

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 erste Halbjahr 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

Halbjahresbericht 2019 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

ich freue mich, mit diesem Investorenbrief einen ersten Überblick über das seit dem 29. März 2019 bestehende Teilgesellschaftsvermögen (TGV) Intrinsic zu geben.

Das TGV Intrinsic investiert in Unternehmen, die von intrinsisch motivierten Unternehmern geführt werden und die an der Börse zu einem Preis notieren, der unter dem langfristigen intrinsischen Wert des Unternehmens liegt. Ich bin überzeugt, dass intrinsische Motivation einen entscheidenden Erfolgsfaktor darstellt und dass intrinsisch motivierte Unternehmer bessere, erfolgreichere Manager sind. Durch Investmentempfehlungen in solche Unternehmen soll das TGV Intrinsic am Erfolg dieser Unternehmen partizipieren.

Welche Ziele verfolge ich mit meinen Investorenbriefen?

Ich beabsichtige, halbjährlich mit dem Investorenbrief einen Überblick über die Entwicklung im TGV Intrinsic zu geben. Der Brief ist ein wichtiges Kommunikationsinstrument, um alle Investoren im Teilgesellschaftsvermögen auf denselben Informationsstand zu bringen. Ich möchte den halbjährlichen Investorenbrief zur Erreichung zweier Ziele nutzen, die ich für besonders wichtig halte:

- Zum einen werde ich über wichtige Veränderungen im Portfolio informieren. Dazu gehören zum Beispiel neue Investments oder Veränderungen in der Gewichtung einzelner Positionen. Diese Veränderungen werden in den Tabellen „Portfoliostruktur und Performanceüberblick“ gezeigt. Des Weiteren werde ich über einzelne Themen noch einmal separat und ausführlicher berichten. Aufgrund des langfristig ausgerichteten Investmentansatzes werden gravierende Veränderungen im TGV Intrinsic wahrscheinlich eher selten vorkommen. Dennoch erscheint mir heute der halbjährliche Takt als ein geeigneter Turnus, um über Veränderungen zu informieren.
- Zum anderen werde mich als Investor noch viele Jahrzehnte weiterentwickeln und als Resultat daraus können Veränderungen und Anpassungen in meinen

Empfehlungen entstehen. Das geschieht nicht über einige Monate oder wenige Jahre hinweg. Dennoch halte ich es für wichtig, dass ich Einblicke in diese persönliche Entwicklung gebe, damit alle Investoren bestmöglich entscheiden können, ob meine Investmentempfehlungen heute wie auch in Zukunft den jeweiligen Erwartungen entsprechen. Deshalb werde ich neben Portfolioveränderungen in Briefen vereinzelt auch über persönliche Erkenntnisse der letzten Zeit berichten.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick

An dieser Stelle befinden sich ab sofort in jedem Investorenbrief die grundlegenden Informationen zum TGV Intrinsic. Dazu gebe ich einen Überblick über die Portfoliostruktur, eine alphabetische Auflistung der fünf größten Investments und die historische Performance des TGV.

Portfoliostruktur

NAV zum 30.6.2019	101,52€
Zahl der Investments	9
Gewichtung größtes Investment	15,4%
Gewichtung fünf größte Investments	58,2%
Gewichtung Kasse	17,6%

Alphabetische Auflistung der Top 5 Investments

Alphabet

Interactive Brokers

Microsoft

TomTom

Wabtec

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta (1)-(2)
2019 (3 Monate)	1,5%	7,6%	-6,1%

Der NAV des TGV Intrinsic lag zum 28.6.2019 bei 101,52€. Die Performance in den ersten drei Monaten betrug +1,52%. Da das TGV Intrinsic erst seit kurzem existiert, messe ich

dem Performanceüberblick für einen derartig kurzen Zeitraum keinen Wert bei. Meine Analysen für die Unternehmensbeteiligungen sind darauf ausgerichtet, operative Entwicklungen über viele Jahre hinweg zu prognostizieren. Wenn sich ein Unternehmen über einen langfristigen Zeitraum operativ positiv entwickelt, dann wird der Aktienkurs dies in der Zukunft auch widerspiegeln. Die Unternehmensbeteiligungen des TGV Intrinsic haben für das Geschäftsjahr 2018 fast ausnahmslos sehr gute Zahlen berichtet und ich blicke mit großem Optimismus auf die Zukunft dieser Unternehmen. Als Vergleichsbenchmark habe ich den DAX gewählt, da er aus meiner Sicht die passive Investitionsalternative für einen typischen Anleger im TGV Intrinsic darstellt.

Klar ist aber auch: Durch die konzentrierte Investmentstrategie des TGV Intrinsic, werden sich einzelne Jahre durch eine hohe Volatilität auszeichnen. Dabei wird es Jahre mit einer hohen positiven Rendite geben genauso wie Jahre mit einer sehr negativen Rendite. Ähnlich wie Warren Buffett und Charlie Munger verfolge ich die Strategie:

„I would much rather earn a lumpy 15% over time than a smooth 12%.“

Anders als viele Investoren versuche ich nicht durch meine Empfehlungen, die Volatilität im TGV Intrinsic zu minimieren, sondern konzentriere mich darauf die langfristige Rendite zu maximieren. Ein Investment im TGV Intrinsic ist nur für diejenigen Investoren geeignet, die sich mit dieser Anlagestrategie identifizieren können.

Im Folgenden stelle ich ein Unternehmen vor, das exemplarisch für diesen Investmentstil ist und an dem das TGV Intrinsic beteiligt ist: MercadoLibre. Die Beteiligung basiert auf einem wiederkehrenden Auswahlkriterium für meine Investmentempfehlungen: Strukturelle Wachstumsmärkte.

MercadoLibre – Ein Investment in strukturelle Wachstumsmärkte

Seit ich vor knapp 10 Jahren das erste Mal durch Afrika gereist bin und dort Unternehmen und Managementteams traf, versuche ich jedes Jahr, eines oder mehrere Länder zu erkunden, die mir eine neue Perspektive auf Menschen, Kulturen und Geschäftsmodelle vermitteln. Neben meinem persönlichen Interesse an diesen Erfahrungen, habe ich festgestellt, dass der Lerneffekt aus diesen Reisen für meine Arbeit als Subadvisor aus zwei Gründen groß ist:

1. Ich treffe in weniger entwickelten Märkten häufig auf Unternehmen, die auf dem Radar vieler Investoren noch nicht erscheinen. Diese Unternehmen haben gelegentlich aber bereits eine starke Position in ihrer Industrie aufgebaut und können an dem strukturellen Wachstum ihrer Märkte – häufig getrieben durch eine junge Bevölkerung und einem starken Streben nach höherem Wohlstand – über viele Jahre hinweg partizipieren.
2. Für viele der in Europa und Nordamerika ansässigen Unternehmen bestehen in diesen Märkten große Wachstumschancen. Microsoft erzielt heute beispielsweise immer noch 50% seiner Umsätze in den USA - die Wachstumsmöglichkeiten außerhalb der USA sind jedoch enorm. Um diese Wachstumschancen besser einschätzen und bewerten zu können, halte ich es für essentiell, selbst den Fuß in diese Kontinente und Länder gesetzt zu haben. Nur so kann ich mir ein unabhängiges Bild von den dortigen Marktgegebenheiten machen und muss mich nicht auf externe Quellen verlassen.

Es ist nicht mein explizites Ziel, Unternehmen aus exotischen Ländern zu empfehlen. Ich möchte lediglich zu jeder Zeit die Unternehmen empfehlen, von denen ich die höchste Rendite bei gegebenem Risikoprofil erwarte. Ich gehe heute aber davon aus, dass ich in den kommenden Jahrzehnten häufiger Unternehmen zum Kauf empfehlen werde, die in solchen noch weniger entdeckten Märkten einen Großteil ihrer Erträge erwirtschaften. Um solch ein Unternehmen handelt es sich bei MercadoLibre, einer Kombination aus Amazon und Paypal in Lateinamerika.

MercadoLibre wurde 1999 von dem Argentinier Marcos Galperin gegründet, der weiterhin knapp 10% der Anteile hält. Galperin hatte die Vision, den Handel von Waren zu demokratisieren, also das Kaufen und Verkaufen einer breiten Auswahl von Waren einem größeren Teil der Bevölkerung zugänglich zu machen. Das Unternehmen startete als Onlinehändler in Argentinien und betreibt heute Marktplätze in fast allen Ländern Lateinamerikas. Über den Marktplatz von MercadoLibre wurden im Jahr 2018 Waren im Wert von 12,5 Milliarden US Dollar verkauft. Mehr als 11 Millionen Händler lieferten im abgelaufenen Geschäftsjahr Waren an über 37 Millionen Käufer. Damit ist MercadoLibre der größte Onlinehändler Lateinamerikas.

Die Unternehmensentwicklung von MercadoLibre verfolge ich mittlerweile seit 2014. Das Management traf ich zum ersten Mal 2015 in Buenos Aires persönlich und hatte unmittelbar im Anschluss das Gefühl, ein besonderes Unternehmen gefunden zu haben.

Das Gespräch thematisierte ungewöhnlich lange, wie die richtigen Mitarbeiter angezogen, motiviert und weiterentwickelt werden können. Natürlich sprachen wir auch über die Vielzahl an Möglichkeiten im Geschäftsmodell, über die das Unternehmen verfügt. Dennoch blieb mir dieser Fokus auf die Entwicklung der Organisation im Kopf und er ist für den vergangenen sowie weiteren Erfolg des Unternehmens mitentscheidend.

Das In-Gang-Setzen von Netzwerkeffekten

Wenn ich versuche die Frage zu beantworten, warum gerade MercadoLibre zum führenden Onlinehändler Lateinamerikas aufgestiegen ist anstelle eines Konkurrenten, so bin ich überzeugt, dass dieser Entwicklung eine Kombination aus Glück, einem beeindruckenden Unternehmerteam und Hartnäckigkeit in der Umsetzung der Unternehmensstrategie zu Grunde liegt.

Glück deshalb, weil sich das Unternehmen kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase und dem argentinischen Schuldenausfall 2001 eine wichtige Finanzierung sicherte. Dadurch waren Investitionen in die Plattform möglich, um eine immer stärker wachsende Anzahl an Verkäufern und Käufern zu begeistern. Das führte wiederum zu einer steigenden Zahl an Transaktionen und dadurch zu mehr Umsätzen für MercadoLibre, die in die Plattform reinvestiert werden konnten, um zusätzliche Verkäufer und Käufer zu gewinnen: Der Netzwerkeffekt des Marktplatzes war in Gang gesetzt.

Netzwerkeffekte stellen eine der höchsten Eintrittsbarrieren für Wettbewerber dar, die ein Unternehmen aufbauen und für sich nutzen kann. MercadoLibre konnte sich als Marktführer permanent darauf fokussieren, die Netzwerkeffekte des Marktplatzes zu stärken und weitere Friktionen in der Transaktionsabwicklung zwischen Käufer und Verkäufer zu eliminieren. Die wesentlichste Friktion zwischen Verkäufer und Käufer stellten in der Vergangenheit die Zahlungsmodalitäten dar. Um diesen Prozess zu vereinfachen, führte MercadoLibre im Jahr 2004 den eigenen Zahlungsservice „MercadoPago“ ein (vergleichbar mit Paypal). MercadoPago stellt einen sicheren Weg zur Bezahlung von Gütern bereit und vereinfachte die Abstimmung zwischen Käufern und Verkäufern hinsichtlich der Zahlungsmodalitäten. Heute wird über 90% des Wertes der verkauften Waren auf MercadoLibre mit MercadoPago bezahlt, was einem Zahlungsvolumen von 11 Milliarden US Dollar entspricht.

Daneben stellt der Logistikaufwand in vielen Ländern Lateinamerikas eine große Hürde für Käufer und Verkäufer dar. Die notwendigen Investitionen zum Aufbau eines eigenen

Logistiksystems sind hoch, die Lieferzeiten in Lateinamerika eher lang und der Service mäßig. In mehreren Schritten übernahm MercadoLibre mit der Gründung von MercadoEnvios im Jahr 2013 eine immer weitgreifende Kontrolle über die Warenlogistik. MercadoEnvios betreibt heute eigene Logistikzentren, übernimmt die erste Meile vom Verkäufer oder organisiert die letzte Meile zum Endkunden mit ausgewählten Partnern. Im Jahr 2018 wurde für 66% der über den Marktplatz verkauften Güter mindestens ein Teil der Logistik durch MercadoEnvios übernommen. Durch die hohen Investitionen in ein proprietäres Zahlungssystem sowie dem kontinuierlichen Ausbau der eigenen Logistik hat MercadoLibre seinen Marktplatz und den in Gang gesetzten Netzwerkeffekt in den vergangenen zwei Jahrzehnten massiv ausgebaut. Der Mehrwert dieser Investitionen spiegelt sich im Wachstum der Anzahl an Transaktionen in Höhe von 28% pro Jahr über die vergangene Dekade wider.

Der Aufbau eines Ökosystems

Wenngleich ich mich seit meinem Erstgespräch in 2015 intensiv mit MercadoLibre auseinandersetze, habe ich mir lange die Frage gestellt, wie ein eindeutiges Signal für eine Investmentempfehlung aussehen würde. Dieses Signal erhielt ich erst bei meinen letzten Unternehmensbesuch in Brasilien Ende 2018. Dort wurde mir klar mit welcher Geschwindigkeit MercadoLibre nicht nur um den Marktplatz herum ein nahezu vollständiges Ökosystem aufbaut, sondern auch im Bereich der Zahlungsdienstleistungen. Nachdem der Marktplatz dem Zweck diente, den Handel zu demokratisieren, hat sich MercadoPago zum Ziel gesetzt, den Zugang zum Geld zu demokratisieren. Fast die Hälfte der lateinamerikanischen Bevölkerung hat heute keinen ausreichenden Zugang zu Bankdienstleistungen. MercadoPago bietet seinen Kunden ein digitales Portemonnaie an, um noch einfacher digitale Transaktionen durchzuführen. Außerdem hat MercadoPago begonnen stationäre Händler mit mobilen Kreditkartenlesegeräten auszustatten und vergibt über MercadoCrédito Kredite an Händler und Konsumenten. Die Kreditwürdigkeit kann MercadoCrédito sehr genau aus den Zahlungshistorien der Kunden der MercadoLibre Plattform ableiten. Gut 7 Milliarden US Dollar des gesamten über MercadoPago abgewickelten Zahlungsvolumens von 18 Milliarden US Dollar wird heute außerhalb des Marktplatzes generiert und trotz der erreichten Größe wächst MercadoPago weiterhin mit über 50%(!) im Jahr.

Der Wert dieses Ökosystems liegt in einem immer stärker werdenden Größenvorteil. MercadoLibre hat mehr Berührungspunkte mit seinen Kunden als die Wettbewerber, seien es spezialisierte Onlinehändler, Zahlungsdienstleister oder Logistikunternehmen.

An jedem dieser Berührungspunkte kann MercadoLibre die Kundenbeziehung monetarisieren. Das hat zwei Vorteile: Erstens kann MercadoLibre seine Kosten in der Kundengewinnung auf mehr Dienstleistungen verteilen als Wettbewerber. Dadurch sind die Kosten für Neukunden pro Produkt niedriger als bei Konkurrenten. Und zweitens kann MercadoLibre sich frei entscheiden, welche Bereiche einer Kundenbeziehung es monetarisiert und welche nicht. Als Beispiel: MercadoLibre könnte neuen stationären Händlern kostenlos den Zahlungsservice MercadoPago anbieten, würde aber bei einem Online-Produktverkauf dieses Händlers eine Transaktionsgebühr für den Marktplatz verlangen. Ein spezialisierter Zahlungsanbieter hat diese Flexibilität nicht. Dadurch hat MercadoLibre eine flexible und kostengünstige Kundengewinnungsmaschine erschaffen, über die nur wenige Unternehmen verfügen.

Zusammenfassend geben mir die große Anzahl an Geschäftsoportunitäten in der Kombination mit der in der Historie gezeigten Umsetzungsexzellenz das Vertrauen, dass MercadoLibre noch viele Jahre überdurchschnittlich und profitabel wachsen wird. Im ersten Quartal 2019 konnte MercadoLibre die Umsätze um 48% steigern, womit MercadoLibre Wachstumsführer im Portfolio des TGV Intrinsic ist. Zugleich liegt in der Vielzahl der Opportunitäten eines der größten Risiken meiner Empfehlung. Durch die momentane Wachstumsgeschwindigkeit und die große Anzahl an Projekten muss das Unternehmen mit Augenmaß seine Ressourcen verwalten. Es befindet sich dabei in einem ständigen Spannungsfeld zwischen zwei gegensätzlichen Allokationsstrategien: Dem weiteren Ausbau des Ökosystems über die unterschiedlichen Geschäftsbereiche hinweg und damit einer Streuung der Ressourcen - aber auch dem fokussierten Investieren in einzelne Projekte, um erfolgreich gegen meist spezialisierte Wettbewerber zu konkurrieren.

Um in diesem Spannungsfeld erfolgreich zu agieren, bedarf es vieler hoch qualifizierter Mitarbeiter in allen Unternehmensteilen. Hier schließt sich der Kreis zu meinem ersten Unternehmensbesuch vor vier Jahren. Bei meinem letzten Treffen mit dem Unternehmen in Sao Paulo in 2018 traf ich einen der ersten Mitarbeiter von MercadoLibre, der maßgeblich für den Erfolg der letzten 20 Jahre verantwortlich ist. Wie bereits Jahre zuvor wurde klar, dass weiterhin ein hoher Fokus auf dem Finden und Weiterentwickeln guter Mitarbeiter liegt. Das Team um Marcos Galperin ist in seinem Kern seit der Gründung 1999 unverändert. Graduell wurden neue Kompetenzen je nach Bedarf hinzugefügt. Ich habe ein hohes Vertrauen, dass dieses Team genau den richtigen Weg geht, um weiterhin die Vielzahl der sich bietenden Möglichkeiten bestmöglich zu nutzen.

Ich danke für das Vertrauen in meine Arbeit und wünsche allen ein gesundes und erfolgreiches zweites Halbjahr.

Alles Gute

Clemens Lotz