

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 1. Halbjahr 2015 unseres Sub-Advisors JMX Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Truffle“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch
Aufsichtsrat: Udo Behrenwaldt (Vors.), Helmut Höfer (stv. Vors.), Dr. Eckart John von Freyend (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital
Bankverbindung: HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, IBAN: DE42 3003 0880 0012 1330 06, BIC: TUBDDEDD

Bericht des Sub-Advisors zum ersten Halbjahr 2015

Liebe Anleger,

seit Anfang April 2015 besteht das TGV Truffle und ich freue mich, diesen ersten Investorenbrief zu verfassen.

Was soll ein Investorenbrief eigentlich leisten?

In meinen Augen leistet ein guter Investorenbrief dreierlei Dinge.

Erstens soll er den Leser über die Performance und Aktivitäten des Portfolios informieren. Dies ist im Falle von TGV Truffle besonders wichtig, denn ich plane auf Kommentare durch andere Kanäle (z.B. Interviews in Magazinen oder einen Blog) zu verzichten. Grund dafür ist mein festes Ziel, eine möglichst störungsfreie und unabhängige Umgebung für meine Arbeit zu schaffen. Insbesondere tagespolitische oder makroökonomische Themen finden zwar enorme Betrachtung in der Wirtschaftszeitung oder im Börsen-TV, haben jedoch wenig Einfluss auf den langfristigen Wert von Unternehmen. Sich von diesen alltäglichen Einflüssen zu entziehen bedeutet insbesondere auch, nicht zu allen diesen Themen eine Meinung haben zu müssen. Viel lieber informiere ich in Investorenbriefen über die Themen, die für unsere Investments tatsächlich von Bedeutung sind.

Zweitens soll der Leser Spaß an meinen Investorenbriefen haben und vielleicht sogar etwas Inspiration daraus ziehen. Unerreichtes Musterbeispiel für inspirative Investorenbriefe ist der jährliche Brief von Warren Buffett an die Aktionäre von Berkshire Hathaway. Seit ich als Teenager erstmals Wind von diesem Brief bekam, stellt dessen jährliche Lektüre am Samstagmorgen nach Veröffentlichung immer ein wunderschönes Ritual für mich dar. Man merkt Buffett's Brief an, dass er über mehrere Monate geschrieben wird und von der besten amerikanischen Wirtschaftsjournalistin lektoriert wird. Ich erhebe gar nicht den Anspruch an die literarische Qualität von Buffett heran zu kommen, doch möchte ich schlichtweg Briefe verfassen, die gerne gelesen werden und nicht bloß in der Schublade landen.

Drittens hilft ein klarer und inhaltlich dichter Investorenbrief mir, meine Gedanken zu strukturieren und meine Schlussfolgerungen einer guten Realitätsprüfung zu unterziehen. Da sich mein Brief nicht primär an Fachkollegen mit Finanzhintergrund richtet, möchte ich alle Ideen verständlich und ohne Jargon und Komplexität erklären. Dies gelingt jedoch nur, wenn ich vor dem Verfassen meine Gedanken klar sortiert habe und den wesentlichen Kern einer jeden Analyse erkennen kann.

Konsequenter Weise stellt sich nun die Frage, in welchem Turnus künftig der Investorenbrief erscheinen wird. Ich würde dies gerne experimentell ergründen und starte hierzu mit der Anfangs-Hypothese „halbjährlicher Turnus“. Das Ausformulieren meiner Gedanken (dritter Punkt oben) spräche sicher für möglichst oft erscheinende Briefe, da ich so häufig meine Ideen prüfen könnte. Auf der anderen Hand gibt es schlichtweg nicht allzu oft etwas Wesentliches in meiner Arbeit zu berichten und ein wichtiger Teil des Erfolgs ist, zu wissen wann man nichts tun muss. Starten wir doch zunächst mit Briefen zweimal im Jahr und wenn ich merke dass die Briefe an inhaltlicher Dichte verlieren oder keine neuen Ideen aufbringen, dann verlängere ich die Intervalle.

Messen und Wiegen

Ich halte es für besonders wichtig, die Ergebnisse und Depot-Positionen von TGV Truffle konsistent und transparent darzustellen. Ich wähle hierfür eine Darstellung, welche Lesern eine einfache Übersicht ermöglicht und über die Jahre Veränderungen (oder deren Ausbleiben) auf den ersten Blick sichtbar macht:

NAV zum 30.06.2015 in EUR	96,95
Zahl der Investments	9
Gewichtung größtes Investment	14,5%
Gewichtung Top-5 Investments	54,4%
Gewichtung Kasse / Festgeld	23,5%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Aggreko
Google
Leucadia
Microsoft
National Oilwell Varco

Zeitraum	TGV Truffle	Berkshire (in EUR)	Differenz	6% p.a. Benchmark	Differenz
Seit 01.04.2015	-3,05 %	-9,20 %	6,15 %	1,50 %	(-4,55%)

Eine interessante Frage bei der Performance-Betrachtung ist, mit welcher Messlatte ich mich eigentlich messen sollte. In der Finanzindustrie hat sich das Paradigma einer so genannten Benchmark durchgesetzt. Viele Fonds vergleichen ihre Ergebnisse mit einem Index, z.B. dem DAX oder EuroSTOXX 50, wobei diese Indices in den letzten Jahren als naturgegebene Repräsentation des Aktienmarktes akzeptiert werden. Es gilt: besser als Index = guter Fonds, schlechter als Index = schlechter Fonds. Meine Ergebnismessung aber soll differenzierter erfolgen – als Erklärung hilft ein Blick in die Historie der Indices. Der wohl älteste Aktienindex der Welt – der Dow Jones Industrial Average – wurde bereits 1884 geschaffen. Der Gründervater des Dow Jones, Charles Dow, wollte einen Indikator schaffen, welcher ein schnelles und übersichtliches Bild über die Schwankungen des amerikanischen Aktienmarktes bietet. Die erste Zusammensetzung des Index besteht so beispielsweise primär aus Eisenbahnunternehmen, eben weil diese damals repräsentativ für die amerikanische Wirtschaft waren. Noch heute werden die Komponenten des Dow Jones auf Basis subjektiver Kriterien durch Journalisten des Wall Street Journals ausgewählt. Die Idee ist, dass der Dow Jones stets einen Querschnitt der amerikanischen Industrie darstellen soll. Seit 1884 hat sich jedoch einiges getan und im Laufe der Zeit wurde die „Investierbarkeit“ eines Index immer wichtiger. Gerade große institutionelle Investoren wie Pensionskassen suchten nach einfachen Möglichkeiten, große Mengen Kapital in ganze Länder oder Sektoren zu investieren. Alte Indices wie der Dow Jones waren jedoch nur schwer „investierbar“ da der ursprüngliche Sinn der Berechnung eine reine Informationsfunktion war und Charles Dow sich sicher nicht ausgemalt hat, dass eines Tages große Investoren Billionen Dollar in den Dow Jones als Solchen investieren wollen würden. Die hohe Nachfrage nach Investitionen direkt in die Indices hat über die Zeit zu einer Gewichtung der Indices nach möglichem Investitionsvolumen geführt. Im deutschen DAX sind somit nicht die 30 repräsentativsten Unternehmen Deutschlands enthalten, sondern die 30 Firmen, in welche sich das meiste Geld investieren ließe. Grund dafür ist die so genannte Gewichtung nach Free-Float, also der Börsenkapitalisierung der Aktien, welche sich nicht in den Händen Großaktionären befinden (wobei das Kriterium „Großaktionär“ dabei recht willkürlich gewählt ist). Das führt in Deutschland beispielsweise

dazu, dass die Firmen E.On und Continental beide im DAX derzeit eine Gewichtung von ca. 2,60% haben. Da jedoch die Firma Continental zu knapp 50% von der Familie Schaeffler kontrolliert wird, fließt nur die Hälfte der Börsenkapitalisierung in die Berechnungsgrundlage ein – völlig außer Acht gelassen wird die Tatsache, dass die gesamte Börsenkapitalisierung von Continental doppelt so hoch ist, wie die von E.On!

Es wird oft argumentiert, dass der Vergleich eines „aktiven“ Fonds mit einer standardisierten Benchmark nötig sei, würde doch ein „passives“ Investment in die Benchmark die nächstbeste Alternative zur „aktiven“ Aktienausswahl sein. Ich halte diese Argumentation für einen Trugschluss. Zwar ist der Kauf eines Index (z.B. mittels ETF) oft die bequemste Investmentalternative zu Fonds wie TGV Truffle, es stellt jedoch nicht zwangsläufig die eigentlichen Opportunitätskosten des Investors dar. Die Krux an der Sache ist, dass ein Großteil der Akteure am Kapitalmarkt die verfügbare Börsenliquidität gar nicht zu kümmern braucht. Selbst ausgesprochen große Investoren dürften kein größeres Problem haben, sich ausreichend Continental statt E.On Aktien zu kaufen. Wie ich auch die Aktien für TGV Truffle auf Basis von relativen Opportunitätskosten auswähle („warum eine zusätzliche zwölftgrößte Position kaufen, wenn ich mehr Kapital in meine größte Position investieren kann?“), so sollten die Investoren in TGV Truffle auch in Opportunitätskosten denken. Aber was ist denn die logische Investmentalternative anstatt TGV Truffle, die jeder langfristige Investor quasi blind wählen könnte? Für mich ist die Antwort klar: die Investmentholding Berkshire Hathaway. Geführt durch ein Team rund um den besten Investor der Gegenwart, diversifiziert durch Investments in vielen Ländern und das alles bei täglicher Liquidität durch die Börsennotiz. Wenn ich Kraft Berufes nach „Aktientipps“ gefragt werde, würde die beste Antwort meist wohl Berkshire Hathaway lauten, denn die Aktie könnte tatsächlich die ideale Anlage für die langfristige Vermögensbildung vieler Menschen darstellen. Sollte ich es über längere Zeit nicht schaffen, mit TGV Truffle die Messlatte Berkshire Hathaway zu schlagen, so sollte ich tatsächlich all mein Geld lieber in Berkshire Hathaway investieren und mir einen neuen Job suchen. Noch viel mehr gilt dies für meine Investoren: bei einer so attraktiven Anlagealternative wie Berkshire Hathaway muss TGV Truffle echten Mehrwert schaffen, um ein Investment zu rechtfertigen. Nichtsdestotrotz messe ich mich zudem noch an einer absoluten Messlatte, welche auch die Grundlage für die Berechnung der erfolgsabhängigen Vergütung im Fonds ist. Diese Messlatte liegt bei 6% pro Jahr und sollte eine robuste Schätzung für die langfristig mit Aktien zu verdienende Rendite sein. Zahlenaffine Beobachter mögen hier stutzig werden, liegen viele Renditezahlen (insbesondere des amerikanischen Aktienmarktes) doch oft deutlich nördlich von 6%. Hier gilt aber anzumerken, dass diese historischen Zahlen meist im Kontext von a) sehr positiver wirtschaftlicher Trends (40 Jahre Nachkriegsboom der USA z.B.) oder erheblicher Inflation entstanden sind. Ein Blick auf die langfristige Performance von Aktienmärkten in weniger rosigen Kontext (z.B. USA vor dem zweiten Weltkrieg!) lässt mich die Erwartungshaltung eher etwas gedämpft formulieren. Anders betrachtet: sollte die derzeitige Inflation (bzw. eher Deflation in Europa) Bestand haben, so sollte 6% p.a. nominale Rendite zu einer Verdopplung der Kaufkraft alle 12 Jahre führen. Für mich als 26-jährigen Investor in TGV Truffle würde dies bedeuten, dass jeder Euro den ich heute investiere an meinem 60. Geburtstag die achtfache Kaufkraft erzielt. Es gäbe Schlimmeres.

Große Trüffel

TGV Truffle ist nach der Schlauchpils-Gattung der *Tuberaceae* benannt, da ich – als Analogie zur Trüffelsuche – hochwertige Unternehmen identifizieren möchte, welche unentdeckt oder von kurzzeitigem „Dreck“ bedeckt sind. Als erfolgreicher Trüffelsucher muss man zwei Dinge verstehen. Erstens: was macht einen guten Trüffel aus? Zweitens: wo lohnt es sich zu suchen?

Unter vielen Marktteilnehmern hält sich die Meinung, dass man umso bessere Chancen am Aktienmarkt findet, je kleiner und obskurer die untersuchten Unternehmen sind. Argument ist, dass dort die Ineffizienzen des Kapitalmarktes größer seien, schließlich würden sich weniger Profis die betreffenden Firmen angucken. Die klassische Frage lautet: „was kannst Du denn besser analysieren, als die vielen Dutzend Wall Street Analysten, die die Aktie beobachten?“. Meine Antwort: vielleicht kann ich nicht besser analysieren, doch ich kann unabhängiger und langfristiger denken!

Als Beispiel möchte ich gerne ein Investment in einen deutschen Nebenwert mit einem Investment in Microsoft (dem ultimativen „Large Cap“) vergleichen. Wenn man die Investorenbasis der meisten Nebenwerte in Deutschland (und wohl auch weltweit) betrachtet, so dürfte man meist einen Mix aus Gründer / Management, Privataktionären, die die Dividende schätzen, und vielleicht einer Hand voll spezialisierter Nebenwerte-Fonds finden. Wahrscheinlich ist die Aktie relativ illiquide, die Aktionäre halten ihre Aktien langfristig und oft besteht zwischen Unternehmen und Aktionär eine enge Verbindung. Das Management betreibt den Austausch oft pro-aktiv, ist für Aktionäre ansprechbar und auf der jährlichen Hauptversammlung sieht man stets die gleichen Gesichter. Wenn ein Investor nun eine Aktie kauft- oder verkauft, dann ist die Gegenpartei aller Wahrscheinlichkeit nach ein Investor, der – bildlich gesprochen – „auf der Hauptversammlung drei Reihen neben einem saß“. Auch ist es wahrscheinlich, dass diese Gegenpartei sich auf irgendeine Weise aktiv mit den Aussichten des Unternehmens beschäftigt hat. Vielleicht nicht mit dem quantitativen Wissen eines Wall Street Analysten, möglicher Weise aber als Zulieferer, Mitarbeiter oder Pensionär mit Erkenntnissen, welche für die langfristige Zukunft der Firma entscheidend sein dürften. Zusammen gefasst: meine Gegenparteien sind wahrscheinlich selbst Investoren, die an ähnlichen Stellen und auf ähnliche Weise wie ich nach Trüffeln suchen. Dies ist bei Microsoft anders. Die derzeit größten vier Aktionäre von Microsoft sind allesamt regelbasierte Fonds, welche den gesamten US-Markt abbilden wollen. Wenn ich heute Microsoft kaufe oder verkaufe, dann ist meine Gegenpartei nicht ein anderer Investor, *sondern ein Computer*. Natürlich gibt es auch viele Analysten die Microsoft betrachten und diese Analysten sind allesamt intelligent und haben besseren Zugang zum Management von Microsoft als ich. Das Problem ist nur, dass die Kunden der Analysten große aktive Fondsgesellschaften sind, deren Fondsmanager nicht Investoren, sondern angestellte Verwalter sind. Für diese Verwalter ist nicht nur das eigentliche Anlagerisiko von Bedeutung, sondern auch das Karriere-Risiko, sollte die eigene Performance zu sehr vom Vergleichsindex abweichen. Als Fondsmanager eines großen Hauses kann man es sich schlichtweg nicht leisten, ein oder zwei Jahre „hinter dem Markt“ zu liegen. Konsequenz ist eine starke Kurzsichtigkeit auf Quartale, häufiges Trading um Verluste zu begrenzen und das Treffen allenfalls marginaler Entscheidungen abseits des Vergleichsindex. Fondsmanager bilden jedoch eine Symbiose mit Analysten, denn letztere werden meist durch die Trading-Kommissionen der Fonds bezahlt. Je öfter vor und nach Quartalszahlen gehandelt wird, desto besser. Bei Microsoft führt dies dazu, dass pro Jahr etwas so viele Aktien gehandelt werden, wie die Firma ausstehend hat. Wenn man von den ausstehenden Aktien noch die wichtigen langfristigen Aktionäre (z.B. Gründer Bill Gates, den norwegischen Öl-Staatsfonds und, nicht zu vergessen, TGV Truffle) abzieht, dann dürfte der Free Float mehrmals im Jahr die Hände wechseln. Es wundert daher kaum, wie wenige Fragen der CEO von Microsoft in den quartalsweise stattfindenden Telefonkonferenzen tatsächlich zum langfristigen Ausblick der Firma gestellt bekommt. Ja, die Analysten fragen viel nach dem erwarteten Steuersatz im kommenden Quartal – doch verstehen sie mit diesem Fokus den langfristigen Wert der Firma besser als ich? Diese Ende April veröffentlichte Studie einer US-Investmentbank lässt mich daran zweifeln:

Microsoft Corp. (MSFT)

BUILD/FAB Takeaways – Long-term Story Sounds Promising; Near-term Path Unclear

- **Very positive long-term picture painted** — At today's Financial Analyst Briefing, management further focused communication around three strategic imperatives including more personal computing, reinventing productivity, and building the

Sell	3
Price (29 Apr 15)	US\$49.06
Target price	US\$37.00

„Langfristige Geschichte erscheint positiv aber mit kurzfristigen Unklarheiten: verkaufen!“

Gerne nehme ich in meinen Empfehlungen für TGV Truffle diese kurzfristige Unklarheit in Kauf. Vielleicht haben wir unsere Microsoft Aktien ja von der betreffenden Bank gekauft.

Als wirklich langfristiger Investor kann ich mir die Kurzfristigkeit des marginalen Käufers oder Verkäufers zu Eigen machen und bewusst die Orte zum Trüffel-Suchen aussuchen, an denen Wettbewerber eine möglichst andere Perspektive haben als ich. Dies heißt nicht, dass ich TGV Truffle nur große Firmen als

Investment empfehlen werde (ganz im Gegenteil) – nur halte ich es eben nicht für eine notwendige Bedingung unentdeckte Trüffle ausschließlich bei kleinen Firmen zu suchen.

Ein Beispiel

Ich möchte in diesem Brief ein Investment von TGV Truffle etwas ausführlicher erklären, da es ein schönes Beispiel für eine Trüffelsuche darstellt.

Seit einigen Wochen baut TGV Truffle kontinuierlich eine Position in Rolls-Royce plc auf. Die britische Firma ist ein Konglomerat aus diversen Industrie-Sparten, wobei der mit weitem Abstand größte Teil der Profitabilität aus dem Bau und der Wartung von Flugzeugturbinen stammt. Hierbei hat Rolls-Royce zusammen mit GE ein Duopol im Bereich der Antriebe für Langstreckenflugzeuge. Für den A380 beispielsweise sind nur Triebwerke von entweder GE oder Rolls-Royce erhältlich. Der neue Airbus A350 XWB fliegt z.B. ausschließlich mit Rolls-Royce Triebwerken. Die Eintrittsbarrieren im Bereich Flugzeugturbinen sind extrem hoch, denn die Entwicklung eines neuen Triebwerkes dauert viele Jahre und kostet Milliarden von Euro. Weiterhin ist die Branche in hohem Maße reguliert und Airlines wie auch Flugzeugfirmen haben kein Interesse mit neuen Wettbewerbern zu experimentieren. Es ist mittlerweile üblich, dass Airlines die Triebwerke nicht mehr kaufen, sondern vielmehr über die Lebensdauer vom Hersteller mieten. Die Mietzahlungen sind als fixer Betrag pro Flugstunde vereinbart, d.h. die Umsätze von Rolls-Royce steigen und fallen recht exakt als Funktion des weltweiten Langstrecken-Flugaufkommens. Hierin liegt der Reiz des Geschäftsmodells, denn es ist sehr wahrscheinlich, dass das Flugaufkommen in den kommenden Jahrzehnten weiter wachsen wird. Durch die weltweit wachsende Mittelschicht können sich immer mehr Menschen einen Flug leisten. Pro Kopf hat Europa beispielsweise ein 17-Mal höheres Flugaufkommen als in Indien. Wenn sich diese Lücke weltweit in den kommenden Jahren etwas mehr schließt, dann dürfte das Wachstum der Industrie über Jahrzehnte gesichert sein. In einer Marktstudie aus 2013 geht Airbus beispielsweise von ca. 5% pro Jahr steigendem Flugaufkommen bis 2033 aus, was auch etwa dem Wachstum der letzten 30 Jahre entspricht. In meinen Augen sind die Wachstumsannahmen für die Zahl der Langstreckenflüge besonders robust, da sie viel geringeren Technologierisiken unterliegen. So gibt es durchaus ein Szenario, dass in China mehr und mehr Mittelstreckenverkehr auf die Schiene verlagert wird, schließlich ist die Eisenbahn ein deutlich energieeffizientes Verkehrsmittel als das Flugzeug (insbesondere auf relativ kurzen Strecken). Im Bereich Langstrecke gibt es keine alternative Technologie zum Flugzeug. Es gibt relativ wenige Branchen, welche von so robusten, langfristigen und starken Wachstumstrends profitieren wie die Flugzeugindustrie. Noch viel seltener sind jedoch Firmen, bei denen dieses Wachstum in ihrem Markt relativ geschützt vom Wettbewerb bleibt und die so eine hohe Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erzielen können. Rolls-Royce ist eine solche Firma. Bedingt durch die hohe Langlebigkeit des Produkts (eine Turbine wird 30-40 Jahre lang eingesetzt), die vertragliche Verpflichtung der Airlines die Turbinen zu mieten bzw. Ersatzteile zu kaufen und die Exklusivrechte Turbinen für bestimmte Flugzeugtypen anzubieten, dürfte das Wachstum im Langstreckenflugaufkommen in den Schoß von Rolls-Royce fallen. Wir sollten uns vor Augen führen, dass jedes Langstrecken-Flugzeug, welches jetzt gerade fliegt oder bis 2020 gebaut wird, entweder Rolls-Royce oder GE Triebwerke haben wird und diese 30-40 Jahre am Flugzeug bleiben werden. Ab 2020 dürfte die neue Boeing 777X (ausgestattet mit GE-Triebwerken) in Produktion gehen, was der derzeit einzige abzusehende Wettbewerber der derzeitigen Langstrecken-Plattformen ist. Hierzu muss jedoch gesagt werden, dass die bisherigen Effizienzergebnisse des 787 Dreamliners (60% Marktanteil Rolls-Royce Triebwerke) und des A350 XWB (100% Marktanteil Rolls-Royce Triebwerke) ausgezeichnet sind und diese Flugzeuge sich hervorragend verkaufen. Da ein einmal verkauftes Flugzeug jahrzehntelang in Betrieb bleiben wird, dürften auch für Rolls-Royce die Ergebnisse robust wachsen.

Die Investorenlegende Peter Lynch sagte einmal, man müsse sich Firmen aussuchen die ein so starkes Geschäftsmodell hätten, dass ein Affe die Firmen leiten könne – denn eines Tages wird tatsächlich einmal ein Affe die Firma leiten. Dieser saloppe Spruch passt recht gut auf die letzten 10 Jahre Rolls-

Royce. In der Tat hat das Management das Wachstum der Firma und die Entwicklung neuer Produkte ausgezeichnet voran gebracht. Leider offenbarten sich einige gravierende Fehlentscheidungen bei der Kapitalallokation und beim finanziellen Management von Rolls-Royce. So wurde in den letzten Jahren viel Geld in die Hand genommen, um Rolls-Royce „zu diversifizieren“ und die Abhängigkeit von Flugzeugturbinen zu reduzieren. Warum ich die Abhängigkeit von einem der besten Geschäftsmodelle aller Zeiten zu Gunsten bestenfalls durchschnittlicher Geschäftsmodelle (Bau von Diesel-Generatoren, Wartung von Atomkraftwerken) verschieben wollen würde, liegt mir sehr fern. Ironischer Weise hat diese miserable Management-Leistung wenig Einfluss auf die operative Entwicklung oder den Kurs von Rolls-Royce gehabt. Trotz der Schwächephase der letzten Monate hat sich der Aktienkurs seit 2005 verdreifacht und die Umsätze sind mit ca. 9% pro Jahr gestiegen. Ich verfolge Rolls-Royce und andere Firmen der Industrie bereits seit einigen Jahren. Scheinbar auf Druck von anderen Aktionären, ist bei Rolls-Royce in den vergangenen 18 Monaten ein großer Teil des Management-Teams gewechselt. Als nun im April 2015 auch der CEO zurück getreten ist und durch einen augenscheinlich fähigen Nachfolger ersetzt wurde, traf ich die Entscheidung zu kaufen.

Was macht Rolls-Royce zu einem guten Investment?

In den letzten 10 Jahren hat Rolls-Royce die Profitabilität vor Steuern und Zinsen um 8% pro Jahr gesteigert. Dieses Wachstum wurde rein intern finanziert, die Zahl der Aktien und die Nettoverschuldung blieben quasi konstant. Auf Basis des zu Grunde liegenden Wachstumstrends sehe ich wenig Anlass, dass dieses Wachstum in den kommenden 10 Jahren strukturell höher oder niedriger sein sollte. Rolls-Royce dürfte daher den Unternehmenswert pro Jahr in der Größenordnung 8% pro Jahr steigern. Trotz des guten Wachstums konnte die Firma in den letzten 10 Jahren ca. 5% des Umsatzes als frei-verfügbaren Cash-Flow einstreichen. Dieser Cash-Flow ist das Geld, welches nach allen Investitionen und Zukäufen für die Aktionäre übrig blieb und von Rolls-Royce primär als Dividende ausgeschüttet wurde. Angepasst auf die heutige Steuer- und Finanzierungssituation und um die unterfinanzierten Pensionsverbindlichkeiten bereinigt, ergibt sich so derzeit ein frei-verfügbaren Cash-Flow in Höhe von ca. 4-5% der Börsenkapitalisierung. In anderen Worten: der Wert von Rolls-Royce dürfte nicht nur mit ca. 8% pro Jahr wachsen, sondern das Unternehmen kann uns auch noch jährlich ca. 4-5% ausschütten. Dies zusammen ist mit >12% bereits eine attraktive langfristige Rendite. Was mich an Rolls-Royce jedoch besonders reizt, ist die Aussicht auf deutlich verbesserte Kapitalallokation und Profitabilität. Es ist verwunderlich, dass eine Firma mit der Wettbewerbsstärke von Rolls-Royce im Bereich Hochtechnologie nur eine Umsatz-Marge (auf Cash-Basis) von 5% erzielt. Ich kenne viele Firmen mit geringeren Wettbewerbsvorteilen, die deutlich höhere Margen erzielen. Ein Teil dieser niedrigen Marge ist durch relativ hohe Anlaufkosten und -Investitionen für neue Triebwerkstypen zu erklären, welche teils nicht wiederkehrend sind. In der aktuellen Ergebnisschätzung geht das Management beispielsweise von sinkenden Forschungsaufwendungen und Kapitalinvestitionen in Prozent des Umsatzes aus. In der Tat sprechen einige Indizien dafür, dass die Kapitalallokation (wozu ja auch die Entscheidung zählt, wie geforscht wird und wo welche Fabrik gebaut wird) nur zum Teil auf Basis wirtschaftlicher Überlegungen getroffen wurde. Das neue Management hat hier diverse Ansatzpunkte, um die Marge von Rolls-Royce zu erhöhen. Ich halte eine Umsatz-Marge (auf Cash-Basis) von ca. 10% in 10 Jahren für keinesfalls abwegig. Sollte sich dies manifestieren, dürfte die Rendite unseres Rolls-Royce Investments erheblich über 12% pro Jahr liegen.

Warum besteht die Chance?

In meinen Augen ist Rolls-Royce erneut das Beispiel für einen Trüffel, der deshalb unentdeckt ist, weil viele Trüffelsucher eine andere Perspektive haben als ich. Als Beispiel dafür möchte ich eine aktuelle „Verkaufen“-Studie einer deutschen Großbank zu Rolls-Royce nennen. Der verfassende Analyst baut in der Studie ein brillantes Modell für die Entwicklung der Gewinne bis 2017. Ich würde mich wundern, wenn Rolls-Royce selbst so genau die eigene Profitabilität in den kommenden Quartalen schätzen würde. Die These des Analysten ist, dass sein Modell für die relativ nahe Zukunft niedrigere Gewinne sieht, als die Modelle seiner Analysten-Kollegen und Rolls-Royce daher „negativ überraschen dürfte“.

Diese Kurzfristigkeit sehe ich generell bei der Bewertung von Firmen: wenige Marktteilnehmer machen sich über die wirklich-langfristigen Wachstumstrends bei Firmen Gedanken. Oft werden die kommenden drei Jahre in einem extremen Detailgrad prognostiziert, die dann folgenden sieben Jahre nur noch ungefähr approximiert und alles ab 10 Jahren bekommt eine standardisierte Wachstumsrate zugewiesen (meist 1% oder 2% pro Jahr). Mein Ziel als Analyst ist es, Firmen zu finden, bei denen ich strukturell höhere Erwartungen an die langfristige Wachstumsrate habe und Firmen zu vermeiden, die es z.B. in 10 Jahren überhaupt nicht mehr geben könnte.

Ausblick

Wie schon in der „Gebrauchsanleitung für Investoren“ geschrieben, laufe ich mit meinen Empfehlungen für TGV Truffle einen Marathon und keinen Sprint. Es ist eine privilegierte Situation einen Fonds zu beraten, welcher eine so langfristig-denkende Investorenbasis hat. Solch eine Struktur und Partnerschaft habe ich immer angestrebt und bin dankbar, dass sie nun real geworden ist!

In diesem Sinne nochmals vielen Dank für das große Vertrauen in meine Arbeit

Ihr

Jan-Hendrik Mohr
JMX Capital GmbH