

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 Jahr 2022 unseres Sub-Advisors
MSA Capital GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Partners Fund“.

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

Bonn, im Januar 2023

Sehr geehrte Anleger,

der Anteilspreis des Teilgesellschaftsvermögens (TGV) Partners Fund lag zum 30. Dezember 2022 bei 176,88 Euro. Die Veränderung des Wertes für das Jahr 2022 betrug inklusive aller Kosten – 33,35 %.¹ Der DAX hat im gleichen Zeitraum eine Performance von – 12,35 % erzielt.

Jahr	TGV Partners Fund (1)	DAX (2)	Differenz (1–2)
2015 (9 Monate)	+ 1,48 %	– 10,22 %	+ 11,70 %
2016	+ 16,27 %	+ 6,87 %	+ 9,40 %
2017	+ 20,24 %	+ 12,51 %	+ 7,73 %
2018	+ 0,76 %	– 18,26 %	+ 19,02 %
2019	+ 3,67 %	+ 25,48 %	– 21,81 %
2020	+ 30,47 %	+ 3,54 %	+ 26,93 %
2021	+ 38,21 %	+ 15,79 %	+ 22,42 %
2022	– 33,35 %	– 12,35 %	– 21,00 %

per annum	+ 7,73 %	+1,97 %	+ 5,76 %
absolut	+ 78,11 %	+ 16,36 %	+ 61,75 %

Nach zwei außergewöhnlich guten Jahren 2020 und 2021 wurde das Jahr 2022 für das TGV Partners Fund zu einem *annus horribilis*, einem schrecklichen Jahr. In einem Jahr, in dem viele ehemals als besonders stabil erachtete Aktien hohe Kursverluste aufwiesen (**Facebook – 64 %**, **Amazon – 50 %**, **Alphabet – 39 %**, **Microsoft – 29 %**, **Apple – 27 %**), waren gerade auch in der zweiten Reihe und bei kleineren Unternehmen starke Kursverluste die Regel. Im TGV Partners Fund schlug die hohe Konzentration auf wenige Unternehmen und die schlechte Kursentwicklung einzelner Aktien kräftig auf das Gesamtergebnis durch.

Zahlreiche Unternehmen im TGV Partners Fund mussten in diesem Jahr außerordentlich hohe Abschläge hinnehmen: **Naked Wines – 80 %**, **System1 – 65 %**, **Tucows – 60 %**, **JustEat Take-away – 58 %**, **Gruppo MutuiOnline – 41 %**. Bei fast allen Unternehmen im Portfolio gab es auf verschiedene Weise kräftigen Gegenwind und vereinzelt darüber hinaus auch operative oder kommunikative Fehlritte. Die wichtige Nachricht ist aber: Keines der Unternehmen im TGV ist aus meiner Sicht dauerhaft oder irreparabel geschädigt. Mehr hierzu im Bericht über die operativen Ergebnisse und den Ausblick der einzelnen Unternehmen.

¹ Seit dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das TGV Partners Fund nach der sogenannten BVI-Methode dargestellt. Die Unterschiede der prozentualen Rendite und der Fondspreis-Veränderung sind durch Auszahlungen im Zusammenhang mit Steuern zu erklären.

So wie ich in der Vergangenheit einzelne Jahre mit Outperformance als wenig aussagekräftig kommentiert habe, so sehe ich nun diese Phase der harschen Underperformance als ebenso wenig aussagekräftig. Bei der gewählten Strategie, sich langfristig durch Aktien an einzelnen Unternehmen zu beteiligen, können solche schmerzenden Phasen nicht verhindert werden. Abschnitte von teils heftigen Kursverlusten gehören von Zeit zu Zeit zum „dauerhaft in gute Unternehmen investiert sein“ dazu und sie werden auch in Zukunft immer wieder auftreten. Ich steuere die Empfehlung der Zusammensetzung des Portfolios ausschließlich mit der Perspektive eines mehrjährigen Zeitraums und lasse mich daran messen.

Für die Zukunft des TGV Partners Fund bin ich positiv gestimmt: Selbstverständlich haben die Unternehmen im Portfolio wie fast alle Unternehmen im Moment mit hoher Inflation, Lieferengpässen, Konsumzurückhaltung und stark steigenden Zinsen zu kämpfen. Aber zahlreiche unserer Gesellschaften nutzen die aktuelle Krise, um kräftig und proaktiv zu investieren. Das ist außerordentlich positiv und geschieht meist aus einer Position der Stärke heraus. Gute Unternehmen werden stärker aus Krisen herausgehen als sie hineingegangen sind. Dieser Fakt wird sich über die Zeit hinweg auch in den Kursen niederschlagen.

Gleichzeitig liegt meiner Einschätzung nach eine außergewöhnlich günstige Bewertung des Portfolios aber auch in Teilbereichen des Gesamtmarktes vor. Auch wenn einige der großen Indizes wie der MSCI World, der S&P 500 oder der DAX im Jahr 2022 oberflächlich betrachtet nur relativ wenig im Kurs verloren haben: Nur nach dem Platzen der Neuen-Markt-Blase in den Jahren 2002/2003 und während der Finanzkrise 2008/2009 habe ich solch zahlreiche und große Verwerfungen und Kursverluste bei einer Vielzahl einzelner Aktien gesehen wie heute.

Es ist wahrscheinlich, dass die See noch eine Weile stürmisch bleibt. Es ist nicht ausgeschlossen, dass die Kurse tiefer fallen. Aber ich kann mir nur schwerlich vorstellen, dass das Bewertungsniveau für viele dieser Aktien dauerhaft auf einem so niedrigen Niveau verharrt wie heute. Vor allem dann nicht, wenn die getätigten Investitionen der Unternehmen Früchte tragen und sie über die Zeit weiterhin so gute operative Ergebnisse und Wachstum erzielen wie bisher.

Die Unternehmen im TGV Partners Fund

Von den dreizehn Unternehmen, in die das TGV zum 30.12.2022 investiert war, liste ich an dieser Stelle wie gewohnt die zehn größten Positionen in alphabetischer Reihenfolge auf:

- Associated British Foods
- Ferguson
- Intred
- Lanxess
- Naked Wines
- DCC
- Gruppo MutuiOnline
- Just Eat Takeaway.com
- MEDIQON Group
- Tucows

Diese zehn Unternehmen entsprechen rund 90 % des Fondsvermögens. Das größte Unternehmen, an dem das TGV beteiligt ist, hat aktuell eine Marktkapitalisierung von rund 30 Mrd. Euro, das kleinste von rund 10 Mio. Euro. Vier von fünf der größten Positionen (**MEDIQON Group, Ferguson, Gruppo MutuiOnline, Tucows, Naked Wines**) sind seit mehr als fünf Jahren ein fester Bestandteil des TGVs.

Die zentralen Anlagegrundsätze des TGV Partners Fund haben sich nicht geändert und werden sich auch künftig nicht ändern. Ich halte bei der Empfehlung potenzieller Investments ausschließlich an folgenden Kriterien fest:

1. Ist das Geschäftsmodell des Unternehmens verständlich?
2. Hat das Unternehmen einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
3. Handelt das Management rational, integer und begreift es seine Aktionäre als Partner?
4. Ist der Preis, der für die Aktien des Unternehmens bezahlt wird, attraktiv?

Veränderungen in den Top 10

Die Aktien von **Naked Wines** sind durch Käufe nach dem Kurssturz im Sommer nun wieder in den Top 10 enthalten. Finanziert wurde dieser Kauf mit der Veräußerung von Aktien von **Interactive Brokers**. Die Aktien von **System1** sind durch gesunkene Kurse nicht mehr in den Top 10, aber weiterhin im Portfolio des TGV Partners Fund enthalten. Neu hinzugekommen sind Aktien der **Intred S.p.A.**, einem Anbieter für Internet-Glasfaseranschlüsse im Norden Italiens.

Operative Entwicklung vs. Kursentwicklung

Die Kursentwicklungen in diesem Jahr folgten nicht immer stringent den operativen Entwicklungen der Unternehmen. Einige Unternehmen mit guten oder gar ausgezeichneten operativen Entwicklungen fielen trotzdem im Kurs (**Gruppo MutuiOnline, Ferguson**). Unternehmen mit operativen oder kommunikativen Herausforderungen wurden hingegen unmittelbar und gnadenlos abgestraft (**Naked Wines, Tucows**).

MEDIQON Group AG

Das TGV Partners Fund ist seit seiner Auflage 2015 bei der **MEDIQON Group AG** investiert. Die Aktien sind heute die größte Position des TGVs. Wie in den Vorjahren an dieser Stelle erläutert ist dieser Brief für eine tiefere Berichterstattung nicht das richtige Forum. Daher möchte ich auf den Geschäftsbericht und den Aktionärsbrief des Unternehmens für das Jahr 2021 und auf den im Frühjahr 2023 erscheinenden Bericht für das Jahr 2022 verweisen.

Ferguson

Operativ hat **Ferguson**², der mit weitem Abstand größte Distributor für Sanitär- und Wassergewerke in den USA, ein fantastisches Jahr 2022 hinter sich. Mit einem Umsatzwachstum von fast + 21 % ist das Ergebnis pro Aktie um fast + 40 % höher ausgefallen als im schon gut verlaufenden Geschäftsjahr 2021.

Das Unternehmen bringt alle Qualitäten mit, die es in meinen Augen zu einem attraktiven Investment machen: Eine makellose operative Historie mit einem großen Fokus des Geschäfts auf den Nutzen der Kunden, verbunden mit zahlreichen hohen Wettbewerbsvorteilen und einer makellosen Bilanz. Obwohl Ferguson kräftige Investitionen in die eigene Zukunft vornimmt, sprudeln die Erträge. Man hat eine ausgezeichnete Historie von wertschaffenden Zukäufen und gleichzeitig reichte der überschüssige Cashflow, um neben einer Dividende auch noch zu günstigen Kursen mehr als zehn Prozent der eigenen

² Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Ferguson erfolgte im Halbjahresbericht 2022.

Aktien zurückzukaufen und einzuziehen. Vor diesem Hintergrund ist die Bewertung der Aktien des Unternehmens zum Jahresende mit dem zwölfwachen des erwarteten Nachsteuergewinns 2023 in meinen Augen außerordentlich niedrig.

Der Grund für diese niedrige Bewertung liegt vor allem in den seit Jahresbeginn 2022 stark gestiegenen Zinsen und den damit einhergehenden Folgen für die Immobilienwirtschaft und das Baugewerbe in den USA. Als Großhändler für Sanitär- und Wassergewerke ist Ferguson direkt von der Bau- und Investitionstätigkeit abhängig. Wird weniger gebaut oder renoviert, werden weniger Neu- und Ersatzteile bei Bauprojekten benötigt.

Zahlreiche Aktien der Baubranche und der Bauzulieferer wurden im letzten Jahr stark gebeutelt. Auf ihren Tiefstständen im Herbst 2022 hatten die Aktien von Ferguson seit Jahresanfang rund 45 % an Wert verloren, sich aber bis zum Dezember etwas erholt.

Meiner Meinung nach waren und sind die Sorgen bezüglich der Immobilien- und der Bautätigkeit allgemein und im Hinblick auf Ferguson im Speziellen maßlos überzogen: Zum einen hat sich das Geschäft für Reparaturen und Renovierungen selbst in Zeiten schwerer Rezessionen wie etwa 1991/1992 oder 2008/2009 als außerordentlich stabil erwiesen. Zum anderen macht Ferguson einen nicht zu vernachlässigenden Anteil des Geschäfts mit industrieller und kommunaler Wasserversorgung sowie Klimatechnik, die sich unabhängig vom klassischen Bau entwickeln und für weitere Stabilität des Geschäfts sorgen.

Für die Zukunft ist die Lage für Ferguson nach meinem Dafürhalten damit sehr positiv: Das durchschnittliche Alter des Immobilienbestandes und der allgemeinen Infrastruktur in den USA liegt auf historischen Höchstständen. Was rastet, das rostet. Unter diesem Gesichtspunkt bedeutet „marode“ für denjenigen, der die meisten Ersatzteile handelt, eine rosige rostige Aussicht. Über die Zeit hinweg bleibt nur zu renovieren oder neu zu bauen. Insofern handelt es sich um ein sehr stabiles Geschäft, welches selbst in einer Rezession in den USA profitabel bleiben sollte.

Gruppo MutuiOnline

Als Italiens größte Preisvergleichswebsite für Hypothekenzinsen und Versicherungen und als einer der größten Outsourcing-Dienstleister für Banken und Versicherungen in Italien war **Gruppo MutuiOnline**³ (MOL) ebenfalls von stark steigenden Zinsen betroffen. Die Aktien von MOL halbierten sich im Jahresverlauf bis in den Herbst hinein und erholten sich bis zum Jahresende nur unwesentlich.

Ich erinnere mich noch gut an meine erste Reise im Herbst 2011 zum damaligen Sitz von MOL nach Mailand. Durch die Eurokrise im Sommer 2011 waren die Zinsen in Italien damals ähnlich wie heute sprunghaft nach oben geschossen und das Geschäft mit neuen Immobilienfinanzierungen und Refinanzierungen war praktisch zum Erliegen gekommen.

Die beiden Gründer Marco und Alessandro vermittelten mir ein ernstes aber keineswegs hoffnungsloses Bild der Lage. Sie erklärten sachlich ihre operativen Herausforderungen und ihre Pläne, das Geschäft im Bereich von Versicherungen und anderen Preisvergleichswebseiten weiter auszubauen. Gleichzeitig fallende Preise für Werbung nahmen sie als Chance wahr, stärker darin zu investieren.

In den darauffolgenden zwölf Monaten litten die Umsätze im Bereich der Hypothekenkreditvermittlung tatsächlich stark. Das Unternehmen schaffte es aber stets profitabel zu bleiben und mittels günstig eingekaufter Fernsehwerbung im Markt für Versicherungsvergleiche dauerhaft Fuß zu fassen.

³ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Gruppo MutuiOnline ist im Jahresbericht 2015 enthalten.

Seinerzeit ging die Krise auch alles andere als spurlos an den Aktien von Gruppo MutuiOnline vorbei. Sie halbierten sich von Mitte 2011 bis zum Sommer 2012 auf einen Kurs von rund 3 Euro. Heute, zehn Jahre später und nach einer erneuten Halbierung, stehen die Aktien bei rund 26 Euro. Ob zu 6 Euro oder zu 3 Euro: Gruppo MutuiOnline stellte sich über die Zeit hinweg als hervorragendes Investment heraus.

Tatsächlich ist die Situation bei MOL heute aber eine vollständig andere. Die umsichtigen Investitionen zahlten sich aus und das Unternehmen macht aktuell mehr als fünfmal so viel Umsatz und etwas mehr als dreimal so viel Ertrag als im Jahr 2011. Während man vor zehn Jahren fast ausschließlich vom italienischen Hypothekenmarkt abhängig war, ist das Geschäft heute sehr viel breiter aufgestellt.

Trotzdem haben Marco und Alessandro es sich beibehalten, in Krisen hinein zu investieren und so den Grundstein für weiteres Wachstum zu legen: So kündigte MOL Ende August 2022 an, die spanische Preisvergleichswebsite Rastreator.com und das französische Pendant LeLynx.fr zu übernehmen. Diese Übernahmen sind mit einem Transaktionsvolumen von 150 Mio. Euro bei weitem die größten Akquisitionen der Unternehmensgeschichte und damit an sich schon ein „sehr großer Schluck aus der Pulle“.

Im Oktober folgte aber sogar eine weitere Akquisition im Geschäftsbereich Business Process Outsourcing-Bereich (BPO) mit einem Transaktionsvolumen von rund 90 Mio. Euro. Und zu guter Letzt kaufte MOL über das Jahr hinweg in fallende Kurse fast eine Million Aktien zurück und investierte dafür rund 25 Mio. Euro.

Natürlich sind all diese Investitionen nicht ohne Risiko: Zum einen wagt Gruppo MutuiOnline erstmals in seiner Geschichte den Schritt in gleich zwei andere europäische Länder. Historisch gesehen sind Preisvergleichswebsites sehr lokale Geschäfte, die es organisch fast nie schafften, in anderen Ländern Fuß zu fassen. Die Übernahme von marktführenden Unternehmen in Spanien und Frankreich ist daher der einzig logische Weg, das eigene Geschäft zu internationalisieren. Ob unsere Italiener ihre operativen Erfolgsrezepte auch in Frankreich und Spanien zum Tragen bringen können, werden wir aber erst in ein paar Jahren beurteilen können.

Zum anderen wurden beide Akquisitionen über sehr günstige Verschuldung finanziert. Historisch hatte MOL wenig bzw. keine Schulden. Durch diese Tatsache war das Unternehmen jederzeit sehr flexibel und vor allem krisenresistent. Mit einer Gesamtverschuldung, die nun etwas mehr als drei Jahresgewinnen entspricht, ist die Flexibilität für weitere Investitionen geringer. Gerade in einer Krisenzeit ist das eine ungewohnte Situation.

Ich habe Marco und Alessandro aber immer als sehr gewissenhaft und bedacht kennengelernt. Vor diesem Hintergrund und angesichts der sehr viel breiteren Aufstellung des Geschäfts als vor zehn Jahren fühle ich mich sehr komfortabel, beide Risiken mitzutragen. Dies gilt vor allem deshalb, weil die Krise zum Zeitpunkt der finalen Entscheidung über beide Akquisitionen bereits in vollem Gange, die Aktienkurse schon gefallen waren und die Entscheidung damit vor dem Hintergrund einer sich stark eintrübenden Wirtschaft getroffen und abgewogen wurde.

Verhält sich das Geschäft halbwegs stabil, dann notieren die Aktien von MOL heute in etwa beim zwölfwachen der ökonomischen Nachsteuergewinne, die ich für 2023 erwarte. Für ein Unternehmen mit dieser Historie und diesen Eigenschaften ist das ein außerordentlich günstiger Wert.

Tucows

Tucows⁴ hat ein außerordentlich kompliziertes und schwieriges Jahr hinter sich. Das Unternehmen besitzt drei Geschäftsbereiche, von denen heute der wichtigste die Entwicklung und Anbindung von lokalen Glasfaseranschlüssen für die schnelle Internetanbindung in kleineren Städten und Gemeinden in den USA darstellt.

Als das TGV Partners Fund im Sommer 2016 die ersten Aktien von Tucows erwarb, hatte das Unternehmen gerade erst angefangen, Glasfaseranschlüsse unter der eigenen Marke „ting“ zu verlegen und hatte kaum Kunden in diesem Bereich. Der Aufbau eines Glasfasernetzes ist langwierig, sehr teuer und mit hohen Anlaufkosten verbunden. Hat man aber einmal einen Anschluss gelegt und Kunden gewonnen, kann mit stabilen Erträgen und einer sehr langen Kundenbeziehung gerechnet werden.

Tucows nutzte in den vergangenen Jahren die Erträge aus seinen anderen Geschäftsbereichen, um „ting Internet“ aufzubauen. Seit einiger Zeit zeichnet sich ab, dass Tucows die Opportunität in diesem Bereich als einzigartig und groß erachtet. Im Laufe der Zeit wurden die Pläne für den Ausbau somit immer größer. Die Ausgangslage erschien hervorragend. In den Jahren 2018/2019 rechnete ich beispielsweise mit einem Netz von rund 100 Tsd. Anschlüssen im Endzustand. Heute ist die Anzahl der geplanten Haushalte, die endgültig im eigenen Netz angeschlossen werden sollen, auf über 400 Tsd. Haushalte gestiegen.

Bis heute sind bereits 100 Tsd. Haushalte angeschlossen und davon etwas mehr als 30 Tsd. Haushalte aktive Kunden von „ting“. Im Gegenzug hat dieser Ausbau mehr als 200 Mio. USD in fixen Investitionen und über 40 Mio. USD an Anlaufverlusten gekostet. Er wurde aus den Erträgen der anderen Geschäftsbereiche und über die Aufnahme von Schulden finanziert.

Durch den im Moment allseits stattfindenden flächendeckenden Ausbau von Glasfaseranschlüssen in den USA gibt es zahlreiche Vergleichswerte von privaten und börsennotierten Firmen in diesem Bereich. In den letzten beiden Jahren wurden durchgerechnet auf einzelne Glasfaser-Abonnenten in verschiedenen Transaktionen ein Abonnent mit rund 10.000 USD bewertet. Ein guter Teil bereits angeschlossener Haushalte wird im Laufe der Zeit zu zahlenden Glasfaserkunden. Daher werden auch angeschlossene Hausverbindungen ohne ein bestehendes Abonnement mit 3.000 USD und 5.000 USD pro Anschluss bewertet.

Insofern ist unschwer zu erkennen, dass die hohen Investitionen von bisher rund 2.500 USD pro angeschlossenen Haushalt alles andere als wertlos sind. Im Gegenteil: Sie tragen einen hohen Wert in sich, der die bisher getätigten Investitionen meiner Meinung nach bei weitem übersteigt.

Kompliziert wurde das Jahr 2022 vor allem aber durch die sprunghaft gestiegene Inflation und die sich plötzlich eingetrübten Finanzierungskonditionen. Die Inflation schlägt sich unmittelbar in gestiegenen Baukosten nieder. Dies ist aber das kleinere Problem: Viel wichtiger ist die Situation rund um die Finanzierung des weiteren Ausbaus der Glasfasernetze.

Tucows möchte den Ausbau der Glasfasernetze in der nahen Zukunft erheblich beschleunigen und hat hierfür bereits umfassend Strukturen aufgebaut. Die Erträge aus den anderen Geschäftsbereichen sind zwar stabil, sie reichen aber bei Weitem nicht aus, um eine Beschleunigung von innen heraus zu stemmen. Dieses Problem war absehbar und hätte sehr viel früher angegangen und gelöst werden müssen. Vor allem bevor man weitere Partnerschaften und Ausbauprojekte in der Öffentlichkeit präsentiert.

⁴ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells und der Historie von Tucows erfolgte im Jahresbericht 2016. Die letzten größeren Veränderungen sind im Jahresbericht 2020 beschrieben.

Zu dieser Nachlässigkeit kam auch noch Pech hinzu: Durch die sprunghaft gestiegenen Zinsen und den Ausbruch des Krieges in der Ukraine verschlechterten sich jegliche Finanzierungskonditionen sowohl für Fremd- als auch Eigenkapital plötzlich und merklich. Weiteres Kapital für den Ausbau wurde sehr viel teurer und knapper, als es in den Quartalen zuvor war.

Im August 2022 stellte Tucows dann eine Partnerschaft mit dem Private Equity Partner „Generate Capital“ vor, durch die weitere 200 Mio. USD in den Geschäftsbereich des Glasfaserausbaus investiert werden können. Dieses Kapital wird für eine Weile reichen und den Ausbau von Anschlüssen ins Jahr 2024 hinein vorantreiben. Eine endgültig tragfähige Lösung für alle Pläne und bis zum vollen Ausbau ist es jedoch nicht. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Unsicherheit an den Märkten fielen die Aktien von Tucows im Jahr 2022 um 60 %.

Unterschreibt man die große Werthaltigkeit von Glasfaseranschlüssen in der Zukunft, die Stabilität des alten Kerngeschäfts und an die Fähigkeit und den Willen von Tucows, diese temporären Probleme lösen zu können, dann sind die Aktien von Tucows meiner Meinung nach außerordentlich günstig bewertet.

Naked Wines

Die Aktien von **Naked Wines**⁵ haben mit einer Kursentwicklung von – 80 % ein katastrophales Jahr 2022 hinter sich. Normalerweise sieht man solch eine Kursperformance nur, wenn etwas völlig schief läuft und ein Unternehmen dauerhaft oder irreparabel beschädigt ist.

Und tatsächlich ist einiges schiefgelaufen. Aber meiner Einschätzung nach bei weitem nicht so, wie es der Kurs glauben macht. Schaut man unter die Motorhaube des operativen Geschäfts, dann zeigt sich ein ärgerliches aber keineswegs katastrophales Bild. Allein die operative Performance hätte nicht so einen Schaden erzeugt. Dieser wurde vielmehr dadurch verursacht, dass in der Kommunikation nach außen gleich mehrfach kräftig gepatzt wurde. Selten habe ich so eine Achterbahnfahrt der Emotionen aus der Nähe mitverfolgen müssen.

Anders als ich es noch im vergangenen Jahr eingeschätzt hatte, war die Corona-Pandemie für Naked Wines in Wirklichkeit keineswegs ein Segen. Eher stellte sie sich als böser Fluch heraus. Das absolut erstaunliche ist aber, dass sich das operative Geschäft ziemlich exakt so verhielt, wie man es hätte erwarten können, wenn man denn die künftigen externen Umstände gekannt hätte:

Zum einen war nicht abzusehen, dass es 2020 und 2021 durch eine Pandemie zu einem einmaligen Ansturm auf online versendeten Wein kommen würde. In Antizipation von dauerhaft stark steigenden Nutzerzahlen investierte Naked Wines kräftig sowohl in die für weiteres Wachstum nötigen Fixkosten an Personal als auch mit viel zeitlichem Vorlauf in einen stark erhöhten Lagerbestand an Wein für das Weihnachtsgeschäft 2022.

Zum anderen wurde für praktisch alle Online-Händler in den letzten Monaten meist unerwartet klar, dass der zeitweilige Kundenansturm während der Corona-Pandemie sehr viel weniger nachhaltig war als ursprünglich gedacht. Die Investitionen in die Kundenakquise vor allem im Jahr 2021 stellten sich im Nachhinein als von schlechterer Qualität dar als die historischen Kohorten. Fixkosten und erhöhter Lagerbestand aber blieben dem Unternehmen erhalten. Dies führte im Kern zu den dargestellten Turbulenzen.

⁵ Eine ausführliche Beschreibung des Geschäftsmodells von „Majestic Wine“ und der Transformation zur heutigen „Naked Wines“ sind in den Berichten des Geschäftsjahres 2018, des ersten Halbjahres 2019 und dem Halbjahresbericht 2022 enthalten.

Im Oktober 2022 stellte Naked Wines einen neuen Geschäftsplan für die nächsten zwei Jahre vor. In diesem sollen deutlich kleinere Brötchen gebacken werden als zuvor. Kernpunkte sind weniger Investitionen in Kundenakquise und ein Abbau des aufgeblähten Lagers und der Fixkosten. Es soll eine nachhaltige Profitabilität erzielt werden. Ich sehe eine sehr realistische Chance, dass diese zentralen Punkte erreicht werden.

Die Marktkapitalisierung der Aktien lag im Tief Anfang Oktober bei rund 50 Mio. GBP. Am Jahresende 2022 lag die Marktkapitalisierung immer noch unter 100 Mio. GBP. Dies ist vor den vorliegenden Tatsachen meiner Meinung nach ein gutes Beispiel, wie extrem Bewertungen am Markt zeitweise ausschlagen können. Es zeigt aber vor allem auch, wie groß das Misstrauen gegenüber dem Management und dem Geschäftsmodell war und ist.

Naked Wines hatte zum 30. September 2022 einen Netto-Kassenbestand von rund 20 Mio. GBP. Gleichzeitig hatte man das Weinlager auf rund 210 Mio. GBP anschwellen lassen. Diesen beiden Aktiva standen Anzahlungen, der sogenannten „Angel Funds“, von Kunden in Höhe von rund 80 Mio. GBP gegenüber. Saldiert man diese Werte, kommt man auf einen Wert von rund 150 Mio. GBP, während das Eigenkapital rund 130 Mio. GBP betrug.

Übersetzt bedeutet dies: Würde das Unternehmen das gesamte Lager selbst unter Berücksichtigung eines gewissen Abschlags verkaufen und die Einlagen aller Kunden zurückgeben, dann würde es heute wahrscheinlich mehr Kapital freisetzen als die Summe der Aktien an der Börse Anfang Oktober 2022 am Tiefpunkt wert war.

Diese Kalkulation ist natürlich ausschließlich ein Gedankenexperiment. Ebenso stehen sie im krassen Kontrast zu der Aussage des Unternehmens, im nächsten Geschäftsjahr einen positiven operativen Ertrag von 15 bis 20 Mio. GBP erzielen zu wollen. Warum sollte man ein Geschäft mit rund einer Million aktiven und durchaus glücklichen Kunden auf diese Weise abwickeln wollen?

Natürlich heißt es auch nicht, dass die Aktien von Naked Wines von hier aus nun ein gutes Investment sein werden. Aber es gibt Ihnen eine Indikation, dass die Bewertungen der Aktien im TGV Partners Fund in der Summe und langfristig von mir als niedrig eingeschätzt werden.

Investorentreffen

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV plant am 20. Mai 2023, ihr jährliches Investorentreffen in Bonn-Bad Godesberg abzuhalten. Als Partner im TGV erhalten Sie in Kürze eine Einladung.

Wenn Sie bislang noch nicht teilnehmen konnten, dann möchte ich Sie ermuntern, nach Bad Godesberg zu kommen. Es lohnt sich! Es ist eine ausgezeichnete Gelegenheit, die anderen Partner und die Kollegen in der Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV kennenzulernen.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen einen guten Frühling und bedanke mich für Ihr großes Vertrauen.

Herzliche Grüße aus Bonn, Ihr

Mathias Saggau