

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
Rüngsdorfer Str. 2 e · 53173 Bonn

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüngsdorfer 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 2024 unseres Sub-Advisors CL Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Intrinsic“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Teilgesellschaftsvermögen Intrinsic
Halbjahresbericht 2024 des Subadvisors CL Capital GmbH

Liebe Mitinvestoren,

die Performance des TGV Intrinsic betrug im ersten Halbjahr 2024 nach allen Gebühren +14,9%. Damit lag der NAV zum 30.06.2024 bei 187,05€. Der DAX erzielte im Halbjahr 2024 eine Rendite von +8,9%.¹ Seit Auflage des TGV Intrinsic am 29.03.2019 erzielte der Fonds eine annualisierte Performance nach allen Kosten von +12,7%. Der DAX legte im selben Zeitraum um durchschnittlich +9,1% pro Jahr zu.

Der Halbjahresbericht 2024 des TGV Intrinsic bietet zunächst einen Überblick über die Portfoliostruktur und die Performance. Im April 2024 feierte das TGV Intrinsic sein fünfjähriges Jubiläum. Dies möchte ich zum Anlass nehmen, auf die ersten fünf Jahre seines Bestehens zurückzublicken. Zunächst werde ich die beiden größten Investmentfehler seit der Gründung des TGV Intrinsic erläutern. Anschließend berichte ich von zwei Aspekten, die mich in den letzten fünf Jahren zufrieden gestimmt haben. Zum Abschluss lege ich kurz die Investmentthesen der fünf größten Portfoliopositionen dar, da diese maßgeblich für die zukünftige Kursentwicklung des TGV Intrinsic sein werden. Mein Rückblick ist durch Parallelen zur Fischerei inspiriert. Bei dem Besuch eines börsennotierten Fischereiunternehmens in Namibia im Jahr 2012 lernte ich, wie essenziell es ist, die zugrundeliegenden Prozesse eines Ergebnisses zu verstehen. In diesem Sinne soll dieser Investorenbrief dabei helfen, meine Arbeit der ersten fünf Jahre zu bewerten, unabhängig von den erzielten Ergebnissen.

Portfoliostruktur und Performanceüberblick zum 30.06.2024

Portfoliostruktur

NAV zum 30.06.2024	187,05€
Zahl der Investments	15
Gewichtung größtes Investment	15,7%
Gewichtung fünf größte Investments	65,9%
Gewichtung Kasse	1,2%

Alphabetische Auflistung der fünf größten Einzelpositionen des TGV Intrinsic

Fomento Económico Mexicano (FEMSA)
Hostelworld
MercadoLibre
Spotify
VEF

¹ Ich halte einen globalen Aktienindex wie den MSCI All Country World Index für eine geeignetere Benchmark, die Nennung wäre jedoch mit hohen Lizenzzahlungen verbunden.

Performanceüberblick

Zeitraum	TGV Intrinsic (1)	Dax (2)	Delta (1)-(2)
2019 (9 Monate)	9,2%	15,0%	-5,8%
2020	25,2%	3,6%	21,6%
2021	24,5%	15,8%	8,7%
2022	-35,0%	-12,4%	-22,6%
2023	47,1%	20,3%	26,8%
2024 (6 Monate)	14,9%	8,9%	6,0%
Seit Auflage	87,1%	58,2%	28,9%
Seit Auflage p.a.	12,7%	9,1%	3,6%

Im ersten Halbjahr 2024 gab es keine Veränderungen innerhalb der fünf größten Portfoliopositionen. Alle Unternehmen entwickelten sich operativ erfreulich weiter, was sich überwiegend in gestiegenen Aktienkursen widerspiegelte. Bemerkenswert war die Konkretisierung der Ziele des mexikanischen Unternehmens FEMSA zu seiner zukünftigen Kapitalallokation im Februar. Um die avisierte Kapitalstruktur zu erreichen, muss über die kommenden zwei Jahre ein Betrag von über zehn Milliarden US-Dollar an die Aktionäre zurückgeführt werden, während parallel dazu erhebliche Investitionen in die Expansion der OXXO-Filialen sowie in digitale Dienstleistungen geplant sind. Spotify konnte mit den Zahlen zum zweiten Quartal seine EBIT-Marge im Vergleich zum Vorjahr um 15 Prozentpunkte von -8% auf +7% steigern. Dieses Jahr wird eine weitere Margensteigerung angestrebt, bevor ab dem nächsten Jahr der Fokus dann wieder verstärkt auf das Umsatzwachstum gelegt werden soll. In Bangalore konnte ich im Mai die drei indischen Beteiligungen der schwedischen Investmentholding VEF besuchen. Insbesondere die Gründer von Juspay, das 16% des Nettovermögenswertes (NAV) von VEF repräsentiert, beeindruckten mich mit innovativer und unternehmerischer Denkweise. Ich erwarte, dass Juspay dem NAV von VEF weiteren Aufwind verleihen wird.

Zu Beginn des Briefes fehlte der übliche Hinweis, dass die jährliche Performance des TGV Intrinsic erst ab fünf Jahren an Bedeutung gewinnt. Dieser Zeitraum ist nun überschritten und der Hinweis erübrigt sich. Als sich die jährliche Performance vor anderthalb Jahren deutlich verschlechtert hatte, fragte mich ein befreundeter Investor scherhaft, ob ich bei anhaltend schlechter Kursentwicklung den Zeitraum auf zehn Jahre erweitern würde. Glücklicherweise war das nicht nötig. Dennoch verdeutlichen die Schwankungen der letzten drei Jahre, wie stark die Performance heute noch durch einzelne positive oder negative Jahre beeinflusst wird. Beim Investieren in einen Fonds, ebenso wie auch beim Investieren in Unternehmen, ist es entscheidend, die zugrundeliegenden Prozesse zu verstehen, die zu guten oder schlechten Ergebnissen führen. Als ich im Jahr 2012 in Südafrika und Namibia die Managementteams von börsennotierten Unternehmen traf, wurde mir dies besonders bewusst.

Kenne den Fisch, nach dem du angelst oder „Wo ist der Granatbarsch plötzlich hin?“

Im Jahr 2012 besuchte ich neben Unternehmen in Südafrika auch die namibische Tochtergesellschaft des Handelskonzerns Bidvest Group. Bidvest Namibia ist hauptsächlich in der Fischerei tätig und profitiert von den reichen Fischvorkommen vor Ort. Auf den ersten Blick sah das Unternehmen aufgrund seiner hohen Profitabilität bei gleichzeitig niedrigem Bewertungsmultiple interessant aus. Doch bei tiefergehender Analyse und durch das Treffen mit dem Vorstand des Unternehmens in Walvis Bay wurde mir bewusst, wie stark die Firma von der Vergabe von Fischereilizenzen abhängig ist. Dies stellt ein erhebliches Risiko dar, das ich nicht zuverlässig einschätzen konnte und das ein Investment für mich ausschloss. Besonders in Erinnerung blieb mir jedoch eine Anekdote des damaligen Vorstands von Bidvest Namibia. Sie verdeutlicht die Wichtigkeit des Verständnisses für die zugrundeliegenden Prozesse, die zu einem Ergebnis führen.

Im Jahr 1998 geht der Fischereibetrieb Gendor Holdings in Namibia an die Börse. In den ersten Jahren werden die ambitionierten Prognosen, die zum Börsengang abgegeben wurden, eingehalten, und Gendor Holdings erzielt ordentliche Gewinne. Doch dann die Schocknachricht im Jahr 2005: Die Fische sind weg! Die Fischbestände in den von Gendor befischten Gebieten waren völlig überraschend drastisch zurückgegangen. Innerhalb kurzer Zeit muss Gendor Mitarbeiter entlassen, Schiffe verkaufen und letztlich Insolvenz anmelden.² Bei meinem Treffen in Walvis Bay lernte ich, dass Gendor Holdings unter anderem nach Granatbarschen fischte. Dieser Fisch, ähnlich wie der Rotbarsch, weist eine Eigenschaft auf, die das „plötzliche Verschwinden“ weniger überraschend erscheinen lässt: Er laicht erst nach 20 bis 30 Jahren. Wird in Beständen mit jungen Fischen gefischt, verhindert man die Reproduktion des Granatbarsches und erschöpft den Bestand. Da ein Fischereiunternehmen diese biologischen Fakten kennen dürfte, scheint es nicht unwahrscheinlich, dass Gendor Holdings die Überfischung bewusst in Kauf nahm, um den kurzfristigen Gewinn zu optimieren.

Ich kann Sie beruhigen: Dies ist keine Warnung, dass ein vergleichbarer Fischschwund in den Gewässern, in denen das TGV Intrinsic auf Fang geht, bevorsteht. Aufgrund meines globalen Ansatzes fische ich in sämtlichen Ozeanen voller vielfältiger Fischarten. Es mangelt mir nie an Investmentideen, sondern lediglich an ausreichend Zeit, alle potenziellen Ideen gründlich zu analysieren. Ich bin überzeugt, dass ich im Laufe der Zeit immer mehr Industrien kennenlernen, Geschäftsmodelle verstehen und Länder bereisen werde. Dadurch wird – um im Bild zu bleiben – die Vielfalt an „Fischen“, die ich verstehen und angeln kann, kontinuierlich zunehmen. Das Beispiel von Gendor Holdings soll nur verdeutlichen, wie wichtig es ist, zu verstehen, wie gute Resultate entstehen und dass man bei kurzen Betrachtungszeiträumen vorsichtig sein sollte. Deshalb soll dieser Brief Investoren dabei helfen, meine Arbeit der vergangenen fünf Jahre zu bewerten, unabhängig von den erzielten Ergebnissen.

Gleichzeitig möchte ich den Investoren des TGV Intrinsic für ihr frühes Vertrauen danken. Sie konnten nicht auf bestehende Resultate zurückgreifen, sondern mussten sich auf meine Investmentstrategie und Person verlassen. Da das TGV Intrinsic nun seit fünf Jahren besteht, halte ich es für einen geeigneten Zeitpunkt, erstmals einen Blick in den Rückspiegel zu werfen. Zuerst werde ich auf die aus meiner Sicht beiden größten aktiven Investmentfehler der ersten fünf Jahren eingehen. Anschließend erläutere ich zwei Aspekte, mit denen ich zufrieden bin. Damit heutige und zukünftige Investoren des TGV Intrinsic einschätzen können, ob

² <https://www.namibian.com.na/big-fishing-company-sells-ships-and-slashes-workforce-as-catch-collapses/>

das Fischerboot des TGV Intrinsic derzeit in vielversprechenden Gewässern auf Fang geht, gebe ich abschließend einen Überblick über das aktuelle Portfolio. Nun aber das Schmerzhafte zuerst.

Hall of Shame

Als Investor bei der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV lernte ich früh, wie wichtig es ist, eigene Fehler zu analysieren. Daher erinnerten wir uns umgangssprachlich in der „Hall of Shame“ an die größten Investmentfehler. Auch ich werde in regelmäßigen (aber hoffentlich nicht allzu häufigen) Abständen über meine Investmentfehler berichten und eröffne hiermit heute meine eigene „Hall of Shame“. Generell lassen sich Investmentfehler in zwei Kategorien einteilen: Aktiv begangene Fehler (ich gehe ein schlechtes Investment ein) und passiv begangene Fehler (ich gehe ein gutes Investment nicht ein). Oftmals wirken sich passive Investmentfehler besonders stark auf die potenzielle Wertentwicklung aus, da ein Investment maximal 100% seines Wertes verlieren, jedoch um ein Vielfaches im Wert steigern kann. Dennoch halte ich aktiv begangene Fehler für Investoren eines Fonds für besonders interessant, weshalb ich mich in diesem Brief auf die beiden größten aktiven Fehler konzentrieren werde. Dabei handelt es sich um den niederländischen Kartenanbieter TomTom und den brasilianischen Finanzdienstleister StoneCo.

Zu wenig Sicherheitsmarge beim Fischen in unbekannten Gewässern

TomTom wurde 1991 in Amsterdam gegründet und erlangte durch die Produktion von Navigationssystemen großen Erfolg. Angesichts der zunehmenden Wettbewerbsintensität in diesem Markt vertiefte TomTom im Jahr 2009 seine Wertschöpfungskette durch die Übernahme des belgischen Kartensoftwareunternehmens Tele Atlas für 2,9 Milliarden Euro. In der Folge verlagerte sich der Fokus des Unternehmens zunehmend auf den Verkauf von digitalen Kartendaten und Verkehrsinformationen. In einer Ära, die von einer zunehmenden Automatisierung der Mobilitätslösungen geprägt ist, könnten Kartendaten und Verkehrsinformationen eine entscheidende Rolle spielen. Autos benötigen präzise und aktuelle Daten, um ihre Position genau zu bestimmen und die optimale Route zu berechnen. TomTom ist einer der wenigen Anbieter, die besonders hochauflösende Karten produzieren. Zudem verfügt das Unternehmen über eine große installierte Basis von über 600 Millionen internetfähigen Geräten, die Echtzeitdaten von Karten- und Verkehrsinformationen generieren. Ein wesentlicher Teil der Investmentthese bestand darin, dass sich die Monetarisierung dieser Echtzeit-Karteninformationen grundlegend verändern würde.

Im Gegensatz zu den bisherigen Einmalzahlungen für weniger hochauflösende Kartendaten ohne Echtzeitinformationen, bot sich aus meiner Sicht die Chance, ein Abonnementmodell für Echtzeitdaten zu etablieren. In Gesprächen mit dem Unternehmen, Kunden und Industrieexperten erfuhr ich, dass auch sie eine hohe Wahrscheinlichkeit sahen, den bisherigen Einmalbetrag durch eine jährliche Zahlung zu ersetzen. TomTom hatte eine neue Softwareplattform entwickelt, die diese Kartendaten in Echtzeit verarbeiten und an Fahrzeuge übermitteln konnte. Die operativen Kosten für diese Plattform sollten bei steigenden Umsätzen stabil bleiben und somit zu einem starken Gewinnanstieg führen. Dies wurde im Aktienkurs nicht berücksichtigt - zu Recht, wie ich Stand heute feststellen muss. Ich hatte mich zum Fischen in unbekannte Gewässer begeben und meine Annahmen waren zu optimistisch. Bis heute hat die erwartete Veränderung in der Monetarisierung nicht stattgefunden. Der Hauptfehler lag jedoch nicht in dieser Fehleinschätzung – ich glaube, dass ich umfassende Informationen gesammelt hatte, die mir ein gutes Verständnis der Ausgangssituation vermittelten.

Der größere Fehler bestand meiner Ansicht nach darin, dass das Investment ohne die Veränderung im Geschäftsmodell keine gute Rendite erwarten ließ. Es fehlte die von Benjamin Graham beschriebene „Sicherheitsmarge“. Die ersten Aktien empfahl ich im April 2019 zum Kauf und der Verkauf der letzten Aktien erfolgte im Februar 2022. Insgesamt wurde bei einem durchschnittlichen Verkaufskurs von 7,68 Euro ein Verlust von 3,3% realisiert. Dieser Verlust hielt sich im Rahmen und die Aktie notiert heute bei etwa 5 Euro. Die Verkäufe im Jahr 2022 nutzte ich, um Käufe anderer Unternehmen wie Spotify oder MercadoLibre zu empfehlen, deren Aktienkurse besonders stark gefallen waren. Schmerzlicher ist jedoch, dass das Portfolio während der Haltedauer ein Kursplus von etwa 50% Kursplus verzeichnete, während TomTom lange Zeit eine Gewichtung von knapp 10% einnahm. Dadurch entstanden signifikante Opportunitätskosten, die das Portfolio eine bessere Kursentwicklung gekostet haben.

Ein wichtiger Lerneffekt daraus besteht für mich darin, dass ich Unternehmen mit der Chance auf eine Verbesserung ihres Geschäftsmodells nur dann zum Kauf empfehle, wenn das Investment auch ohne diese Verbesserung eine gute Rendite erwarten lässt. Ein Beispiel hierfür ist das Investment in Hostelworld: Zum Zeitpunkt des Investments war ich überzeugt, dass die „Social Features“ eine deutlichere Differenzierung gegenüber Booking.com ermöglichen und zusätzliches Monetarisierungspotenzial bieten. Die erwartete Rendite war jedoch auch ohne das Funktionieren dieser neuen Features aufgrund des Aufholpotenzials der Buchungen nach der Coronazeit attraktiv. Während ich bei TomTom mit zu großem Optimismus in neue Gewässer aufgebrochen war, erkannte ich bei meinem zweiten Investmentfehler, dem brasilianischen Finanzdienstleister StoneCo, nicht, wie sich ursprünglich vertraute Gewässer verändert hatten.

Netze in bekannten Gewässern auswerfen, obwohl die Fischbestände sich verändert haben

StoneCo wurde 2012 in São Paulo gegründet und ist ein brasilianischer Finanzdienstleister. Das Unternehmen verkauft mobile Kassensysteme an kleine bis mittelgroße Händler, die vorher häufig noch keine Kreditkarten akzeptierten. Zusätzlich vergibt StoneCo Kredite basierend auf den Daten, die die Kassensysteme generieren und vertreibt Software an diese Händler. Das TGV Intrinsic war bereits im Jahr 2020 bis Anfang 2021 bei StoneCo investiert. Nach einem schnellen Kursanstieg von 80% war die Bewertung auf Basis meiner Erwartungen ambitioniert und ich empfahl den Verkauf der Aktien. Dennoch verfolgte ich die Entwicklung des Unternehmens weiter und sprach regelmäßig mit StoneCo und seinen Wettbewerbern (neben MercadoLibre sind das vor allem PagSeguro und GetNet). Nachdem StoneCo zu aggressiv Kredite an seine Kunden vergeben hatte und Händler Forderungen aufgrund eines technischen Problems mehrfach beleihen konnten, fiel der Kurs von über 90 US-Dollar auf etwa 15 US-Dollar. Diese Bewertung erschien mir wiederum als aussichtsreich und ich empfahl die Aktien erneut zum Kauf. Die Investmentthese lag insbesondere darin, dass sich das Kreditgeschäft schnell erholen könnte, während sich der Verkauf von mobilen Kassensystemen weiterhin positiv entwickeln würde.

In der Realität dauerte die Sanierung des Kreditgeschäfts länger als von mir erwartet. Der Aufbau eines erfahreneren Kreditteams, die Anpassung der Risikomodelle und die Behebung der technischen Probleme benötigte seine Zeit. Durch die verzögerte Rückkehr der Umsätze aus dem Kreditgeschäft fehlte aber ein entscheidender Gewinntrieber. Während ich mich im Research auf den Wiederaufbau des Kreditgeschäfts konzentriert hatte, wurde mir nach einigen Monaten klar, dass sich die Wettbewerbsposition von StoneCo in Bezug auf die mobilen Kassensysteme verschlechtert hatte. Als ich begann, StoneCo nach seinem Börsengang im Jahr 2018 zu analysieren, besaß das Unternehmen eine klar differenzierte Wettbewerbsposition. StoneCo war der präferierte Anbieter für mobile Kassensysteme bei mittelgroßen

brasilianischen Händlern und besaß im Jahr 2021 über 450 Kundenzentren verteilt über ganz Brasilien, mit denen sie ihren Kunden den besten Service anbieten konnten. Den Wettbewerbern fehlte ein vergleichbares Servicenetz. Für kleinere Händler und Straßenverkäufer war PagSeguro in Brasilien der Platzhirsch, gemeinsam mit MercadoLibre.

Dann begann StoneCo, ein günstigeres mobiles Kassensystem anzubieten, um in den Markt der kleinen Händler vorzudringen. Die logische Reaktion vom Marktführer in diesem Segment, PagSeguro, war nun ihrerseits der Eintritt in den Markt für mittelgroße Händler und der Aufbau eines eigenen Servicenetzes. Und auch MercadoLibre ist in den letzten Jahren stärker als Anbieter für mittelgroße Händler aufgetreten, um sie intensiver ins eigene Ökosystem einzubinden. Nachdem mir diese Situation klar wurde, entschloss ich mich, den Verkauf der Position zu empfehlen. Das TGV Intrinsic erlitt dadurch einen Verlust von 18,3%. Rechne ich das Investment mit dem zuvor getätigten Investment in StoneCo zusammen, so entstand ein konsolidierter Gewinn von 19,4%. Die Aktien verkaufte ich im Schnitt zu etwa 11 US-Dollar – der Aktienkurs steht anderthalb Jahre später bei gut 13 US-Dollar. Die Verkaufsentscheidung hat sich dennoch ausgezahlt, denn ich empfahl damals, die Verkaufserlöse in den Aufbau der Nubank Position zu investieren. Nubank hat sich operativ, wie auch vom Aktienkurs her deutlich besser entwickelt als StoneCo.

Das Beispiel zeigt, wie schnell sich Wettbewerbssituationen verändern können, wenn man die Stärke und Dynamik von Wettbewerbsvorteilen nicht richtig einschätzt. Das hatte ich bei dem Investment in StoneCo nicht getan. Die richtige Analyse von Wettbewerbsvorteilen ist auch entscheidend, um in Krisenjahren wie 2022 die Ruhe zu behalten. Eine gute Unternehmensanalyse ist das Äquivalent zum Fischer, der sein Boot wetterfest macht, um auch bei stürmischen Gewässern gut durch die Wellen zu kommen. Oftmals entstehen in Krisensituationen wie im Jahr 2022 interessante Investitionsmöglichkeiten. Ich glaube, dass ich damals die sich ergebenden Opportunitäten gut genutzt habe und möchte im Folgenden auf zwei Aspekte eingehen, mit denen ich in den ersten fünf Jahren zufrieden bin.

Ruhig bleiben in stürmischen Gewässern und befreundete Fischer finden

Only I have no luck anymore. But who knows? Maybe today. Every day is a new day. It is better to be lucky. But I would rather be exact. Then when luck comes you are ready.

- Hemingway, The Old Man and the Sea -

Es gibt Zeiten, in denen lange nichts passiert, und dann passiert innerhalb kürzester Zeit plötzlich viel. Ähnlich wie erfahrene Fischer, die sich jeden Tag für den großen Fang bereithalten, müssen gute Investoren den Großteil ihrer Unternehmensanalyse im Voraus erledigen, um in Zeiten hoher Volatilität bereit zu sein. Wie Buffett und Munger oft betonten, ist dabei besonders das Temperament eines Investors ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Rückblickend auf die ersten fünf Jahre bin ich mit meinem Verhalten in Zeiten hoher Volatilität zufrieden und ich fühlte mich gut vorbereitet. Besonders das Jahr 2022 konnte ich nutzen, um in stürmischen Zeiten auf Fang zu gehen und glücklicherweise mit vollen Netzen zurückkehren.

Damals empfahl ich die Aufstockung der MercadoLibre-Position um 25% bei durchschnittlich 810 US-Dollar, der Spotify-Position um 140% bei durchschnittlich 125 US-Dollar und der VEF-Position um 130% (inklusive 2023) bei durchschnittlich 2,6 SEK. Die Käufe von MercadoLibre und Spotify trugen maßgeblich zur sehr guten Entwicklung im Jahr 2023 bei und ich glaube, dass sie auch langfristig als gelungen einzuordnen sein werden. Diese Entscheidungen waren möglich, weil ich eine tiefe Kenntnis der

Geschäftsmodelle sowie ihrer Wettbewerbspositionen besaß und zudem die handelnden Personen gut einschätzen konnte. Hilfreich war dabei auch, dass ich als Einzelinvestor kaum institutionellen Zwängen unterliege. Als der Fonds im Jahr 2022 35% im Minus lag, gab es keine Mitarbeiter, die meine Investmentstrategie hinterfragten, keine Investment-Komitees, vor denen ich mich rechtfertigen musste und keine Anleger, die mich mit bösen Anrufen bedachten. Ich glaube, dass hierin einer meiner größten Wettbewerbsvorteile liegt, um langfristig erfolgreich zu sein.

Obwohl - oder vielleicht gerade weil - ich nicht diesen institutionellen Zwängen unterliege, konnte ich mir in den letzten 15 Jahre ein wertvolles Netzwerk großartiger Investoren aufbauen. Seit ich als Werkstudent bei Shareholder Value Management AG anfing und dann bei der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren weiterarbeitete, hatte ich die Gelegenheit, viele langfristige Value Investoren kennenzulernen. Im Laufe der Jahre haben sich mit einigen dieser Investoren tiefen Freundschaften entwickelt, die weit über den beruflichen Alltag hinausgehen. Dieses Netzwerk ermöglicht es mir, Investmentideen zu diskutieren und Einschätzungen zu Unternehmern zu besprechen, ohne dass wir im Wettbewerb zueinander stehen. Gleichzeitig bietet mir dieses Netzwerk eine Erdung im schnelllebigen Alltag der Kapitalmärkte und ich bin glücklich darüber, in den letzten Jahren diese Beziehungen auf- und ausgebaut zu haben. Die Rolle von Netzwerken in der Unternehmensanalyse und ihre hohe Prognosekraft für das Verhalten von Gründern und Unternehmer gegenüber ihren Eigentümern verdeutlicht auch nochmal die - am Ende vielleicht gar nicht so überraschende - Insolvenz von Gendor Holdings.

Großaktionär war über eine Zwischenholding namens NovaNam der spanische Fischereikonzern Pescanova. Ein nicht integres Verhalten der namibischen Tochter bedeutete auch ein Warnsignal für die Unternehmenskultur des börsennotierten Mutterkonzerns. Und tatsächlich musste Pescanova nur wenige Monate nach meinem Besuch in Namibia im Jahr 2013 Insolvenz anmelden, bedingt durch Unregelmäßigkeiten in der Buchhaltung und deutlich höheren Schulden als angegeben. Deshalb lege ich sowohl im Investmentkontext wie auch im persönlichen Bereich großen Wert darauf, integre Netzwerke mit großartigen Menschen aufzubauen und schätze mich glücklich über die vielen inspirierenden Menschen in meinem Umfeld. Ich hoffe, Ihnen einige interessante Einblicke auf die ersten fünf Jahren des Bestehens des TGV Intrinsic gegeben zu haben. Der restliche Brief widmet sich hauptsächlich dem heutigen Portfolio, damit bestehende und potenzielle Investoren entscheiden können, ob die Boote des TGV Intrinsic in vielversprechenden Gewässern fischen.

In welchen Gewässern das TGV Intrinsic momentan auf Fang geht

Auf den kommenden Seiten werde ich kurz die Investmentthesen zu den fünf größten Positionen des Portfolios vorstellen. Aktuell besitzt das Portfolio zwölf Unternehmensbeteiligungen. Sechs dieser Unternehmen haben ihren Hauptsitz in Europa, drei in Lateinamerika und jeweils eines in Nordamerika, Australien und Afrika. Diese geographische Einteilung wird der Internationalität des Portfolios jedoch nicht gerecht, da zum Beispiel VEF seinen Sitz in Stockholm hat, die Investments aber vor allem in Lateinamerika und Asien getätigt werden. Daher ist ein Blick auf die Umsatzverteilung aussagekräftiger. Wäre das heutige Portfolio ein einzelnes Unternehmen, kämen die Umsätze zu gut 40% aus Lateinamerika (insbesondere Brasilien und Mexiko), zu rund 30% aus Europa (Deutschland und Westeuropa), zu etwa 10% aus Asien (vor allem Indien), zu knapp 10% aus den USA und die restlichen 10% aus Australien und Afrika.³ Sieben

³ Diese Zahlen stimmen nicht zu 100%, da die Unternehmen ihre Umsätze nicht für jedes Land aufschlüsseln und ich einige Werte schätzen musste.

der zwölf Unternehmen werden von ihren Gründern geführt, die übrigen fünf sind entweder in Familienhand oder haben einen aktiven Eigentümer. Während das größte Investment im Portfolio in den letzten Jahren meist eine Positionsgröße von 15-20% ausmachte, repräsentierten die fünf größten Positionen typischerweise 60%-70% des Portfolios.

Das TGV Intrinsic hat in den ersten gut fünf Jahren eine Kursentwicklung von +87,1% erzielt und sich damit besser entwickelt als der DAX, der eine Steigerung von +58,2% aufwies. Darüber hinaus übertraf das TGV Intrinsic den bekanntesten globalen „All Countries“ Index, der ein Kursplus von +83,4% verzeichnete sowie den bekanntesten Index für „Emerging Markets“, der im selben Zeitraum um +23,8% zulegte. Seit dem Startjahr 2019 sind FEMSA und MercadoLibre Teil des Portfolios. Hostelworld, Spotify und VEF kamen im Jahr 2021 hinzu. Natürlich gibt es in den fünf größten Portfoliopositionen gelegentlich Veränderungen, insbesondere wenn Analysefehler wie bei TomTom auftreten. Im Allgemeinen sollten sich die größten fünf Portfoliopositionen jedoch nur langsam ändern und sie sind seit Ende 2022 unverändert geblieben. In den folgenden Absätzen gebe ich eine kurze Zusammenfassung der Investmentthese zu jedem der fünf Unternehmen, da diese voraussichtlich einen erheblichen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung des TGV Intrinsic haben werden.

FEMSA

Das mexikanische Familienunternehmen FEMSA wurde 1890 in Monterrey gegründet. Im Jahr 2023 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von etwa 36 Milliarden Euro und einen Gewinn von knapp 2 Milliarden Euro.⁴ Heute ist FEMSA in drei Geschäftsbereichen tätig: Im Einzelhandel betreibt das Unternehmen 23.000 OXXO-Convenience Stores, 4.500 Apotheken, 600 Tankstellen und knapp 2.800 Convenience Geschäfte in Europa. Mit einer Beteiligung von 47% an Coca-Cola FEMSA führt das Unternehmen den weltweit größten Coca-Cola Abfüller nach Volumen. In den letzten Jahren hat FEMSA zudem den stark wachsenden Bereich der digitalen Dienstleistungen aufgebaut. Das digitale Portemonnaie Spin zählt mittlerweile etwa acht Millionen aktive Nutzer, während das Loyalitätsprogramm Premia rund 20 Millionen aktive Nutzer verzeichnet. Ich erwarte in den kommenden Jahren Wachstum in allen drei Geschäftsbereichen, wobei eine enge Vernetzung zwischen den einzelnen Segmenten besteht.

FEMSA eröffnet jährlich etwa 1.500 neue OXXO-Filialen in Lateinamerika und erzielt dabei attraktive Kapitalrenditen von etwa 30%. Besonders Brasilien hat sich als neuer Wachstumsmarkt etabliert - dort werden heute knapp 500 OXXOs betrieben, hauptsächlich in der Region Sao Paulo. Sollte sich das Konzept auch in anderen brasilianischen Regionen bewähren, könnte die Zahl der OXXOs in Brasilien ähnliche hoch wie in Mexiko werden. Die 22.000 OXXO-Filialen in Mexiko dienen als effizienter Kanal zur Kundengewinnung für das digitale Portemonnaie Spin, das innerhalb von drei Jahren acht Millionen aktive Kunden gewonnen hat und ein jährliches Kundenwachstum von etwa 40% verzeichnet. Mit der Erweiterung der Finanzprodukte in der App erwarte ich einen stark steigenden Umsatz pro Kunde. Coca-Cola FEMSA betreibt ein stabiles Kerngeschäft und beliefert über zwei Millionen Verkaufspunkte – davon hauptsächlich Kioskbetreiber - mit Coca-Cola-Produkten und anderen Waren. Diese Kioskbetreiber könnten zukünftig in das digitale Finanzökosystem von FEMSA integriert werden. Die Gründungsfamilien halten weiterhin 39% am Unternehmen und gewährleisten eine langfristige Kapitalallokation. Bereinigt um den Coca-Cola FEMSA Anteil und die vorhandene Kasse wird das restliche FEMSA aktuell zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwa 14 gehandelt und plant, in den nächsten zwei Jahren neben hohen

⁴ Den Jahresgewinn habe ich um die Minderheitsanteile an Coca-Cola FEMSA bereinigt.

Investitionen in die genannten Bereiche auch massiv Kapital an die Aktionäre zurückgeben. Derzeit kaufen sie Aktien zurück und ich erwarte zudem auch signifikante Sonderdividenden.

Hostelworld

Das irische Unternehmen Hostelworld, gegründet 1999 in Dublin, ist die weltweit größte Onlinebuchungsplattform für Hostels und Jugendherbergen. Über die Plattform werden jährlich etwa sieben Millionen Buchungen abgewickelt, was einem Marktanteil von etwa 20% im Bereich der Hostel-Onlinebuchungen entspricht. Im vergangenen Jahr erzielte Hostelworld einen Umsatz von knapp 100 Millionen Euro und ein Ebitda von gut 18 Millionen Euro. Dank einer während der Coronazeit erneuerten Technologieplattform konnte Hostelworld anschließend neue Produkte einführen. Im Jahr 2022 wurden die sogenannten „Social Features“ lanciert, die es den Nutzern ermöglichen, nach einer Buchung mit anderen Reisenden, die zur gleichen Zeit am selben Ort sind, in Kontakt zu treten und so hyperlokale Netzwerke zu bilden.

Diese „Social Features“ werden weiter ausgebaut, mittlerweile können Hostels beispielsweise ihre wöchentlichen Aktivitäten online stellen, sodass Nutzer von Hostelworld im Voraus sehen können, welche Aktivitäten während ihres Aufenthaltes angeboten werden. 80% der Buchungen auf Hostelworld werden von Nutzern getätigt, die diese Funktionen verwenden. Sie stellen somit ein klares Differenzierungsmerkmal zu Wettbewerbern wie Booking.com dar. Ich gehe davon aus, dass neben dem Wachstum der Buchungszahlen diese Social Features in den kommenden Jahren monetarisiert werden und so zu weiterem Umsatzwachstum führen. Hostelworld ist heute etwa mit dem Zehnfachen des erwarteten EBITDAs für 2024 bewertet.

MercadoLibre

Das argentinische Unternehmen MercadoLibre, gegründet 1999 in Buenos Aires, ist heute der größte Onlinehändler und einer der führenden digitalen Finanzdienstleister in Lateinamerika. Im vergangenen Jahr hatte die Onlineplattform rund 85 Millionen aktive Käufer und wickelte 2023 ein Bruttowarenvolumen von etwa 45 Milliarden US-Dollar ab. Die digitale Finanzplattform MercadoPago besitzt etwa 50 Millionen Nutzer und bearbeitete im letzten Jahr ein Zahlungsvolumen von über 180 Milliarden US-Dollar. Aus diesen Dienstleistungen erzielte MercadoLibre im Jahr 2023 einen Umsatz von gut 14 Milliarden US-Dollar und einen Jahresüberschuss von knapp einer Milliarde US-Dollar. Ich rechne noch für viele Jahre mit einem strukturellen Wachstum der Endmärkte von MercadoLibre – die Onlinepenetration des Einzelhandels beträgt in Brasilien beispielsweise erst gut 15%. Das Umsatzwachstum liegt weiterhin bei etwa 40%, während der Gewinn aufgrund steigender Margen überproportional wächst. Besonders der mit 70% wachsende Werbebereich im Onlinehandel trägt mit einer Ebitmarge von etwa 60% zur Margenausweitung bei. Während Amazon bereits über 5% seines Bruttowarenvolumens als Werbeumsätze vereinnahmt, liegt dieses Segment bei MercadoLibre noch unter 2%.

Bei den digitalen Finanzdienstleistungen steht vor allem der Kreditbereich mit einem Kreditbuch von etwa 4 Milliarden Euro noch am Anfang seines Potenzials. Dank umfangreicher Daten aus der Handels- und Finanzdienstleistungsplattform kann MercadoLibre Kreditrisiken präzise bewerten und baut nach vielen Jahren des Testens nun schrittweise sein Kreditbuch aus. Zusätzlich beflügeln neue Segmente wie der Ausbau des eigenen Einzelhandelsgeschäfts oder die verstärkte Ausgabe von Kreditkarten das Umsatzwachstum. Sollten MercadoLibres Werbeumsätze 5% des Bruttowarenvolumens erreichen, würde das in einigen Jahren einem zusätzlichen Gewinn von etwa zwei Milliarden US-Dollar entsprechen. Der

Kreditbereich hat ebenfalls das Potenzial, hohe Gewinne beizusteuern. Ich gehe davon aus, dass MercadoLibre in einigen Jahren einen Nachsteuergewinn von fünf Milliarden US-Dollar erzielen wird mit weiterem Wachstumspotenzial. Die aktuelle Unternehmensbewertung liegt bei knapp 80 Milliarden US-Dollar. Der Gründer des Unternehmens Marcos Galperin hält weiterhin etwa 7% der Anteile und sichert die langfristige Ausrichtung des Unternehmens.

Spotify

Der schwedische Audio Streaminganbieter Spotify wurde 2006 von Daniel Ek und Martin Lorentzon gegründet. Mehr als 600 Millionen Nutzer, davon fast 250 Millionen zahlende Abonnenten können auf der Plattform über 100 Millionen Lieder, 6 Millionen Podcasts und mittlerweile auch 250.000 Hörbücher hören. Im Jahr 2023 erzielte Spotify einen Umsatz von gut 13 Milliarden US-Dollar und erreichte im zweiten Quartal dieses Jahres eine Ebitmarge von 7%, nachdem sie vor zwölf Monaten noch bei -8% lag. Die Nutzerzahlen wachsen weiterhin mit etwa 15% jährlich, und ich erwarte, dass Spotify dieses Wachstum auch in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Durch den Fokus auf digitale Audioprodukte bietet Spotify die beste Nutzererfahrung und verfügt über umfangreiche Daten, um seinen Hörern präzise Vorschläge zu Musik und anderen Audioangeboten zu unterbreiten. Neuere Bereiche wie Podcasts, Werbung oder Hörbücher versprechen höhere Margen als der Musikbereich, während Spotify gleichzeitig seine starke Position in der Musikindustrie immer besser monetarisiert.

Ich gehe davon aus, dass die aktuelle Kostenstruktur ausreicht, um wesentlich größere Kundenzahlen zu bedienen. Sollten die Abonentenzahlen in den kommenden Jahren ähnlich stark wachsen wie bisher, könnte dadurch in fünf Jahren ein zusätzlicher Bruttogewinn von etwa drei Milliarden Euro erzielt werden. Auch der Werbebereich durch Podcasts sowie perspektivisch Hörbücher sollte zusätzlich zum Gewinn beitragen. In einigen Jahren erwarte ich, dass der Nachsteuergewinn von Spotify drei Milliarden US-Dollar erreichen wird, dann aber noch viele weitere Jahre wachsen kann. Der Gesamtunternehmenswert liegt derzeit bei gut 60 Milliarden Euro. Die beiden Gründer, die noch gut 26% der Anteile und über 70% der Stimmrechte halten, sichern eine langfristig ausgerichtete Kapitalallokation.

VEF

Die schwedische Investmentholding VEF wurde 2015 in Stockholm von David Nangle, dem heutigen CEO, und Per Brilioth, aktuelles Aufsichtsratsmitglied, gegründet. Das Unternehmen investiert langfristig in nicht börsennotierte Finanztechnologieunternehmen in Schwellenländern. Das Portfolio umfasst 15 Beteiligungen, die drei größten - Creditas (besicherte Konsumentenkredite, Brasilien), Konfio (unbesicherte Geschäftskredite, Mexiko) und Juspay (Zahlungsinfrastruktur, Indien) – machen 78% des Portfolios aus. Seit 2015 wurde der NAV pro Aktie um 17,5% pro Jahr gesteigert und erreichte im zweiten Quartal 2024 einen Wert von 400 Millionen Euro. Obwohl im Jahr 2021 teilweise hohe Bewertungen gezahlt wurden, beeindruckt mich die Fähigkeit des Investmentteams, erfolgreiche Unternehmen früh zu erkennen und in sie zu investieren. Durch den Fokus auf nicht börsennotierte Unternehmen fischt VEF in völlig anderen Gewässern als das TGV Intrinsic und stellt daher eine wertvolle Ergänzung für das Portfolio dar. Die zukünftige Kursentwicklung wird maßgeblich von den zuvor genannten drei größten Beteiligungen abhängen.

Creditas erreichte im ersten Quartal 2024 die Gewinnschwelle und konzentriert sich nun auf profitables Wachstum, unterstützt durch eine Datenbank aus mehreren Millionen Erstkontakte, die schrittweise reaktiviert werden. Dies ermöglicht strukturell niedrigere Kundenakquisitionskosten als in der

Vergangenheit. Auch Konfio hat den Breakeven erreicht und fokussiert sich wieder auf das Wachstum des Kreditbuches. Das indische Juspay beeindruckt mich besonders durch seine visionären Gründer. Sie besitzen ein tiefes technisches Verständnis für Indiens Zahlungsprobleme und entwickeln kontinuierlich erfolgreiche Produkte. Der Gesamtunternehmenswert von VEF weist derzeit mit knapp 200 Millionen Euro einen Abschlag von gut 50% zum NAV von 400 Millionen Euro auf. Ich erwarte, dass der NAV auch in Zukunft ähnlich stark wächst, wie in der Vergangenheit und sich der Abschlag zum NAV gleichzeitig verringert.

Ich hoffe, Ihnen damit einen kleinen Überblick gegeben zu haben, wo das TGV Intrinsic derzeit seine Netze ausgeworfen hat. Zudem möchte ich Sie über eine strukturelle Veränderung informieren: Norman Rentrop, Gründer und Eigentümer der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV in Bonn (InvAG) hat auf dem diesjährigen Investorentreffen bekannt gegeben, dass er den Betrieb der Investmentaktiengesellschaft nicht auf Dauer fortsetzen möchte. Deshalb wird die Investmentaktiengesellschaft in Zukunft nicht mehr die Heimat des TGV Intrinsic und der anderen bestehenden Teilgesellschaftsvermögen sein. Zusammen mit dem Vorstand der InvAG arbeiten wir daran, die TGVs noch in diesem Jahr auf eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) zu übertragen. Die Übertragung und der neue Verkaufsprospekt bedürfen der Genehmigung der deutschen Aufsichtsbehörde, der Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin). Nach aktuellem Stand ist es geplant, dass sich außer einem Wechsel der Verwaltung durch eine andere KVG zum 31.12.2024 für Sie als Anleger im TGV Intrinsic praktisch nichts ändert und Sie müssen auch nichts tun. Ich möchte meinen tiefen Dank an Norman Rentrop, Jens Große-Allermann und das gesamte Team der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren aussprechen. Sie haben es mir ermöglicht, einen Lebenstraum zu verwirklichen. Dafür werde ich für immer dankbar bleiben und meinen Teil dazu beitragen, dass das in Deutschland einmalige Netzwerk an langfristigen Investoren, das vor allem Norman Rentrop und Jens Große-Allermann zusammen aufgebaut haben, weiterhin wächst und gedeiht.

Jede Veränderung bietet die Chance für einen neuen Anfang. Vor diesem Hintergrund haben sich die Fondsberater der „Sonstigen Teilgesellschaftsvermögen“⁵ entschieden, näher aneinander zu rücken. Die Gründe sind einfach: Zuallererst schätzen wir uns gegenseitig sehr. Wir pflegen seit jeher einen regen Austausch und teilen viele Ressourcen, wie etwa gemeinsames Research, gewonnene Erkenntnisse aus Unternehmens- oder Marktbeobachtungen und Kontakte. Deshalb wollen wir zukünftig die Zusammenarbeit intensivieren, wobei natürlich der individuelle Charakter jedes einzelnen TGVs erhalten bleibt. Zusätzlich bietet eine Neuausrichtung die Chance einer weiteren Professionalisierung. Ein gemeinsamer Außenauftakt der Gruppe und gemeinsame Veranstaltungen wie etwa das jährliche Investorentreffen auf der Godesburg bieten Vorteile für alle Beteiligten.

Sollten Sie Fragen zum TGV Intrinsic haben, können Sie mich jederzeit per Mail unter clemens.lotz@clcapital.de kontaktieren.

Ich wünsche Ihnen allen eine schöne und erfolgreiche zweite Jahreshälfte 2024.

Clemens Lotz

⁵ Laurenz Nienaber vom TGV Compound Interest, Dr. Martin Possienke und Christoph Schäfers vom TGV Falkenstein Fonds, Dr. Mathias Saggau von den TGVs Partners Fund und Truffle und Lars und Thorsten Ahns vom TGV Rubicon Stockpicker Fund.

Disclaimer:

Dies ist eine Marketing-Anzeige: Bitte lesen Sie den Prospekt des AIF das Informationsdokument des AIF und das KIID/KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die CL Capital GmbH ist im Rahmen der Anlageberatung gem. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG ausschließlich auf Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg tätig. Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

English: **This is Marketing advertisement:** Please read the AIF prospectus, the AIF information document, and the KIID/KID before making a final investment decision. CL Capital GmbH operates within the scope of investment advice pursuant to § 2 (2) No. 4 WpIG exclusively on behalf and under the liability of NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg. NFS is a securities institution pursuant to § 2 (1) WpIG and holds the necessary licenses from the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin).