

Jahresbericht 2024 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

das Portfolio des Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 20 Investments und war zum 31.12.2024 bei einer Kassenposition von 2,9% praktisch vollständig investiert.

Auflistung der Top-5-Investments

Name	ISIN	Gewichtung		
United Internet	DE0005089031	19,9%	NAV am 31.12.2024	226,53
Maisons du Monde	FR0013153541	15,2%	Anzahl Investments	20
Jost Werke	DE000JST4000	8,3%	Gewichtung grösstes Investment	19,9%
SMCP	FR0013214145	7,2%	Gewichtung Top-5 Investments	56,9%
hGears	DE000A3CMGN3	6,3%	Gewichtung Kasse	2,9%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Funds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum 31.12.2024 auf 127,1%¹. Der Dax hat im gleichen Zeitraum 86,7% zugelegt.

	TGV Rubicon Stockpicker	Dax	Delta
2016 (2 Monate)	4,4%	7,7%	-3,3%
2017	1,1%	12,5%	-11,4%
2018	-1,4%	-18,3%	16,8%
2019	25,9%	25,5%	0,4%
2020	47,4%	3,6%	43,8%
2021	26,4%	15,8%	10,6%
2022	-24,0%	-12,4%	-11,6%
2023	39,4%	20,3%	19,1%
2024	-12,2%	18,9%	-31,1%
total	127,1%	86,7%	40,4%
per annum	10,6%	7,9%	2,6%

Mit einem Wertverlust von 12,2% hat die Performance des Fonds im Geschäftsjahr 2024 nicht überzeugt. Insbesondere vor dem Hintergrund der Entwicklung des deutschen Aktienindex Dax, der mit einem sehr deutlichen Wertzuwachs von 18,9% aus dem Jahr gegangen ist.

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

Die Performance im Geschäftsjahr – eine Einordnung

Keine Frage, nichts ärgert uns grundsätzlich mehr als eine schwache Performance! Insbesondere dauerhafte Wertverluste belasten uns sehr und sind nicht leicht zu verdauen. Vor diesem Hintergrund sollte eine Underperformance von rund 30%! zur Benchmark Dax oder der gewaltige Abstand zu den großen US-Indizes bei der täglichen Arbeit durchaus eine schwere emotionale Bürde sein.

Faktisch schauen wir dem Treiben an den großen Indizes interessiert, aber ohne große Emotionen zu und arbeiten mit Freude weiter am Portfolio. Wir haben länger über diesen emotionalen Disconnect nachgedacht. Letztendlich liegt die Ursache wahrscheinlich darin begründet, dass wir die derzeitige erhebliche Underperformance als Risiko sehr bewusst in Kauf genommen haben.

Mit Blick auf die aktuelle Marktsituation kommt uns insbesondere ein bekannter Ausspruch von Warren Buffett in den Sinn: „In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.“ In der kurzen Frist überwiegt das Sentiment der Investoren, langfristig entscheiden fundamentale Faktoren.

In unserem letzten Investorenbrief zum Halbjahr hatten wir die sich ändernde Marktdynamik bereits angerissen. Durch den stetig zunehmenden Einsatz von ETFs und Standardisierungen in der Vermögensverwaltung ändern sich jetzt bereits seit einigen Jahren die Geldströme. Große liquide Werte profitieren von den „Inflows“ der ETFs, aktive Fonds verlieren Mittel und Käufer für kleine illiquide Aktien schwinden stetig. Flankiert wird dieser Effekt von einer zunehmenden Regulierung. Viele Publikumsfonds scheuen mittlerweile aus technisch-regulatorischen Gründen bereits Investments in kleinere Index-Werte. Das tägliche Handelsvolumen etwa im S-Dax verletzt nicht selten regulatorisch bedeutende Liquiditätsgrenzen und bereitet Probleme. Echte Nebenwerte sind vielfach bereits uninvestierbar.

Die bereits gut dokumentierte Marschrichtung ist klar: Das Geld fließt in große liquide Werte vornehmlich aus den USA und fließt aus kleinen eher illiquiden Werten. Im Vergleich zu dem USA wird die Wahrnehmung des deutschen oder französischen Mittelstandes zudem von einer erheblichen politisch bedingten Standort-Skepsis überlagert.

Als überzeugte „Contrarian“ haben wir bereits zum Halbjahr in dieser Gemengelage nach Chancen auf der Gegenseite gesucht und erste Positionen aufgebaut. Mit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten hat sich dann das skizzierte Momentum weiter erheblich verstärkt. Große US-Trend-Aktien wie etwa Tesla hoben förmlich ab. Mit der Aussicht auf weitere Zölle und angesichts hoher Energiepreise wurde der deutsche

Mittelstand aus Sicht globaler Investoren fast schon zu einer No-go-Area.

Bei so klaren stimmungsgetriebenen Positionierungen der Märkte werden wir immer sehr hellhörig!

Natürlich nehmen wir das Sentiment und Geldströme sehr genau zur Kenntnis. Die veränderte Marktstruktur gilt es zu beachten und wir sehen auch einen Einfluss auf unsere Investmentstrategie. Wir stellen unsere Strategie jedoch explizit nicht darauf ab, ein Sentiment oder irgendwelche Flows zu timen. Wir schauen uns Bewertungen an und empfehlen einen Kauf, sobald der Preis stimmt bzw. die Sicherheitsmarge ausreichend hoch erscheint. Wir sind überzeugt: Die Regeln der Unternehmensbewertung gelten langfristig und bleiben auch im aktuellen Umfeld weiterhin in Kraft. Die Waage funktioniert (langfristig)! Wenn es gelingt Ertragskraft und zukünftige Cashflows günstig einzukaufen, dann wird man am langen Ende immer belohnt. Auch wenn das Sentiment mal gegen eine läuft. Der klassische Unternehmer mit einer unnotierten Gesellschaft weiß sicherlich was wir meinen.

Mit diesem Mindset suchen wir aktuell insbesondere nach Chancen im derzeit geschmähten deutschen/französischen Mittelstand und werden dort immer öfter fündig.

Natürlich ist nicht alles Gold was glänzt und die aktuellen wirtschaftlichen Probleme von Deutschland oder Frankreich spiegeln sich natürlich besonders im Mittelstand wieder. Mit Blick auf den 3-Jahres-Chart ist die Bewertung jedoch teilweise um 70%, 80% oder mehr als 90% gesunken. Auf diesen Niveaus erscheinen uns die Chancen-Risiko-Profile mancher Unternehmen trotz aller berechtigter Sorgen dann doch wieder äußerst attraktiv und wir haben den Aufbau signifikanter Positionen empfohlen.

Transaktionen im Portfolio

Mit dieser Logik haben wir im Portfolio sukzessive die Freisetzung von Mitteln bei den Aktien empfohlen, die sich der skizzierten Negativspirale entziehen konnten. Zu nennen wäre hier eine Chapters Group AG oder die Hostelworld. Auch wurden größere Titel wie eine BioNTech oder eine Lanxess AG veräußert und SMCP bei steigenden Kursen reduziert. Im Gegenzug hat sich der Fund mit kontinuierlich fallenden Kursen immer stärker auf der Gegenseite des „Trump-Trades“ positioniert.

In erster Linie wurden bereits bestehende Positionen verstärkt und u.a. United Internet, Maisons du Monde, hGears, 1&1, Aumann, oder eine Exasol aufgestockt. Erste Positionen wurden zudem bei der Industriebeteiligungs-Holding Gesco aufgebaut. Bei der Viscom SE, einem kleinen aber feinen Maschinenbauer, gab es zudem die Gelegenheit die Beteiligung einer großen Kapitalsammelstelle zu Tiefstkursen zu übernehmen.

Hervorheben wollen wir insbesondere 2 Aufstockungen:

Jost Werke SE

Bereits zum Halbjahr hatten wir den Aufbau einer ersten Position bei der Jost Werke SE empfohlen. Nach diversen Zukäufen war der Wert zum Jahreswechsel der 3.-größte Wert im Portfolio.

Die Jost Werke SE ist ein weltweit führender Hersteller und Lieferant von sicherheitsrelevanten Systemen für die Nutzfahrzeugindustrie. Mit 4.500 Mitarbeitern werden insbesondere Sattelkupplungen, Stützwinden oder Achsaufhängungen hergestellt.

Als offensichtlich zyklischer Industriewert fällt die Aktie schnell durch jedes Raster. Zu Unrecht, wie wir denken. Das Geschäftsmodell ist Asset-Light und generiert starke Cashflows. Zudem hat sich das Unternehmen auf das strukturell volatile Marktumfeld mit einer maximal flexiblen Produktionsstruktur gut eingestellt. Selbst in einem etwas schwierigeren Jahr wie 2024 gelingt es den Unternehmen Umsatzschwankungen sauber zu bewältigen. Trotz eines Umsatzrückganges im Bereich von -15% wird die EBIT-Marge solide zwischen 10-11% erwartet. Auf der aktuell eher schwächeren Ertragskraft liegt die Bewertung EV/EBIT im Bereich von 7.

Gut gefallen hat uns zudem eine kürzlich erfolgte Akquisition. Mit der Hyva wurde ein weltweiter Marktführer für Hydraulikzylinder zu den aktuell günstigen Bewertungen solcher industriellen Nischenplayer übernommen. Der freie Cashflow findet somit neben einer kleinen Dividende eine hochattraktive Verwendung. Wer weiß, vielleicht ändert sich mit steigender Ertragskraft auch die Sicht auf Jost. Halb im Spaß sprechen wir intern schon von unserem Serial-Acquirer für industrielle Nischenplayer.

CompuGroup Medical SE & Co. KGaA

Etwas anders gelagert war die Situation bei der CompuGroup. Auch hier bestand eine erste kleinere Position, als der Wert mit einer Gewinnwarnung die Märkte erneut schockte und im Juli heftig einbrach.

Die nackten Finanzkennzahlen waren das eine, insgesamt hatte das Unternehmen zu dieser Zeit jedoch mit einem breitangelegten Vertrauensverlust zu kämpfen. Angefangen von kontrovers diskutierten politischen Aktivitäten des Gründers, über diverse Presseartikel zur Firmenkultur und Produktmängeln bis hin zur rechtlichen Struktur der Gesellschaft insgesamt, als KGaA mit wenig Rechten der Minderheitsaktionäre. Von in der Spitze über 80 EUR/Aktie im Jahr 2021 sank der Wert im Nachgang der Warnung bis unter 15 EUR/Aktie. Für ein Software-Unternehmen mit relativ stabilen Umsätzen eine

bemerkenswerte Entwicklung.

Natürlich waren auch wir von dieser Gemengelage nicht wirklich angetan. Aus unserer Sicht galt es diese jedoch ins Verhältnis zu setzen. Mit einem von uns um Aktivierungen bereinigten EV-Multiple von lediglich 7 auf das EBITDA lag die Bewertung so tief, dass wir einen gewissen Boden vermuteten. Auf der anderen Seite konnten wir ein erhebliches Interesse insbesondere von Private Equity-Investoren an genau dieser Art von Software-Assets beinahe täglich beobachten. Die dann vermeldeten Transaktionspreise lagen durchweg erheblich höher.

Aus unserer Sicht bot sich hierdurch wieder eine attraktive Chance, sich mit einem vermeintlich überschaubaren Risiko in eine Situation hoher Optionalität zu begeben. Selbst Teilverkäufe von Randaktivitäten zu guten Preisen hätten in Kombination mit Aktienrückkäufen vermutlich zu schönen Kurssteigerungen geführt. In der Folge wurde eine durchaus signifikante Portfolio-Gewichtung von rund 10% empfohlen.

Entwicklung im Portfolio

In der Tat ist es dann auch einer großen Privat-Equity-Gesellschaft offensichtlich geglückt, die dominierende Eigentümerfamilie von einer wertsteigernden Transaktion zu überzeugen. Leider fiel die Wahl auf die aus unserer Sicht unattraktivste Variante aus Perspektive der Minderheitsaktionäre: Die Familie bleibt voll investiert und nutzt den Partner für ein Delisting-Erwerbsangebot. Die gebotenen 22 EUR/Aktie reflektieren aus unserer Sicht nicht ansatzweise den fairen Wert und bestätigen damit die eingangs gestellte Fragen nach der Governance. Viele institutionelle Investoren sind bei einem solchen Delisting völlig unabhängig vom Preis zu einem Verkauf gezwungen. Mit einem Aufschlag von 51% auf den volumengewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs bzw. einem Aufschlag von rund 35% auf den Schlusskurs vor der Ankündigung konnte der Fonds aufgrund des günstigen Einstiegs in Summe aber trotzdem einen schönen Ertrag verbuchen.

Zusammenfassung

Trotz Rekordständen bei vielen internationalen Aktienindizes ist bei europäischen Nebenwerten, den sogenannten SmallCaps, von Euphorie nichts zu spüren. Ganz im Gegenteil! Aus diversen, eingangs skizzierten Gründen, wird das Segment von internationalen Aktienanlegern geschmäht und leidet unter Mittelabflüssen. Diese Situation macht uns als antizyklische Investoren hellhörig und lässt uns insbesondere im deutschen Mittelstand nach attraktiven Chance-Risiko-Profilen suchen. Dort werden wir zu teils bemerkenswert günstigen Bewertungen immer öfter fündig.

Jenseits der typischen Aktieninvestoren scheint man unseren Eindruck zu teilen. Gefühl im Wochentakt kaufen professionelle Privat-Equity-Fonds interessante Unternehmen und nehmen diese nach attraktiven Kaufpreisprämien von der Börse. Auch der Fonds konnte von dieser Entwicklung bereits profitieren.

Sollte sich die Sicht auf den deutschen bzw. französischen Mittelstand zukünftig auch in der Breite wieder etwas aufhellen, erwarten wir signifikante Kurssteigerungen.

Organisatorisches

Zwischenzeitlich sollte jeder Anleger eine Nachricht seiner Bank über den erfolgreichen „Umzug“ des Fonds erhalten haben. Damit konnten wir dieses Kapital final abschließen. Wir hoffen der Umzug war für sie als Anleger maximal unkompliziert.

Gar nicht genug bedanken können wir uns hingegen bei allen Beteiligten hinter den Kulissen. Für diesen geräuschlosen Übergang wurde Großartiges geleistet. Herzlichen Dank hierfür!

Freuen würden wir uns, wenn sie als Anleger, Freund oder Wegbegleiter des Fonds sich zudem den 24. Mai 2025 im Kalender freihalten würden.

Zusammen mit den Kollegen der ehemaligen „sonstigen Teilgesellschaftsvermögen“ wollen wir diese kleine Zäsur nutzen, um Gutes zu stärken und schöne Traditionen zu wahren.

Und als schöne Tradition sehen wir sicherlich das jährliche Investorentreffen auf der Bonner Godesburg. Auch in diesem Jahr würden wir uns wieder sehr über den Kontakt mit ihnen freuen und wollen in gewohnt netter Runde den Austausch suchen.

Danke für ihr Vertrauen!



Lars Ahns

Lars.Ahns@rubicon-equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@rubicon-equities.com

Disclaimer

Dies ist eine Marketingmitteilung. Die darin enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung und auch keine rechtliche, steuerliche oder betriebswirtschaftliche Beratung dar und lassen keine Rückschlüsse auf die Eignung für die spezielle Situation einer einzelnen Person zu. Bitte lesen Sie den Prospekt AIF, das Informationsdokument des AIF und das KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die rubicon equities 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).

Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.