

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,

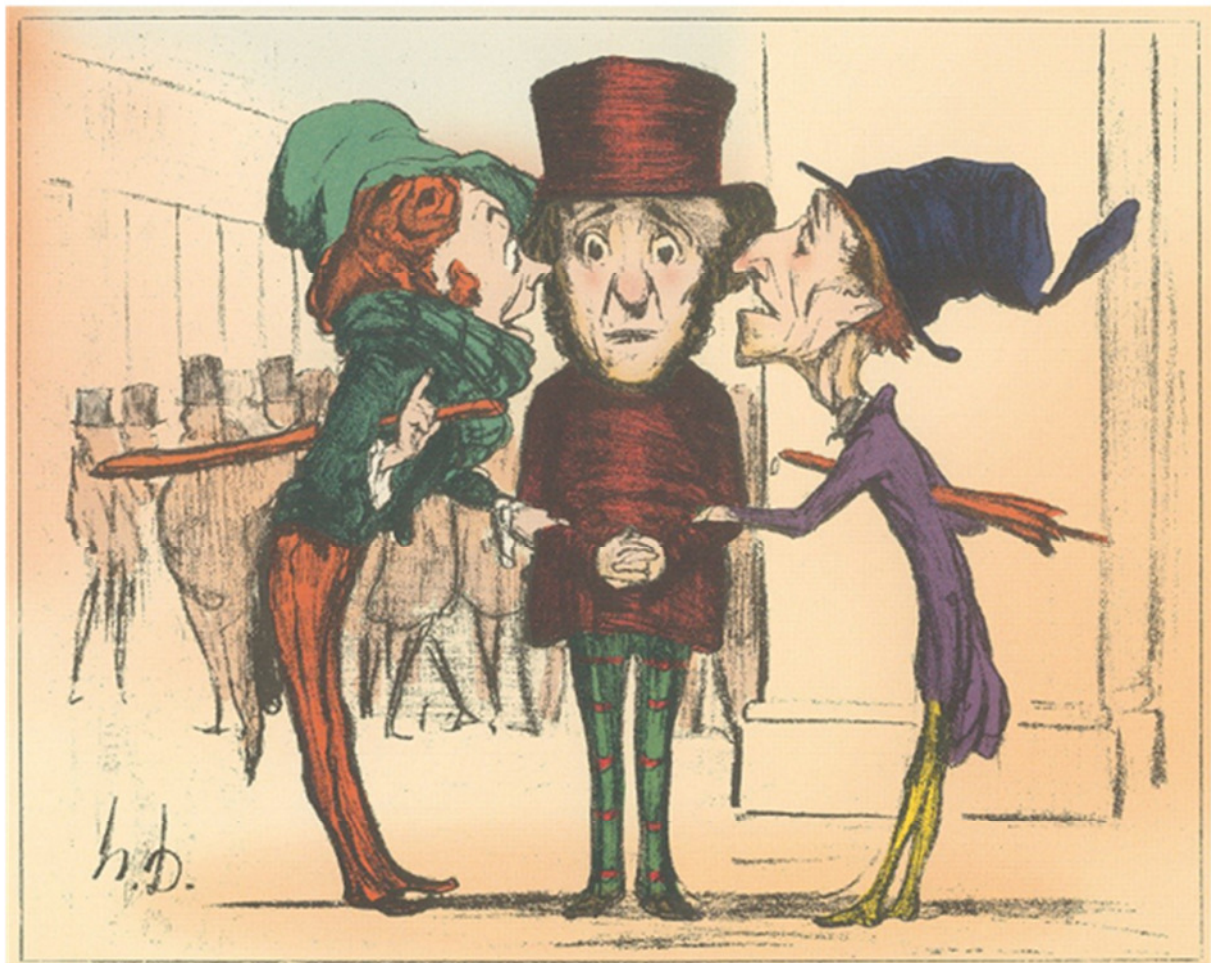
anbei senden wir Ihnen den Bericht über das Jahr 2023 unseres Sub-Advisors
Falkenstein Management GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Falkenstein Fonds“.

Mit freundlichen Grüßen

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

Vorstand: Jens Große-Allermann, Waldemar Lokotsch, Ewald Stephan
Aufsichtsrat: Dr. Alexander Erdland (Vors.), Wolfgang Fritz Driese (stv. Vors.), Alexander Pichler (stv. Vors.)
Eingetragen im Handelsregister Bonn HRB 16143
Investmentvermögen mit veränderlichem Gesellschaftskapital

TGV Falkenstein Fonds - 2023



To buy or not to buy: That is the question

Reproduction of a drawing by Honoré Daumier from the Arnhold and S. Bleichroeder Holdings, Inc. Collection

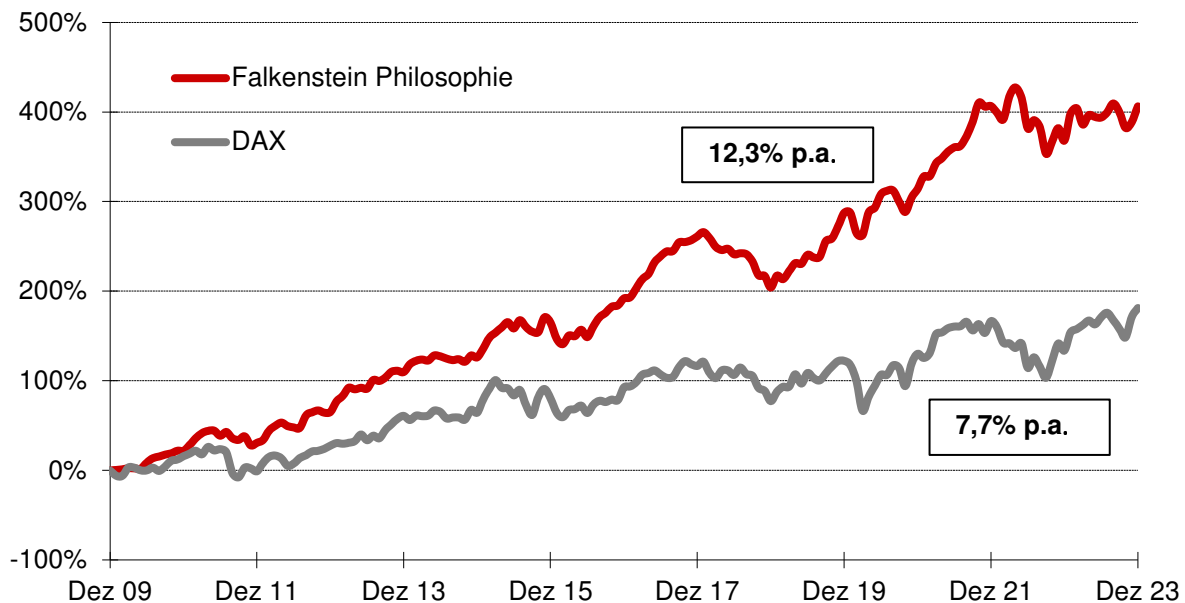
BRIEF AN DIE INVESTOREN DES TGV FALKENSTEIN FONDS

Liebe Investoren,

der NAV des TGV Falkenstein Fonds (TGV Falkenstein) stieg im Jahr 2023 um 8,1%. Leider schnitten im Börsenjahr 2023 deutsche Nebenwerte deutlich schlechter ab als Standardaktien. So stieg der MDAX lediglich um 8,0% während der DAX um 20,3% zulegte. In den letzten fünf Jahren – also in den Jahren 2019 bis 2023 – erzielten wir mit der Falkenstein-Philosophie eine Rendite von durchschnittlich 10,7% pro Jahr während der DAX im selben Zeitraum eine Rendite von 9,7% pro Jahr erreichte. Damit liegt der TGV Falkenstein in den letzten fünf Jahren im Bereich der langfristigen Zielrendite in Höhe von 10,0% p.a. Auf unsere Überlegungen zur Zielrendite und die Historie der Falkenstein-Philosophie gehen wir im *Beipackzettel* am Ende dieses Briefes näher ein.

Seit Beginn des Jahres 2010 hat die Falkenstein-Philosophie eine durchschnittliche jährliche Rendite in Höhe von 12,3% p.a. erzielt, während der Dax bei 7,7% p.a. liegt. Die Zusammenfassung von historischen Renditen*, die mit unterschiedlichen Vehikeln erzielt wurden, ist durchaus kritisch zu hinterfragen. Wir sind dennoch der Ansicht, dass der nachfolgende Chart gut verdeutlicht, welche langfristige Rendite mit unserer Mischung aus Value- und Sondersituation-Investments in der Vergangenheit erzielbar war.

Falkenstein-Philosophie* vs. DAX



* Geschätzte historische Rendite der Falkenstein Philosophie, abgeleitet von Januar 2010 bis April 2019 anhand der Entwicklung des wirtschaftlichen Reinvermögens der Sparta AG mit investiertem Eigenkapital zwischen 25 Mio. und 100 Mio. Euro. Mai 2019 bis Dezember 2019 anhand der Entwicklung eines Portfolios im einstelligen Mio. Euro Bereich. Ab Januar 2020 anhand der Entwicklung des TGV Falkenstein Fonds.

Portfolioüberblick

Per 29. Dezember 2023 lag das Vermögen des TGV Falkenstein bei 55 Mio. Euro. Außer Rückstellungen im Zusammenhang mit der Management-Vergütung wurde zum Stichtag kein Fremdkapital eingesetzt (prinzipiell möglich wären bis zu 20% des NAVs). Der Barbestand lag zum Jahresultimo bei 6% des Vermögens. Etwa 20% des Vermögens des TGV Falkenstein waren in Sondersituationen angelegt und rund 74% in Value-Investments.

TGV Falkenstein Fonds

29. Dezember 2023

Unternehmen	Kurs (EUR)	Stücke	Marktwert (EUR)	Anteil (%)
Sondersituationen			11.047.435	19,9%
Chapters IHS	75,00%	5.995.000	4.496.250	8,1%
Clearvise	2,14	1.600.000	3.424.000	6,2%
Aareal	33,86	25.000	846.500	1,5%
Aareal AT1	83,15%	1.000.000	831.500	1,5%
Zooplus	216,00	3.801	821.016	1,5%
Rocket Internet	16,80	37.391	628.169	1,1%
Value Investments			40.964.614	73,7%
Energiedienst	41,73	185.000	7.720.770	13,9%
United Internet	23,04	200.000	4.608.000	8,3%
Compugroup	37,90	80.000	3.032.000	5,5%
Energiekontor	82,70	35.000	2.894.500	5,2%
K+S	14,31	200.000	2.862.000	5,2%
Freenet	25,34	100.000	2.534.000	4,6%
BKW	160,80	15.000	2.412.068	4,3%
Bilfinger	34,82	50.000	1.741.000	3,1%
Sixt VZ	67,10	25.000	1.677.500	3,0%
Hochtief	100,30	15.000	1.504.500	2,7%
Fresenius	28,07	50.000	1.403.500	2,5%
Siltronic	88,45	15.000	1.326.750	2,4%
Fuchs	32,45	40.000	1.298.000	2,3%
PSI	25,30	50.000	1.265.000	2,3%
Hawesko	31,70	31.000	982.700	1,8%
Nabaltec	19,40	50.000	970.000	1,7%
Smartbroker	9,34	100.000	934.000	1,7%
7C Solar	3,63	249.000	902.625	1,6%
Sartorius	265,00	3.380	895.700	1,6%
Barbestand			3.541.021	6,4%
Vermögen			55.553.069	100,0%
Verbindlichkeiten			-89.603	-0,2%
NAV			55.463.466	99,8%
Ausgegebenen Aktien			424.680	
NAV je Aktie			130,60	

Den größten positiven Performancebeitrag des Geschäftsjahres 2023 (bezogen auf den durchschnittlichen NAV des TGV in Höhe von 54 Mio. Euro) leisteten die Inhaberschuldverschreibungen der Chapters Group mit 2,8%, gefolgt von United Internet mit 2,5% und der Aareal Bank mit 1,4%. Den größten negativen Performancebeitrag lieferte K+S mit -1,1%, gefolgt von Energiedienst mit -0,9% und Clearwise mit -0,8%.

Im Folgenden gehen wir auf die jeweils fünf größten Sondersituationen und Value-Investments detaillierter ein.

Sondersituationen

Chapters Group IHS (vormals Mediqon Group IHS)

Im Rahmen der Turbulenzen an den Kapitalmärkten kamen im Sommer 2022 besonders Wertpapiere von Nebenwerten unter Druck. Dies betraf auch die Inhaberschuldverschreibungen der Chapters Group, die, ohne Nachrichten des Unternehmens, von 74% des Nennwertes auf unter 50% fielen.

Die Chapters Group ist eine Beteiligungsgesellschaft, die nicht börsennotierte, europäische Unternehmen erwirbt, um diese langfristig zu halten. Hierbei kommt auch Fremdkapital zum Einsatz, der überwiegende Teil wird jedoch über Eigenkapital finanziert, welches die Gesellschaft in verschiedenen Formen seit Anfang des Jahres 2020 aufnahm. Neben inzwischen sieben Kapitalerhöhungen mit einem kumulierten Mittelzufluss von 132 Mio. Euro (35 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2023) wurden die genannten Inhaberschuldverschreibung im Sommer 2020 als sogenannte Ewigkeitsanleihe mit einem Nominalvolumen in Höhe von 25 Mio. Euro begeben.

Diese Inhaberschuldverschreibungen sind in den ersten fünf Jahren als 9% Zero-Bonds konstruiert, was bedeutet, dass sie zwar keine Zinsen zahlen, sich aber rechnerisch jährlich mit 9% aufzinsen. Dieser Aufzinsungsmechanismus führt von einem Ausgabepreis im Sommer 2020 in Höhe von 65% des Nominalwertes auf 100% im Jahr 2025. Ab dem Jahr 2025 werden dann 7% p.a. Zinsen gezahlt.

Die Gesellschaft hat ein jährlich gestaffeltes Kündigungsrecht zu sich ebenfalls aufzinsenden Preisen. So kann die Gesellschaft die Schuldverschreibungen im Jahr 2024 zu 92% und ab 2025 zu 100% kündigen.

Im Sommer 2021 – also ein Jahr nach Ausgabe – kaufte Chapters die Hälfte der ausstehenden Inhaberschuldverschreibungen zu einem Preis von 71% zurück. Diese Inhaberschuldverschreibungen mit einem Nominalvolumen in Höhe von 12,5 Mio. Euro wurden im Mai 2023 zu 77% erneut platziert. Hierbei verpflichtete sich das Unternehmen gegenüber einem Ankerinvestor, „innerhalb der nächsten zwei Jahre ein oder mehrere öffentliche Bar-Rückkaufangebote im Hinblick auf bis zu sämtliche Inhaberschuldverschreibungen ... durchzuführen, sofern der Gesellschaft für den Rückkauf überschüssige Liquidität bereitsteht“. Sowohl ein etwaiger Rückkauf als auch die laufende Verzinsung bei langfristigem Halten der Position erscheinen attraktiv.

Clearvise

Clearvise fokussiert sich auf Onshore Wind- und Solarparks in Deutschland, Frankreich und Irland. Insgesamt verfügt Clearvise über eine installierte Kapazität von 273 MW, wovon etwas mehr als 60% in Deutschland stehen.

Clearvise befand sich zwischen Juli 2022 und März 2023 in Verhandlungen mit der 18%-Aktionärin Tion Renewables AG (Tion) über einen Erwerb von deren 159 MW großen, europäischen Wind- und Solarportfolios. Die Transaktion sollte als Kapitalerhöhung durch Sacheinlage und eine korrespondierende Barkomponente strukturiert werden, wodurch TION zu einem 40%- bis 45%-Aktionär aufsteigen wäre. Clearvise beendete die Verhandlungen im März 2023, nachdem überraschenderweise der EQT Active Core Infrastructure Fund (EQT) den Erwerb von mehr als 80% an Tion bekannt gemacht hatte. Inzwischen hat EQT den Anteil an Tion auf über 95% aufgestockt und einen aktienrechtlichen Squeeze-Out angekündigt.

Durch den Erwerb von Tion ist EQT zwischenzeitlich zum größten Aktionär bei Clearvise aufgestiegen und hat im Oktober 2023 beim Bundeskartellamt einen Anteils- und Kontrollerwerb angemeldet. Laut Unternehmensinformationen geschah dies, um „die Clearvise AG auch in Zukunft weiterhin unterstützen zu können. Dazu können zum Beispiel zukünftige opportunistische Aktienzukäufe oder die Zeichnung etwaiger Kapitalerhöhungen gehören“.

Unseres Erachtens ist die ursprüngliche Logik hinter dem Merger von Clearvise und Tion nach wie vor intakt. Hierbei ist insbesondere an durch die Größe bedingte Skaleneffekte und Finanzierungsvorteile zu denken. Auch ist eine gewisse Bewertungsverbesserung bei größeren Betreibern erneuerbarer Energien zu beobachten. Darüber hinaus ist kaum vorstellbar, dass EQT sich langfristig mit einer Minderheitsbeteiligung an Clearvise zufrieden geben wird.

Aareal Bank

Der Fokus der Aareal Bank liegt auf gewerblicher Immobilienfinanzierung wie Bürogebäuden, Hotels und Shoppingcenter. Ein weiteres wirtschaftliches Standbein bildet die IT-Tochter Aareon. Sie bietet für Unternehmen aus der Immobilienwirtschaft spezialisierte digitale Leistungen wie z.B. ERP-Systeme sowie IT-Dienstleistungen an.

Die Aareal Bank stand schon seit einiger Zeit im Fokus aktivistischer Investoren, bevor am 7. Oktober 2021 ergebnisoffene Gespräche mit einer Gruppe von Finanzinvestoren bestätigt wurden. Diese mündeten in einem ersten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot durch die Private-Equity-Investoren Advent und Centerbridge zu einem Preis von 29 Euro je Aareal-Aktie. Hierbei wurde eine Mindestannahmeschwelle von 70% der ausstehenden Stimmrechte gefordert. Anfang Februar 2022 teilten die Finanzinvestoren mit, dass das Angebot nicht erfolgreich war, da selbst die zwischenzeitlich auf 60% abgesenkte Mindestannahmeschwelle nicht erreicht wurde.

Im April 2022 startete ein zweiter Übernahmever such mit einer unveränderten Mindestannahmeschwelle von 60% und einem auf 33 Euro erhöhten Angebotspreis. Dieses Mal konnten Advent und Centerbridge die Mindestannahmeschwelle erreichen. Zum Ende der weiteren Annahmefrist am 13. Juni 2022 wurde ein Anteil von 73,81% angedient. Darüber hinaus hielten die Bieter zum Meldestichtag bereits 9,99% der Stimmrechte der Aareal Bank und kaufte weiterhin über die Börse und außerbörslich zu.

Im September 2023 wurde ein Delisting Angebot zu 33,20 Euro angekündigt, durch das die Bieterin letztendlich die aktienrechtliche Squeeze-Out Schwelle von 95% erreichte. Am 11. Dezember 2023 übermittelte die Bieterin das Squeeze-Out Verlangen, wobei die Höhe der Barabfindung aktuell noch nicht feststeht.

Die Aareal-Position des TGV Falkenstein wurde inzwischen deutlich reduziert, beziehungsweise in AT1 Hybridanleihen der Aareal Bank getauscht, die sich bei einem aktuellen Kurs von 83% mit etwa 13% p.a. verzinsen und bei denen wir im Zusammenhang mit der Übernahme der Aareal Bank eine gewisse Kündigungschance zu 100% sehen.

Zooplus

Zooplus ist der führende E-Commerce Betreiber im Bereich Heimtierbedarf in Europa. Das Unternehmen wurde 1999 gegründet und ist gemessen an Umsatz und aktiver Kundenbasis Europas Marktführer im Online-Handel in diesem Marktsegment. Im Jahr 2022 steigerte das Unternehmen seinen Umsatz um 14,4% bei einer EBITDA-Marge von 1,2%. Auch für das Jahr 2023 ist ein Umsatzwachstum in ähnlicher Größenordnung sowie eine leichte Steigerung der operativen Profitabilität geplant.

Im November 2021 wurden knapp 90% an Zooplus im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Erwerbangebots durch die Private Equity Investoren Hellman & Friedman und EQT zu einem Preis von 480 Euro je Aktie übernommen. In diesem Zusammenhang gaben die Investoren am 17. Januar 2022 bekannt, sich ausgehend von der Annahmquote des Delisting-Erwerbangebots zuzüglich des vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebots insgesamt rund 97% des Grundkapitals von zooplus gesichert zu haben. Im weiteren Verlauf des Jahres führte Zooplus eine 0,8% Kapitalerhöhung ebenfalls zu 480 Euro je Aktie durch, die vollständig durch die Private Equity Investoren gezeichnet wurde.

Die Zooplus-Aktien-Position des TGV Falkenstein wurde im Rahmen des Übernahmeangebots im Herbst 2021 komplett veräußert. Nach dem Delisting wurden die verbleibenden 3% des Free Floats von Zooplus weiter an der Börse Hamburg gehandelt, zu kontinuierlich fallenden Preisen bei zugegebenermaßen extrem geringer Liquidität. In Erwartung eines bevorstehenden Squeeze-Outs – die sich bislang noch nicht bewahrheitet hat – kaufte das TGV Falkenstein in den Jahren 2022 und 2023 erneut Zooplus Aktien.

Nachbesserungsrechte

Zum Abschluss des Sondersituationen-Abschnitts noch ein kurzer Überblick über die Nachbesserungsrechte des TGV Falkenstein. Diese entstehen, wenn nach einem Squeeze-Out in einem Spruchverfahren die Höhe der vom Großaktionär gezahlten Abfindung überprüft wird. Die Nachbesserungsrechte werden im NAV des TGV Falkenstein nicht ausgewiesen, können aber, so eine Erhöhung der Abfindungszahlung beschlossen wird, durchaus werthaltig sein. Im Jahr 2023 kamen keine neuen Nachbesserungsrechte hinzu.

Nachbesserungsrechte

Unternehmen	Squeeze Out	Stückzahl	Kurs vor SO	Abfindung	Volumen	Prämie/Stück	Prämie in %	Prämie ges.
Gesamt					6.281.459			301.963
Stada	06.11.2020	32.061	102,00	98,61	3.161.535	3,39	3,4%	108.687
Axel Springer	23.02.2021	33.000	65,00	60,24	1.987.920	4,76	7,9%	157.080
AGOSI	16.09.2021	8.850	132,00	127,91	1.132.004	4,09	3,2%	36.197

Value-Investments

Energiedienst

Mit 54 Wasserkraftwerken am Oberrhein und im Wallis verfügt Energiedienst über 654 MW Leistung und produziert pro Jahr rund 3.000 GWh Strom, von denen etwa 2.000 GWh frei vermarktet werden. Grob vereinfachend bedeutet dies, dass ein um 1 EUR/MWh höherer Strompreis das EBIT von Energiedienst um 2 Mio. Euro erhöht.

Wir gehen davon aus, dass Energiedienst im Jahr 2024 einen durchschnittlichen Strompreis von 120 EUR/MWh erzielen kann, nach 54 EUR/MWh im Jahr 2022. Wenn sonst nichts Unvorhergesehenes passiert, würde dies das bereinigte EBIT der Gesellschaft von 60 Mio. Euro im Jahr 2022 auf knapp 200 Mio. Euro im Jahr 2024 erhöhen. Aufgrund der Forward-Verkäufe der Stromproduktion über drei Jahre sollte auch das EBIT 2025 in einer ähnlichen Größenordnung liegen. Selbst wenn danach nur noch ein Strompreis von 80 EUR/MWh zu erzielen wären, läge das EBIT bei rund 130 Mio. Euro und der entsprechende Gewinn über 3,00 Euro je Aktie. Dies erscheint bei einem aktuellen Aktienkurs von ca. 42 Euro attraktiv, vor allem wenn man bedenkt, dass Energiedienst unverschuldet ist.

Auch die Aktionärsstruktur ist nicht uninteressant. ENBW hält 67% der Aktien, die Genfer SIG 15% und der Streubesitz beträgt rund 18%. Durch diese Aktionärsstruktur ist eine Sondersituation im Bereich des Möglichen. Unser Hauptaugenmerk liegt jedoch auf dem beschriebenen positiven Marktumfeld für Wasserkraft und der günstigen Bewertung von Energiedienst.

Alles in allem vereint das Energiedienst-Investment ziemlich viel von dem, was wir beim Investieren mögen: Kein spektakuläres Geschäftsmodell, aber Solidität, ein Marktumfeld ohne übermäßigen Wettbewerbsdruck aber mit positiver Preisentwicklung, sowie eine solide Bilanz und günstige Bewertung. Und als Sahnehäubchen ist eine Übernahme durch den Mehrheitsaktionär nicht auszuschließen.

United Internet

Rund die Hälfte des Unternehmenswertes von United Internet entfällt nach unserer Berechnung auf die Telekommunikationstochter 1&1, die im Jahr 2021 mit dem Aufbau eines eigenen 5G-Mobilfunknetzes begonnen hat. Daneben halten wir aber auch die Webhosting-Tochter Ionos, die seit dem ersten Quartal 2023 ebenfalls an der Börse gelistet ist, sowie die Glasfasertochter Versatel in ihren jeweiligen Märkten für vielversprechend positioniert.

Im Dezember 2021 hat Ralph Dommermuth, CEO und Großaktionär von United Internet, zusätzliche 7,8% der Aktien von United Internet zu 35 Euro erworben und damit seine Beteiligung auf 50,1% aufgestockt. Im Dezember 2022 wurde die Position weiter auf 51,0% ausgebaut. Im Februar 2023 kaufte United Internet über ein öffentliches Rückkauf-Angebot 7,2% eigenen Aktien zu einem Preis von 21,00 Euro je Aktie. Nach dem Vollzug des Rückkaufangebots verfügte Herr Dommermuth über 54,4% der Stimmrechte von United Internet.

Grundsätzlich halten wir es für positive Zeichen, wenn CEO und die Gesellschaft selbst Aktien in signifikantem Umfang kaufen bzw. zurückkaufen. Nach dem dramatischen Kursverfall im Jahr 2022 und der ersten Jahreshälfte 2023 auf unter 13 Euro stabilisierten sich der Kurs nach positiven Nachrichten rund um die Tochter 1&1. Bei den aktuellen 23 Euro notiert die United Internet aber immer noch um mehr als 50% unter dem im Jahr 2018 erreichten Höchstkurs. Sowohl EBITDA als auch EPS liegen auf einem dem des Jahres 2018 vergleichbaren Niveau. Mit einem aktuellen Bewertungsniveau von einem EV/EBITDA 2023 von 5x und einem KGV 2023 von 10x erscheinen die Aktien aber auch absolut als eher günstig bewertet.

Der Hauptgrund für die Volatilität der Aktie und die niedrige Bewertung ist unseres Erachtens in dem kapitalintensiven Netzaufbau der 78%-Tochter 1&1 zu sehen. Da es zu dieser Thematik aber in der zweiten Jahreshälfte 2023 einiges an positiven Nachrichten gab, bleibt abzuwarten, ob diese Idee wirklich so schlecht ist, wie von der Börse befürchtet. Zumindest die Aktienkäufe von CEO und Gesellschaft deuten eher darauf hin, dass Insider eine grundsätzlich andere Meinung haben.

CompuGroup

CompuGroup konzentriert sich auf Software für niedergelassene Ärzte, Krankenhäuser und Apotheken in Europa und den USA. Das Unternehmen wurde 1987 gegründet und ist stark über Akquisitionen gewachsen. Insbesondere in Bezug auf niedergelassene Ärzte verfügt CompuGroup über eine starke Marktposition in Europa und ist zum Beispiel Marktführer in Deutschland, Frankreich und Schweden. Wiederkehrende Umsätze machen etwa zwei Drittel

des Gruppen-Umsatzes aus. Die Kundenbindung ist sehr hoch, was sich in niedrigen Churn-Rates von unter 2% widerspiegelt.

Die Digitalisierung der europäischen Gesundheitssysteme ist sicherlich als ein Megatrend des nächsten Jahrzehnts zu beschreiben, schließlich warten wir schon lange genug darauf. Vor diesem Hintergrund hat sich CompuGroup zum Ziel gesetzt, mittelfristig im Umsatz mit 5% p.a. zu wachsen, den Anteil der wiederkehrenden Umsätze auf über 70% und die EBITDA Marge auf etwa 27% (2022: 21%) zu steigern. Das hört sich ziemlich gut an, nur passt der Kursverlauf der Aktie nicht ganz zu diesem schönen Bild. Die Aktie notierte zum Jahresende 2023 um mehr als 50% unter den im Jahr 2021 erreichten Höchstkursen.

Sicherlich spielte in den hohen Aktienkursen 2021 sowohl COVID als auch eine Hoffnung auf eine schnellere Digitalisierung des deutschen Gesundheitssystems eine gewisse Rolle. Hinzu kommt, dass CompuGroup auch im Jahr 2023 mit einer geplanten EBITDA Marge von etwa 22,5% noch sehr weit vom 27%-Ziel des Jahres 2027 entfernt ist. Letztlich glaubt dieses Ziel der Gesellschaft aber auch niemand. Die aktuelle Konsensschätzung für 2025 liegt bei einer EBITDA-Marge von 24,4%, womit das Unternehmen dennoch mit einem EV/EBITDA Multiple unter 8x bewertet wäre (bei einer Marge von 27% läge der EV/EBITDA Multiple unter 7x). Diese Bewertung erscheint für ein Softwareunternehmen mit CompuGroups Marktposition als ausgesprochen günstig, zumindest würden im Falle einer – wenn auch sehr unwahrscheinlichen - Übernahme sicherlich andere Multiples gezahlt werden.

Energiekontor

Energiekontor wird immer noch von den beiden Gründern Bodo Wilkens und Günther Lammers kontrolliert, die gemeinsam etwas mehr als 50% der Aktien halten. Das Unternehmen wurde 1990 gegründet und konzentrierte sich in den Anfangsjahren auf die Projektierung und den Bau von Windparks (seit 2019 auch Solarparks). Im Jahr 2012 begann Energiekontor mit dem Aufbau einer eigenen Stromproduktion. Seitdem werden etwa 50% der projektierten Parks in den Eigenbestand übernommen, der Rest wird weiterhin an Investoren veräußert. Die installierte Leistung der Eigenproduktion lag Ende des Jahres 2022 bei etwa 384 MW und bestand in erster Linie aus Windparks.

Im Bereich der Projektierung wurden in den letzten dreißig Jahren mehr als 150 Wind- und Solarparks gebaut, was einer installierten Leistung von mehr als 1.300 MW entspricht. Für die Zukunft wichtiger ist jedoch, dass Energiekontor über eine Projektpipeline von etwa 9.600 MW (ca. zwei Drittel Wind und ein Drittel Solar) verfügt, die in den nächsten Jahren realisiert werden soll. Damit sollte das Unternehmen einer der größten Profiteure der deutschen Klimapolitik sein, da wir davon ausgehen, dass der Zugang zu Flächen und Projekten das entscheidende Nadelöhr auf dem Weg zur Umsetzung der Klimaziele 2030 sind.

Laut der im Geschäftsbericht 2022 kommunizierten Wachstumsstrategie 2023 – 2028 sieht Energiekontor ein Realisierungspotential aus der Pipeline von mehr als 3.000 MW innerhalb der nächsten fünf Jahre. Unter Beibehaltung der 50/50 Strategie würde im gleichen Zeitraum die eigene Stromproduktion auf mehr als 1.500 GW ausgebaut werden. Diese Annahmen

würden zu einem Wachstum des EBT für die nächsten 5 Jahre von durchschnittlich 15% p.a. führen. Somit ergäbe sich für das Geschäftsjahr 2028 ein Konzern-EBT von ca. 120 Mio. Euro, was in etwa einer Verdopplung gegenüber dem Geschäftsjahr 2022 entspräche. Vor dem Hintergrund der Marktchance und des Wachstumsprofils erscheint ein KGV 2023 von rund 17x als nicht besonders ambitioniert, was umso mehr im Vergleich mit dem direkten Wettbewerber PNE AG gilt.

K+S

Der Aktienkurs ist inzwischen auf einem Niveau angekommen, auf dem der TGV Falkenstein die K+S-Aktien im Jahr 2021 gekauft hat, nachdem sie sich zwischenzeitlich mehr als verdoppelt hatten. K+S verkauft in erster Linie Kaliprodukte, weswegen die Aktienkursentwicklung sehr eng mit dem Kalipreis korreliert ist. Dieser hatte sich zwischen April 2021 und Juni 2022 sehr positiv entwickelt, und ist seitdem recht deutlich zurückgekommen. Inzwischen liegen die globalen Preise auf Niveaus, welche K+S aus Konzernsicht gerade noch ein profitables Geschäft ermöglichen. Alles in allem eine ebenso unerwartete wie unerfreuliche Entwicklung.

Positiv betrachtet konnte K+S jedoch die Hochpreisphase zur bilanziellen Gesundung nutzen und ist inzwischen schuldenfrei. Im Vergleich zu früheren Niedrigpreisphasen, in denen man sich durchaus Sorgen um den Fortbestand machen konnte, steht die Gesellschaft also deutlich besser da. K+S notiert an der Börse in etwa zur Hälfte des Buchwerts aber auch zur Hälfte des Werts der Sachanlagen, in denen die kürzlich gebaute kanadische Mine eine wesentliche Rolle spielt. Unter diesem Gesichtspunkt sollte K+S auch für Wettbewerber interessant sein, die an einer kanadischen Mine mit niedriger Kostenbasis und einem europäischen Spezialitäten-Portfolio interessiert sind. Wir denken hier in erster Linie an die australische BHP Group.

Hamburg, im Januar 2024

Dr. Martin Possienke Christoph Schäfers

BEIPACKZETTEL

Auf den folgenden Seiten umreißen wir kurz unsere Anlagephilosophie, das Set-up des TGV Falkenstein Fonds und stellen Überlegungen zu einer möglichen Zielrendite an. Für Investoren, die uns seit längerem begleiten, gibt es hier hoffentlich nichts Neues.

Anlagephilosophie

Wir beurteilen Unternehmen nach den Grundprinzipien des Value-Investings. Hierbei stehen Konzepte wie „nachhaltige Wettbewerbsvorteile“ und „Sicherheitsmarge“ im Vordergrund. Neben der Value-Komponente zeichnet sich das „ideale“ Falkenstein-Investment durch eine Sondersituation aus – oder eine solche ist perspektivisch vorstellbar. Ein entscheidender Aspekt von Sondersituationen ist, dass sie häufig eine Art zusätzliches Sicherheitsnetz bieten, wie zum Beispiel die Abfindungs- und Ausgleichszahlungen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Sondersituationen können aber auch Ereignisse sein, die eine bestehende Unterbewertung auflösen oder Anlass einer Neubewertung sind. Unternehmensübernahmen oder Veränderungen im Aktionärskreis stehen beispielhaft für derartige Ausgangslagen.

Das Verhältnis von Value-Investments und Sondersituationen ist veränderlich im Zeitablauf und sehr situationsabhängig. Typischerweise sind wir zu 30% bis 70% in marktnäheren Value-Titeln investiert, wobei jedoch die Einordnung, ob ein Investment noch marktnah oder schon eine Sondersituation ist, häufig schwerfällt.

Der Zeithorizont der Value-Investments ist langfristig. Bei Sondersituationen agieren wir opportunistisch. Dabei kann der Zeithorizont durchaus mehrere Jahre betragen, ist meist aber deutlich kürzer als bei den Value-Investments.

Im Normalfall ist unser Ziel-Portfolio konzentriert und besteht selten aus mehr als 20 bis 25 Positionen. Häufig entfällt mehr als die Hälfte des Gesamtvermögens auf die fünf größten Investments.

Insbesondere auf der Sondersituationsseite beschäftigen wir uns ganz überwiegend mit Investments im deutschsprachigen Raum, was in erster Linie mit einem besseren Verständnis der deutschen Kapitalmarktgesetzgebung zusammenhängt.

Set-up

Die hier kurz umrissene Strategie haben wir bereits über mehr als zehn Jahre als frühere Vorstände einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft erfolgreich und unabhängig umgesetzt. Im Jahr 2019 wurde diese Beteiligungsgesellschaft von einem Wettbewerber übernommen, der eine andere strategische Zielsetzung verfolgte. Nach unserem Ausscheiden stellte sich die Aufgabe, ein Anlagevehikel zur Fortsetzung der bisherigen Anlagephilosophie aufzusetzen. Mit Langfrist, deren Vertreter uns über mehrere Jahre im Aufsichtsrat begleitet

haben und dort gleichzeitig mit uns aus den Organen der Gesellschaft ausgeschieden sind, haben wir gemeinsam ein entsprechendes Konzept entwickelt.

Im Vergleich zu einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft hat ein Fonds in Form eines Teilgesellschaftsvermögens einige Vorteile, die vor allem auf der steuerlichen Seite zu sehen sind. Auch ist die Kapitalaufnahme im Fonds wesentlich einfacher als in einer börsennotierten Aktiengesellschaft. Dies bringt jedoch quasi spiegelbildlich die Problematik von Mittelabflüssen zur Unzeit mit sich, die in unseren Augen den größten Nachteil von offenen Fonds darstellen. In ruhigen Börsenzeiten stellt ein Mittelabfluss durch die Rückgabe von Fondsanteilen kein Problem dar. Wenn Aktien günstig und kaufenswert erscheinen, weil gerade einmal wieder Krise ist und der Markt verrücktspielt, kann ein Mittelabfluss einen Nachteil für diejenigen Investoren bedeuten, die investiert bleiben. Plötzlich kann der Fonds nicht kaufen, sondern muss im schlimmsten Fall eigentlich kaufenswerte Aktien kurzfristig verkaufen, um den Mittelabfluss zu bedienen. Ein weiterer Aspekt ist, dass Sondersituationen im Endstadium recht große Positionsgrößen in verhältnismäßig illiquiden Werten verlangen. Auch solche Positionen sind wesentlich komfortabler, wenn das arbeitende Kapital „sicher“ ist.

Bei der Konstruktion des TGV Falkenstein wurde versucht, diesen allgemeinen Nachteil von Fonds weitestgehend zu beseitigen. Hierzu wurde insbesondere eine dreimonatige Kündigungsfrist zum Quartalsende eingeführt. Für den Fall, dass ein Investor sein Geld ohne vorherige Ankündigung benötigen sollte, gleicht er den potenziellen Nachteil, der den Mitinvestoren durch den Liquiditätsabfluss entsteht, durch einen Abschlag von 5% auf den Wert des zurückgegebenen Fondsvermögens aus. Dieser Abschlag wird dem Fondsvermögen (nicht dem Manager oder der Fondsgesellschaft) gutgeschrieben. Wir hoffen, mit dieser Konstruktion das Beste aus beiden Welten – Fonds und Beteiligungsgesellschaft – vereint zu haben, und gehen fest davon aus, dass sich die Falkenstein-Philosophie auch im neuen Gewand erfolgreich umsetzen lässt.

Alles in allem hat sich das Set-up im Vergleich zu der Zeit bei einer börsennotierte Beteiligungsgesellschaft in einigen Punkten verändert. Vor allem agieren wir als Berater, bzw. als sogenannter „Sub-Advisor“ des Anlageberaters (der Fiducia Treuhand AG) des TGV Falkenstein und nicht mehr als unabhängiger Vorstand. Vieles ist jedoch auch unverändert geblieben. Dasselbe Team – bestehend aus Traute Kuhlmann, Martin Possienke und Christoph Schäfers – sitzt in denselben Büros und verfolgt vor allem denselben, langjährig erprobten Investmentansatz. Wir sind auch weiterhin davon überzeugt, dass eine Mischung aus Value-Investments und Sondersituationen zu überdurchschnittlichen Renditen führt und man dabei sehr ruhig schlafen kann.

Zielrendite

Die Überlegungen, die hinter unserer langfristigen Zielrendite von 10% p.a. stehen, sind die folgenden: Mit „normalen“ Investments in deutsche Aktien sollten in einem langjährigen Durchschnitt Renditen in Höhe von etwa 7% bis 8% p.a. zu erzielen sein, zumindest war das in der Vergangenheit der Fall. Deutsche Sondersituationen taxieren wir auf 4% bis 5% p.a. Bei einer 50:50 Gewichtung des Portfolios müssten mit unserem Ansatz im Durchschnitt also rund 6% p.a. vor Kosten und Steuern zu erzielen sein. Nach Kosten und Steuern wäre dann in etwa

von einer „Marktrendite“ in der Größenordnung von 4% bis 5% p.a. im längerfristigen Durchschnitt auszugehen.

Mit der langfristigen Zielrendite von 10% p.a. wollen wir also rund das Doppelte der „Marktrendite“ erzielen. Uns ist bewusst, dass dies ein recht ambitionierter Anspruch ist. Unserer Ansicht nach könnte es jedoch auch zukünftig sein, im langfristigen Durchschnitt zweistellige Renditen mit der Falkenstein-Philosophie zu erzielen. Ein unterstützender Faktor ist der Fokus auf Small- und Mid-Caps. Unter anderem aufgrund niedrigerer Markteffizienz haben diese in der Vergangenheit häufig besser abgeschnitten als Standardwerte. Auf der Sondersituationsseite sind unseres Erachtens die Märkte noch weniger effizient, so dass auch hier das Erzielen von Überrenditen möglich erscheint. Leider werden auch Sondersituation-Investments nicht einfacher, da andere, zum Teil sehr finanzstarke Marktteilnehmer, in dieses Segment drängen.

Wir vergleichen unsere langfristige Durchschnittsrendite gerne mit der Gesamtentwicklung deutscher Aktien (z.B. gemessen am DAX oder CDAX). Wichtig ist jedoch, dass uns diese Indizes nicht kurzfristig als „Benchmark“ dienen. Wir errechnen keinen „Tracking-Error“ und versuchen erst recht nicht, diesen zu optimieren oder gar zu minimieren, indem wir Portfoliogewichtungen nahe der Benchmark vornehmen. Auch andere Kennzahlen wie Volatilität, Beta-Faktoren und ähnliche vernachlässigen wir.

Es wird immer Jahre geben, in denen die Falkenstein-Philosophie dem Direktinvestment in den DAX oder einem anderen Aktienindex unterlegen ist. Dies gilt vermutlich insbesondere für Jahre mit dynamischen Aufwärtsbewegungen, schon allein deshalb, weil der Sondersituationsanteil des Portfolios in steigenden Märkten wahrscheinlich der Performance des Indizes hinterherläuft. In Seitwärtsbewegungen oder Krisenjahren sollte unser Ansatz dafür aber deutlich besser abschneiden.

Seit dem Jahr 2010 konnte mit der Falkenstein-Philosophie eine Überrendite von rund 6% gegenüber dem DAX erreicht werden. Es ist jedoch leider nicht davon auszugehen, dass wir zukünftig eine Überrendite in vergleichbarer Größenordnung erreichen werden, so sehr wir uns auch bemühen.

Es ist aber völlig klar, dass ein aktiv verwalteter Fonds – wie der TGV Falkenstein – über fünf oder zehn Jahre eine Rendite nach Kosten oberhalb der breiten Marktindizes erzielen muss. Andernfalls würden Anleger mit einem einfachen und kostengünstigen Investment in „den Markt“ besser abschneiden als mit dem TGV Falkenstein, was weder sie noch uns zufrieden stellen würde.