

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 Halbjahresbericht 2018 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: Dr. Maximilian Zimmerer (Vors.), Wolfgang Fritz Driese (stv. Vors.), Alexander Pichler (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

Halbjahresbericht 2018 des Sub-Advisors

Liebe Investoren,

die Kursentwicklung des TGV Truffle in den vergangenen sechs Monaten war positiv. Innerhalb der Positionen gab es jedoch drastische Unterschiede in der Kursentwicklung. Die Tatsache, dass diese einzelnen Kursschwankungen in Summe zu einem Plus für das TGV Truffle führten, ist bei der Kürze der Betrachtungsperiode schlichtweg Zufall. Da das TGV Truffle aktuell ein konzentriertes Portfolio hält, sind erhebliche Schwankungen im Anteilspreis auch künftig zu erwarten. Schwankungen sehe ich jedoch nicht als ökonomisches Risiko. Vielmehr fokussiere ich mich darauf, dass es zu keinen nachhaltigen Einbrüchen bei den zu Grunde liegenden Unternehmenswerten der im TGV Truffle enthaltenen Aktien kommt. Ob diese – hoffentlich beständigen bzw. steigenden – Werte kurzfristig am Kapitalmarkt durch Angst oder Euphorie anders bewertet werden, ist mir egal.

Messen und Wiegen

Wie gewohnt zunächst an dieser Stelle die wichtigsten Portfolio- und Performance-Fakten zum TGV Truffle in tabellarischer Übersicht:

NAV zum 29.06.2018 in EUR	129,81
Zahl der Investments	10
Gewichtung größtes Investment	24,3%
Gewichtung Top-5 Investments	81,8%
Gewichtung Kasse / Festgeld	-0,6%

Alphabetische Auflistung der Top-5 Investments:

Amaysim

Alphabet

Rolls-Royce

Tripadvisor

Tucows

Zeitraum	TGV Truffle (in EUR)	Berkshire (in EUR)	(Differenz) ¹	6% p.a. Benchmark	(Differenz) ¹
2015 ²	-12,5%	-10,0%	(-2,5%)	+4,5%	(-17,0%)
2016	+18,1%	+27,5%	(-9,4%)	+6,0%	(+12,1%)
2017	+17,0%	+6,9%	(+10,1%)	+6,0%	(+11,0%)
2018 ³	+7,3%	-2,9%	(+10,2%)	+2,9%	(+4,4%)
Seit Auflage ⁴	+29,8%	+19,1%	(+10,7%)	+20,9%	(+8,9%)

Portfolioveränderungen

Die wesentlichen Portfolioveränderungen im letzten Halbjahr war der Verkauf der Microsoft und der gleichzeitige Ausbau der Rolls-Royce-Position. Beide Investments ähneln sich in vielen Charakteristiken und daher bespreche ich sie im Folgenden gemeinsam.

Microsoft war seit dem Start vom TGV Truffle eine große, zeitweise sogar die größte Position im Portfolio. Mit dem Verkauf endet ein ausgesprochen erfolgreiches Investment von TGV Truffle: Von 2015 bis 2018 entwickelte sich Microsoft nicht nur besser als beide Benchmarks des Portfolios, sondern auch besser als fast alle anderen Positionen im TGV. Dabei verhielt sich das Unternehmen in etwa wie von mir prognostiziert und ein gewisser Teil der guten Kursentwicklung stellte eine Verteuerung des Preises dar. Bei einem Kurs von ca. USD 100 ist Microsoft grob fair bewertet und es erschien mir sinnvoll, die Umschichtung der Position in attraktivere Chancen zu empfehlen.

Die Erlöse aus dem Verkauf von Microsoft wurden für den Kauf von Rolls-Royce verwendet. Auch Rolls-Royce ist fast seit Start eine Position in TGV Truffle. Das Unternehmen kommt nachhaltig mit seinen Transformationsbemühungen voran und es sind bereits handfeste Veränderungen sichtbar. So hat sich die Finanzberichterstattung der Firma deutlich verbessert, was zu mehr Klarheit über die voraussichtlichen Entwicklungen der nächsten 5-10 Jahre führt. Es wird zunehmend klar, dass die Firma um das Jahr 2023 herum mindestens GBP 1 / Aktie in freiem Cash-Flow erzielen dürfte. Der aktuelle Kurs schwankt zwischen GBP 9 und GBP 10, was einer freien Cash-Flow-Rendite von grob 10% entspricht. Natürlich dauert es noch eine Zeit, bis GBP 1 / Aktie erzielt werden. Allerdings wird die Firma bis 2023 auch noch erhebliche Erträge erwirtschaften, welche beispielsweise ausgeschüttet oder für Aktienrückkäufe verwendet werden können. Weiterhin sprechen viele Dinge dafür, dass die freien Cash-Flows des Unternehmens noch viele Jahre nach 2023 weiterwachsen werden. Eine angemessene freie

¹ Rundungsdifferenzen sind möglich.

² 31.03.2015 – 31.12.2015

³ 01.01.2018 – 29.06.2018

⁴ Seit 31.03.2015

Cash-Flow-Rendite in 2023 könnte somit im niedrigen einstelligen Bereich liegen, was also Kurse von mehr als GBP 20 binnen fünf Jahren plausibel erscheinen lässt.

Warum realisiert der Kapitalmarkt diese Chance nicht?

Der Grund hierfür ähnelt der Situation, in welcher sich Microsoft in 2015 befand. Im allerersten Bericht zum Halbjahr 2015 schrieb ich:

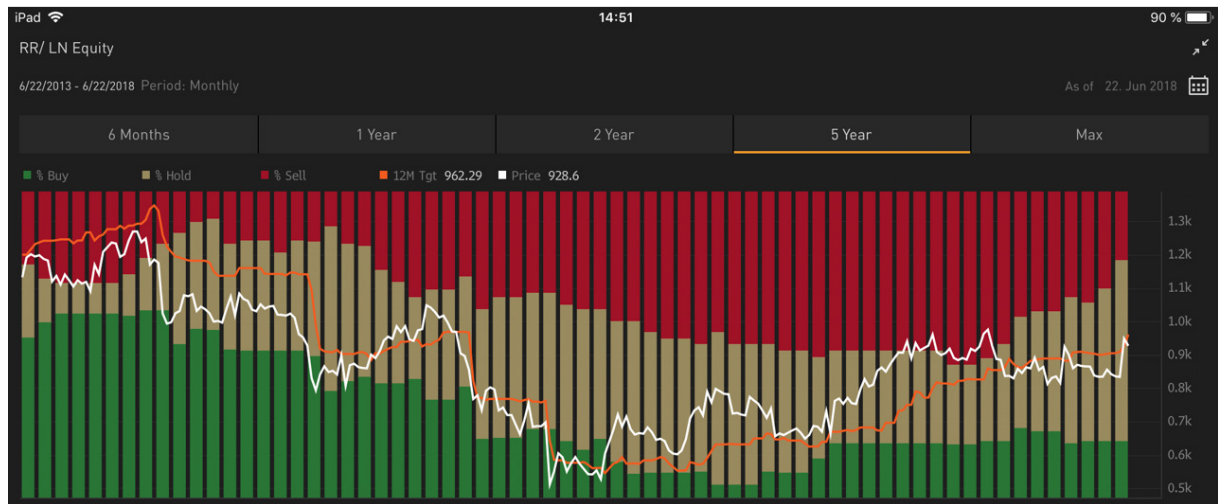
„Natürlich gibt es auch viele Analysten, die Microsoft betrachten und diese Analysten sind allesamt intelligent und haben besseren Zugang zum Management von Microsoft als ich. Das Problem ist nur, dass die Kunden der Analysten große aktive Fondsgesellschaften sind, deren Fondsmanager nicht Investoren, 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. (...) Bei Microsoft führt dies dazu, dass pro Jahr etwa so viele Aktien gehandelt werden, wie die Firma ausstehend hat. (...) 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?“

Tauschen Sie im obigen Text die Firmennamen und Sie haben Rolls-Royce in 2018 vor sich! Auch hier stellt sich langsam der Konsens ein, dass dem Management die Transformation gelingt und die langfristigen Aussichten der Firma bestechend sind. Es kann sogar gut sein, dass meine Kollegen bei den großen Fonds und Analystenhäusern die Einschätzung teilen, dass Rolls-Royce in fünf Jahren deutlich mehr an der Börse wert sein kann. Problem ist, dass ca. 45% aller Fondsmanager weniger als zwei Jahre im Job verbleiben und über alle Fonds hinweg die durchschnittliche Lebensdauer eines Fondsmanagers unter fünf Jahren liegt⁵! Ich kenne diverse Kollegen, deren Investoren auf wöchentliche Schwankungen mit Zu- und Abflüssen reagieren. Wöchentlich! An dieser Stelle eine Laudatio auf Sie, den Investoren des TGV Truffle: Seit dem Start von TGV Truffle gab es bisher keine einzige Rückfrage zur Performance des TGVs bei der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV oder bei mir. Diese Diskrepanz – die einen werden wöchentlich gemessen, die anderen scheinbar in mehr als dreijährigen

⁵ Barron and Ni (2013). Morningstar ratings and mutual fund manager turnover. *Journal of Applied Finance*, 23(1), 95-110

Intervallen – legt die Grundlage für die langfristige Outperformance von TGV Truffle. Ihre Geduld ermöglicht meine Arbeit – danke dafür!

Zurück zu Rolls-Royce: Durch die eben geschilderte Kurzfristigkeit liegt der Fokus der Marktteilnehmer immer noch auf den Entwicklungen der nächsten Quartale. Trotz der in jüngster Zeit wirklich guten Zahlen und deutlich verbesserter Unternehmenskultur, haben sich die Einschätzungen der Analysten bloß inkrementell weiterbewegt. „Immer eine Tür offen halten, falls es doch nochmals zu kurzfristigen Schwankungen kommt“, scheint die Devise zu sein! Grafisch sieht das dann so aus:



Sie sehen zunächst, dass mit fallendem Kurs (weiße Linie) im linken Teil der Grafik auch die Verkaufsempfehlungen (rote Säulen) stiegen. Es ist schwer, hierbei nicht zynisch zu werden. Als der Kurs am Tiefpunkt notierte, empfahlen massiv mehr Analysten zu verkaufen, als zu kaufen. Das Gegenteil hätte Mehrwert gebracht. Interessant ebenfalls auch, dass in den letzten Monaten die Zahl der Verkaufsempfehlungen gesunken ist und dafür der Großteil der Analysten „Halten“ empfehlen. Natürlich wird es bis 2023 auch zu Enttäuschungen und Unsicherheiten bei Rolls-Royce kommen. Natürlich wird die Aktie stark schwanken. Aber anders als die Analysten in den großen Banken, kann ich wagen, auch heute schon Rolls-Royce zum Kauf zu empfehlen.

Fehler

Gerade wenn man als Investor jüngst eine gute Performance erzielt hat, kann das eigene Ego rationale Entscheidungen beeinträchtigen. Die post mortem Betrachtung eigener Fehler eignet sich dann gut dafür, die Urteilsfindung zu erden. Zum Glück habe ich in den vergangenen dreieinhalb Jahren bereits genug erklärungswürdige Fehler begangen!

Hier meine Auflistung und Erläuterung der fünf größten Fehler bis dato, geordnet nach meiner Einschätzung des negativen Einflusses auf die Performance von TGV Truffle. Zwei Anmerkungen dazu: Erstens haben nicht alle Fehler zu einem Verlust geführt. Nicht erzielte positive Performance ist ebenso

ein Fehler wie auch falsche Entscheidungen, die zufällig zu einer guten Kursperformance geführt haben. Zweitens sind nicht alle realisierten Verluste auch Fehler. Beispielsweise halte ich die Investmentempfehlung zu Aggreko, obwohl TGV Truffle damit Geld verloren hat, nicht für einen Fehler. Vielmehr hat sich die Firma und das Industrieumfeld einfach weiterentwickelt und eine vormals einschätzbare Situation wurde auch durch Veränderungen im Management unkalkulierbar. In solchen Fällen gilt es, die ursprüngliche Einschätzung zu revidieren. Das Fehlerpotential liegt dann nicht im gesunkenen Kurs, sondern im ungerechtfertigten Festhalten einer sich als falsch erweisenden Einschätzung.

Hier die „Hall of Shame“:

1. Im letzten Frühjahr stieß ich auf eine interessante Firma: geführt vom Gründer und Großaktionär, Software-Produkt im Abo-Modell, eine mir gut bekannte Branche, attraktives Wachstum, keine Schulden, Wettbewerbsvorteil klar erkennbar und augenscheinlich extrem günstige Bewertung. Gleichzeitig war klar, dass die geografische Lage des Firmensitzes damals nicht en vogue war und daher wohl die Unterbewertung erklärte. Völlig abnormal – und brillant – war ein Aktienrückkauf in 2016, bei welchem das Unternehmen zu damaligen Tiefstkursen über 25% des Aktienkapitals zurückkaufte und so immensen Wert für die Aktionäre schuf. Ich tat meine Arbeit und grub mich über zwei Monate tief in die Situation ein. Je tiefer ich grub, desto mehr gefiel mir das Unternehmen. Gleichzeitig bekam ich in mehreren Telefonaten einen wirklich guten Eindruck vom Management. Ich traf die Entscheidung, kurzfristig um die Welt zu fliegen und das Unternehmen vor Ort zu besuchen. Dort nahm sich das Team viel Zeit für mich und ich konnte mich von der Unternehmenskultur überzeugen. Ich erinnere mich noch heute, dass ich am Abend meiner Rückreise im Flugzeug saß und dachte: „Wenn das kein Kauf ist, wonach suche ich dann eigentlich?“. Zurück in Hamburg trug ich letzte Notizen zusammen und war drauf und dran, die Aktie als große Position für TGV Truffle zu empfehlen. „Leider“ meldete die Firma kurz darauf sehr gute Zahlen und der Kurs stieg. Und stieg. Und stieg! Ich wartete ab, denn der Anstieg geschah unter geringen Handelsvolumina und ich erwartete, nochmals günstiger an Aktien zu kommen. Dies blieb bisher aus, denn der Kurs steht heute auf dem dreifachen Niveau wie am Tag meines Besuchs! Ich lerne: Wenn alles stimmt, kommt es auch nicht auf 5% oder 10% im Einstandspreis an.
2. Einer der schwersten Fehler an der Börse ist es, sich auf die Einschätzung anderer Investoren zu verlassen. Eine der profitabelsten Strategie ist es hingegen, zusammen mit Personen zu kaufen oder zu verkaufen, die objektiv bessere Informationen haben. Ein gutes Beispiel dafür war in 2015 ein Unternehmen, dessen Geschäftsmodell ich einigermaßen gut einschätzen konnte. Die Firma befand sich inmitten einer Transformation und die damals ausgewiesenen

Zahlen waren durchwachsen. Es war nicht sofort erkenntlich, dass die Aktie unterbewertet war. Das Unternehmen gab zu der Zeit jedoch einen großen Aktienrückkauf bekannt. Im Aufsichtsrat saßen damals einige Personen, deren Fähigkeiten zur Kapitalallokation ich sehr gut einschätzen konnte. Mir hätte im Nachhinein glasklar sein müssen, dass ein Rückkauf nur dann entschieden worden wäre, wenn die Aktien in ganz erheblichem Maße unterbewertet waren. Zwar zeigten die Zahlen ein unschlüssiges Bild, doch die handelnden Personen hatten offensichtlich einen besseren Einblick in die Realität. Die Aktie steht heute rund beim dreifachen Preis, zu welchem der Rückkauf damals erfolgte und die Transformation läuft besser als erwartet.

3. Seit 2015 hat TGV Truffle mehrfach investiert, wenn ein Unternehmen als relativ Stärkstes in eine Branchenkrise gelangt. Oft können die finanziell bestgestellten Branchenführer eine Krise zu ihrem Vorteil nutzen, z.B. durch Abwerben von Mitarbeitern schwacher Marktteilnehmer oder durch Akquisitionen derselben. Ich musste allerdings lernen, dass relative Stärke nicht gleichbedeutend ist mit absoluter Stärke. Zwar mag ein Unternehmen besser als alle Wettbewerber durch eine Krise gehen, doch regelmäßig senkt eine Tide zunächst alle Boote. Es scheint opportun, die relativ besten Unternehmen einer Branche erst deutlich später in einer Krise zum Kauf zu empfehlen, als es bisher der Fall war.
4. Verwandt mit dem vorherigen Aspekt ist ein Fehler in der Bewertungstechnik. Oft stelle ich bei der Unternehmensbewertung auf eine „normalisierte“ Ertragskraft ab, also beispielsweise bei einem zyklischen Unternehmen auf den Mittelwert aus Boom- und Krisenprofitabilität. Wenn jedoch beim Eingehen des Investments klar ist, dass zwischen Investitionszeitpunkt und Eintreffen der normalisierten Ertragskraft noch einige magere Jahre liegen, dann muss sich dieser Zeitverzug auch in der Bewertung ausdrücken. Es scheint, als hätte ich mehrmals bei zu aggressiven Preisen den Kauf von zyklischen Aktien empfohlen, welche nach sauberer Bewertung nur zu niedrigeren Kursen hätten gekauft werden sollen.
5. Ich habe bisher strukturell unterschätzt, welchen Wert ein exzellentes Managementteam darstellt. Dieser Wert ist schwer in Zahlen zu bemessen, doch insbesondere bei herausragenden Kapitalallokationsfähigkeiten des Managements potentiell sehr groß. Es ist in den letzten Jahren mehrfach passiert, dass mich ein Management insbesondere durch sinnvolle, wenn auch unkonventionelle Akquisitionen positiv überrascht hat. Wenn dabei zur richtigen Zeit auch die richtige Finanzierungsform gewählt wird (z.B. wenn die Kurse hoch sind mit Aktien bezahlt wird), kann ein Management auf einen Schlag viel Wert schaffen.

Leseempfehlung

Seit jeher liebe ich es, Biografien zu lesen. So kann ich mich heute noch gut daran erinnern, in 2002 die Autobiografie⁶ von Jack Welch (dem langjährigen CEO von General Electric „GE“) gelesen zu haben. Welch war damals eine Managementikone und GE galt als das weltweit bestgeführte Unternehmen. Ich verschlang damals dieses wirklich gut geschriebene Buch und blätterte über die Jahre immer wieder durch einzelne Kapitel.

Seit Anfang der 2000er hat die Entwicklung von GE allerdings eine dramatische Wendung genommen: Heute steht die Firma vor einer Menge Probleme und wird die Krise womöglich nicht in der aktuellen Struktur überleben. Die Dramatik dieser Entwicklung – innerhalb von 18 Jahren vom Olymp bis zur möglichen Zerschlagung – sollte jedem Investor eine gehörige Menge Demut lehren. Interessanter Weise war bis ins letzte Jahr der von Jack Welch bestimmte Nachfolger für GE zuständig und viele der heutigen Probleme sind in den im Jahre 2000 gefeierten Segmenten entstanden. Was konnte man wissen und wie viel ist durch sich schnell-wandelnde Umstände bedingt?

Natürlich ist die Situation bei GE noch komplett im Fluss und vielleicht findet die Tragödie doch noch ein gutes Ende. Ich empfehle jedem, die Berichterstattung zu GE in den kommenden Monaten genau zu verfolgen. Insbesondere die amerikanischen Magazine „Fortune“ und „Forbes“ bringen regelmäßig brillante Berichterstattung über GE. Lassen Sie es mich wissen, wenn ich Ihnen gute Artikel dazu weiterleiten soll. Dabei würde ich auch gezielt empfehlen, nochmals die alte Jack Welch Biographie zu lesen und die aktuellen Entwicklungen im Kontext des damaligen Informationsstands zu betrachten. Ich kann mich an keinen Fall erinnern, bei welchem man mit derartiger Prominenz und Berichterstattung an einer Fallstudie über den Aufstieg und Fall eines Unternehmens teilhaben kann.

Ausblick

Genießen Sie den Sommer; ich freue mich schon darauf, Ihnen Anfang 2019 wieder berichten zu dürfen.

Bis dahin vielen herzlichen Dank nochmals für Ihr Vertrauen in meine Arbeit.

Ihr

Jan-Hendrik Mohr

JMX Capital GmbH

⁶ Jack Welch: „Was zählt“, 2001, Econ Verlag.