Überzeugung ist dies für uns die einzige nachhaltig erfolgreiche Strategie. Im Ergebnis hat das TGV nun ein Portfolio, dessen Unternehmen man grob 3 Kategorien zuordnen kann.

1. Investments in den maritimen Sektor

Der Fokus unserer Investmentempfehlungen ist der Nebenwertebereich. Gleichzeitig halten wir aber auch darüber hinaus Ausschau nach Marktanomalien mit attraktiven Rendite-Risiko-Profilen – gerade dann, wenn wir unseren Kernbereich für tendenziell überbewertet halten. Die Schifffahrt ist definitiv ein Bereich, in dem von der aktuellen Hochstimmung an den Märkten nichts zu spüren ist. Ganz im Gegenteil befindet sich die Schifffahrt in vielen Teilsegmenten in einem der längsten und hartnäckigsten Tiefs der jüngeren Vergangenheit. Der bekannte Reeder Bertram Rickmers ließ sich gar zu dem Zitat verleiten: „Eine Krise wie diese gab es in der Schifffahrt zuletzt nach dem deutsch-französischen Krieg 1870/71“.

Auch wenn die Insolvenz seiner eigenen Reederei die Wahrnehmung sicherlich verzerrt, eins scheint klar: Die Bewertungen im Sektor sind historisch niedrig und Liquidität ist knapp. Ein Umfeld, in dem wir gerne auf die Suche nach Investmentideen gehen.

Fündig geworden sind wir insbesondere im Segment der Schüttgutfrachter (Bulk). Über das TGV-Investment in Songa Bulk haben wir im letzten Investorenbrief ja bereits ausführlich berichtet. Diese Position wurde leicht aufgestockt und um ein Investment in Eagle Bulk Shipping ergänzt. Ähnlich wie Songa hat Eagle Bulk Shipping die Krise genutzt und hochwertige Tonnage zu Tiefstpreisen aufgekauft. Ein Ansatz ganz nach unserem Geschmack!

Der günstige Einstieg und die geringe Verschuldung ermöglichen es beiden Unternehmen schon bei historisch betrachtet geringen Raten profitabel zu arbeiten. Selbst weiterhin schwierige Zeiten können beide Unternehmen gut verkraften. Sollten die Raten sich jedoch nur wieder in den Bereich historischer Durchschnitte bewegen, würden beide Unternehmen erhebliche freie Cash-flows generieren und wahrscheinlich deutliche Wertsteigerungen erfahren.

Zeitlich planen lässt sich ein solcher Aufschwung natürlich nicht und beide Unternehmen haben im Berichtszeitraum leicht negative Performancebeiträge geliefert. Aus unserer Sicht ist dies langfristig wahrscheinlich sogar positiv zu werten. Je länger die Krise in der Schifffahrt andauert, desto länger bleiben die Kapitalzuflüsse in den Sektor auf sehr tiefen Niveaus. D.h. das Orderbuch sinkt weiter, Tonnage wird verschrottet und Werftkapazitäten werden weiter gekürzt. All dies ist Grundlage für den nächsten zyklischen Aufschwung.

2. Nebenwerte mit interessanten Optionalitäten

In unserem Kernbereich, den Europäischen Nebenwerten, befinden sich im Portfolio einige Unternehmen, die operativ noch Verluste schreiben. All diese Firmen verfügen allerdings dank hoher technologischer Innovationen über spannende Optionalitäten. Grundsätzlich scheinen Investoren keine Probleme damit zu haben, das Wachstumspotential von Technologie-Unternehmen aggressiv einzupreisen. Unternehmen wie Tesla oder aktuell Delivery Hero sind hier gute Beispiele. Oft werden diese Unternehmen aber von ganzen Scharen von Analysten begleitet und die Erwartungen sind mit diversen Analystenstudien gut untermauert.

Bringt jedoch ein kleiner Nebenwert mal eine Innovation heraus, wird diese Real-Option aus unserer Sicht in einigen Fällen nicht adäquat gepreist. Teilweise gibt es nicht einen unabhängigen Analysten, der die Chancen und Risiken evaluiert. Die Investoren müssen sich also selber in oft recht unübersichtliche Märkte, Technologien und Geschäftsmodelle einarbeiten. Ist dann die Ertragssituation schwach und die historische Datenbasis noch nicht ausreichend belastbar, fällt das Unternehmen durch das Raster. Hierbei ist zu beachten, dass Nebenwerte-Investoren in der Regel Allrounder sind und spezialisierte Experten aus dem Venture Capital-Bereich in einem gänzlich separierten Markt operieren. Wir mögen solche Konstellationen und arbeiten uns mit Freunde sehr tief in die Geschäftsmodelle ein. Wir hoffen so zu einer besseren Einschätzung der Optionalität zu kommen, als dies der breite Markt vermag. In der Vergangenheit sind uns hier an anderer Stelle bereist sehr attraktive Investmentemfehlungen. Selbst in den aktuell durchaus teuren Märkten scheint es diese Chancen weiterhin zu geben.

Diese Art von Investments ist naturgemäß nicht ohne Risiko. Das Umfeld im Technologiebereich ist sehr volatil und kann sich kurzfristig ändern. Eine Verzögerung bringt Probleme, ein großer Auftrag oder eine wichtige Kooperation kann den Durchbruch bedeuten. Die identifizierten Realooptionen können somit wertlos verfallen und den Investments damit die Attraktivität nehmen; im Erfolgsfall winkt aber auch eine erhebliche Wertsteigerung. Wir versuchen die Chancen und Risiken zu gewichten und suchen aus unserer Sicht attraktive Profile mit einem hohen Abschlag zu unserem Erwartungswert.

In unserem ersten Investorenbrief hatten wir bereits die Ratio hinter den beiden großen TGV-Investments dieses Segments erläutert. Was hat sich dort in der Zwischenzeit getan?

Max21 AG

Seit Beginn des Jahres wurde die Position der Max21 AG weiter ausgebaut. Stand 30.06.2017 repräsentiert die Max21 20% am Gesamtportfolio. Wir sind weiterhin 100% überzeugt von dem Management und freuen uns zu sehen, wie sich die Firma auf allen Ebenen professionalisiert. Die KeyIdentity GmbH hat mit Ihrer Lösung für Multi-Faktorauthentifizierung über die letzten Monate eine attraktive Vertriebspipeline aufgebaut. Nach dem Gewinn des Bundesamts für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI) in 2016, konnte die Firma am 04.07.2017 einen weiteren Dax-Konzern als Kunden gewinnen, sowie ein Vertriebsabkommen mit Arrow Electronics unterzeichnen. Arrow ist ein Value Added Distributor mit weltweit 18.700 Mitarbeitern, der den Vertrieb der Sicherheitslösung ‚Made in Germany‘ weit über die Grenzen des deutschsprachigen Marktes hinaus vorantreiben soll. Beides sind gute Erfolge. Für die erhoffte erhebliche Wertsteigerung der Beteiligung müssen sich diese Vertriebs Erfolge jedoch weiter verstetigen. Das aktuelle Umsatzniveau ist bei weitem noch nicht ausreichend.

Auf Seiten der Binect GmbH entwickelt sich der Verkauf der sog. Binect Cubes wie geplant. Leider dauert es länger als von uns erwartet, bis die Kunden die Cubes installieren und relevante Mengen verschicken. Hier müssen wir unser Bewertungsmodell nachjustieren. Gleichzeitig entwickelt sich das Enterprise-Geschäft, d.h. das Geschäft individueller Lösungen für Großkunden, besser als von uns erwartet. Wir beobachten die Entwicklung aufmerksam. Im weiteren Jahresverlauf können wir die Effekte dieser Veränderung sicherlich valider einschätzen.

In Summe sehen wir den Investment-Case des TGVs weiterhin intakt.

Eurotech

Eurotech ist zum 30.06. mit einer Gewichtung von 15% weiterhin eine der wichtigsten Position im Portfolio. Das langfristige Potential im Bereich Internet-of-Things (IOT) ist unverändert riesig.

Generell sind wir mit dem Fortschritt im IOT Bereich zufrieden. Nach Aussage des Unternehmens wächst die Pipeline kontinuierlich an und die Projekte reifen stetig. In der Regel wird zuerst in einem Testumfeld mit der Technologie experimentiert. Im weiteren Verlauf werden Prototypen entwickelt und nach einer erfolgreichen Pilotphase wird die Technologie in einer ersten Produktkategorie implementiert und vermarktet. Nach und nach wird dann IoT in die Unternehmensprozesse integriert – etwa Predictive Maintenance

in die Servicestrukturen eingeführt – und später dann das ganze Produktportfolio aufgeschaltet. Ein neuer Design-Win führt folglich in den Folgejahren mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erheblichen, nachhaltigen Umsätzen.

Darüber hinaus hat sich Eurotech in den letzten Monaten als Partner-of-Choice für Red Hat etabliert. Beide Unternehmen sind immer öfter gemeinsam auf Industrie-Messen vertreten, veranstalten zusammen Workshops, gewinnen Preise und integrieren die jeweils eigenen Software-Lösungen zu einem leistungsstarken Technologie-Stack.

Leider muss man jedoch konstatieren, dass sich trotz aller Aufregung rund um das Thema IoT die Umsätze nur langsam entwickeln. Der Weg vom IoT-Prototypen bis zum Massenmarkt ist lang. So wird beispielsweise die gesamte Produktion (aktuell jährlich rund 8 Mio. Produkte) des Eurotech-Kunden Ariston – einer der ersten Kunden – wahrscheinlich irgendwann einmal komplett vernetzt produziert. Aktuell werden jedoch erst geschätzt wenige 1000 Spitzenmodelle mit der entsprechenden Technologie verkauft.

Solange sich die Projektpipeline weiter füllt und immer mehr Kunden in Serie gehen, haben wir Geduld die Entwicklung weiter zu verfolgen. Ein entschiedenes Go-To-Market von Seiten Red Hats kann darüber hinaus ungeheure Chancen bieten.

Sorgen macht uns jedoch das Altgeschäft mit Embedded Computers. Die Umsatz- und Ertragsentwicklung im Q1 hat uns nicht überzeugt. Im weiteren Jahresverlauf sehen wir hier Risiken, die – sollten sie sich konkretisieren - zeitnah nicht durch IoT kompensiert werden können.

Kurz: Die Entwicklung im Bereich IoT geht aus unserer Sicht in die richtige Richtung und wir sehen weiterhin die Chance auf herrliche Geschäfte in der Zukunft. Aufgrund des Altgeschäfts kann die Reise kurz bis mittelfristig jedoch holprig werden. Wir haben uns daher entschieden, zu empfehlen, die Position etwas zu verkleinern. Sollte sich der Investment-Case des TGVs materialisieren, sollte auch die verkleinerte Position das Portfolio erheblich beflügeln.

Darüber hinaus hat das TGV eine kleinere Position in Sidetrade aufgebaut, einem französischen Technologieunternehmen, das wir schon seit Jahren kennen. Sidetrade ist ein Anbieter von Cloud-Lösungen für das effektive Management des ‚Sales-to-Cash-Zyklus‘. Konkret unterstützt Sidetrade Unternehmen dabei, ihre Forderungen früher und effektiver zu erhalten. Sidetrade war lange Zeit auf den französischen Markt fokussiert und hat vor einigen Jahren eine Expansionsstrategie entlang von zwei Axen angestoßen: a) regionale Expansion mit neuen Standorten in Irland, Grossbritannien und den Niederlanden sowie b) Investition in den Bereich Big Data, um die Unmenge der vorhandenen Daten zum Zahlungsverhalten sinnvoll zu nutzen.

Die regionale Expansion ist soweit abgeschlossen und hat dazu geführt, dass das Unternehmen in den letzten 10 Quartalen jeweils zweistellig gewachsen ist. Die Investition in den Bereich Big Data steht erst noch am Anfang, weist aber bereits ein enormes Potential auf. Sidetrade kann den riesen Datenpool zum Zahlungsverhalten anreichern mit Daten aus dem CRM-System des Kunden, öffentlichen Informationen und anderem. Wenn man die richtigen Algorithmen auf diesen einmaligen Datenpool anwendet, ergeben sich vielzählige Möglichkeiten. So kann Sidetrade etwa vorhersagen, welche Kunden eine Firma in den kommenden Monaten wahrscheinlich verlassen werden, bei welchen Bestandskunden das Cross-Sell Potential am höchsten ist oder welche Zielkunden das höchste Potential haben. Somit wandelt sich Sidetrade von einem Nischen-Player im Bereich Forderungsmanagement zu einem elementaren Anbieter von Value Added Services für alle relevanten Vorstandsbereiche (Finanzen, Marketing, Sales).

Der Markt für ein solches Angebot erscheint riesig, befindet sich aber erst noch im Aufbau. Vor diesem Hintergrund hat Sidetrade in den letzten Quartalen 3 Start-ups gekauft, um sein Angebot schnellstmöglich zu komplettieren und marktfähig zu machen.

Wir sehen das enorme Potential dieses Marktes und sind überzeugt von dem Management und seiner Strategie. Wir schauen mit Spannung und unternehmerischem Enthusiasmus auf die Entwicklung der kommenden Quartale.

3. Exzellente, unterbewertete Aktien

In der letzten Kategorie befinden sich aus unserer Sicht sogenannte „no-brainer“, d.h. exzellente Unternehmen, bei denen der aktuelle Marktpreis weit unter dem aus unserer Sicht fairen Wert ist. Diese Konstellationen sind uns am Liebsten. Leider findet man solche Unternehmen im derzeitigen Marktumfeld immer seltener. Hervorzuheben ist hier insbesondere Gruppo MutuiOnline, die wir bereits seit vielen Jahren verfolgen und der wir auch in der aktuellen Berichtsperiode eine mehr als erfreuliche Performance von über 50% verdanken. Trotz des kürzlichen Preisanstiegs schätzen wir die Firma immer noch als attraktiv bewertet ein.

Ein weiterer Wert dieser Kategorie ist nach unserer Einschätzung der australische Telekommunikations-Anbieter Amaysim. Wir freuen uns sehr über diese Entdeckung und bedanken uns für die entsprechenden Hinweise aus unserem Netzwerk.

Amaysim (ein Kunstname zusammengesetzt aus „Amazingly Simple“) ist ein sehr profitabler Anbieter von Mobilfunkverträgen. Dabei hat die Firma kein eigenes Mobilfunknetz, sondern nutzt über ein sog. Wholesaleabkommen das Netzwerk von Optus.

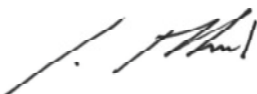
Amaysim macht den Unterschied durch einen ausgezeichneten Kundenservice und eine State-of-the-Art IT Plattform. Über die letzten Quartale hat die Firma gezielt Unternehmen zu aus unserer Sicht attraktiven Preisen eingekauft und seine Aktivität stark ausgeweitet. Mit Vaya wurde eine weitere Mobilfunkmarke im Low-cost-Bereich akquiriert. Kurz darauf gab Amaysim die Expansion in den Breitband-Markt bekannt; nur um wenig später mit der Akquisition von Click Energy in den Bereich der Energiedistribution zu expandieren. Diese Expansion hat aus unserer Sicht mehrere positive Aspekte: a) Amaysim kann Produktbündel anbieten (Mobil, Breitband, Energie) und somit die Kundenabwanderungsquote weiter reduzieren, b) Durch die unterschiedlichen Marken können unterschiedliche Kundensegmente angesprochen werden sowie c) Amaysim wird weniger abhängig von seinem Mobilfunkzulieferer Optus.

Überraschenderweise hat Amaysim zum Berichtsstichtag den größten Einzelverlust im Portfolio des TGVs verursacht. Dies sollte uns jedoch nicht weiter beunruhigen. Jenseits der kurzfristigen Launen der Börse halten wir die Strategie des Managements für sehr überzeugend und sehen mittelfristig erhebliches Wertsteigerungspotential.

Zusammenfassung

Für Stockpicker auf der Suche nach exzellenten Unternehmen zum Schnäppchenpreis ist die aktuelle Marktphase sicherlich nicht ideal. Wir hoffen wir konnten vermitteln wie wir mit der Marktsituation umgehen und mit welcher Strategie und Ratio wir vorgehen. Aus unserer Sicht scheint es gelungen spannende Unternehmen aufzuspüren, die jedes für sich attraktive Chance-Risikoprofile besitzen. Wir werden jedes einzelne Unternehmen weiter intensiv verfolgen und kontinuierlich an alternativen Investments messen.

Wir blicken voller Zuversicht auf die zukünftige Entwicklung.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com