

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

**Investmentaktiengesellschaft für
langfristige Investoren TGV**
Rüingsdorfer Straße 2e
53173 Bonn

Telefon: 0228/368840
Telefax: 0228/365875

E-Mail: info@langfrist.de

Liebe Anleger,

anbei senden wir Ihnen den Bericht über das erste Halbjahr 2020 unseres Sub-Advisors Rubicon Equities GmbH für das Teilgesellschaftsvermögen „Rubicon Stockpicker 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

Halbjahresbericht 2020 des Sub-Advisors

Sehr geehrte Co-Investoren,

das Portfolio des TGV Rubicon Stockpicker Funds umfasst aktuell 10 Positionen. Das TGV war zum 30.06.2020 nahezu voll investiert.

Auflistung der Top-5-Investments:

Rang	Name	ISIN	Gewichtung		
1	InVision AG	DE0005859698	30,5%	NAV am 30.06.2020	136,9
2	Gruppo MutuiOnline	IT0004195308	15,2%	Anzahl Investments	10
3	Home24	DE000A14KEB5	10,6%	Gewichtung grösstes Investment	30,5%
4	Vente-Unique.com	FR0010766667	9,3%	Gewichtung Top-5 Investments	74,4%
5	La Française de l'Energie	FR0013030152	8,8%	Gewichtung Kasse	0,3%

Performance-Überblick

Seit Auflage des Fonds im Oktober 2016 addiert sich die Wertsteigerung zum 30.06.2020 auf 37,2%¹. Der Dax hat im gleichen Zeitraum 15,4% 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%
H1 2020	4,8%	-7,1%	11,9%
total	37,2%	15,4%	21,8%
per annum	9,0%	4,0%	5,0%

Im Halbjahresvergleich steht der positiven Performance des TGVs in Höhe von 4,8% ein Wertverlust des Dax 30 in Höhe von -7,1% gegenüber.

Der reine Blick auf diese Stichtageswerte suggeriert erstaunlicherweise einen eher unaufgeregten Start ins Jahr. Angesichts der grassierenden COVID-19-Pandemie ist es aber sicherlich keine Untertreibung, von der für uns intensivsten und herausforderndsten Periode seit der großen Finanzkrise 2008/09 zu sprechen.

¹ Ab dem Jahresbericht 2018 wird die Performance-Berechnung für das TGV 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.

Eine intensive Zeit / COVID-19, das Portfolio und wir

Rückblickend betrachtet war es sicherlich außerordentlich erstaunlich, mit welcher Gelassenheit sowohl die westlichen Märkte, als auch die gesamten westlichen Gesellschaften die Bilder von menschenleeren chinesischen Großstädten quittierten. Trotz teils gespenstiger Berichte blieben die meisten maßgeblichen Indizes auf Höchstständen.

Auch wir haben das Ausmaß dieser beginnenden Pandemie zuerst nicht in ihrer vollen Dimension erfasst. Sicher, wir haben das Risiko eines längeren Lockdowns in China auf die Portfoliounternehmen analysiert. Bis auf etwas Stress in der Supply-Chain der E-Commerce-Möbelhändler sahen wir aber wenig Angriffsfläche und fühlten uns entsprechend sicher. Auch haben wir kurz über Empfehlungen zu Portfoliosicherungsinstrumenten nachgedacht, entsprechende Vorbereitungen jedoch insbesondere mit den sich langsam abzeichnenden Fabriköffnungen in China wieder verworfen.

Umso härter wurde das allgemeine Erwachen, als die Welt realisierte, dass der Geist längst aus der Flasche bzw. das Virus längst nicht mehr zu kontrollieren war. In rekordverdächtigen 4 Wochen verlor beispielsweise der Dax annähernd 40% und das TGV fiel analog bis auf ein Tief von knapp 90 EUR je Anteil. Sicherlich hat jeder Leser seine persönlichen Erinnerungen an diese prägnanten Märzwochen.

Auch wir als Sub-Advisor des TGVs Rubicon Stockpicker Fund versuchten praktisch rund um die Uhr, die ständig neuen Informationen zu verarbeiten, auszuwerten und entsprechend zu strukturieren. Insbesondere 2 Annahmen kristallisierten sich für uns im Zeitablauf heraus und prägten unsere Anlageempfehlungen:

1. Durch das beherzte Eingreifen der Regierungen bzw. der Zentralbanken wird eine Liquiditätskrise vermieden.

Nachdem selbst solide Großkonzerne wie etwa Adidas öffentlich über einen Stopp von Zahlungen (in diesem Fall von Mietzahlungen) sprachen, hätte ein ähnliches Verhalten weiterer Marktteilnehmer zu einer breiten Liquiditätskrise im gesamten Wirtschaftssystem führen können. Dies wäre selbst für die solidesten Unternehmen verheerend gewesen. Nach den ersten offensiven Reaktionen der Regierungen / Zentralbanken sahen wir diese Gefahr stark reduziert.

2. Nach einem harten Lockdown folgt eine Phase des „Social-Distancing“

Die schwierigste Aufgabe bestand für uns darin, eine belastbare Vorstellung davon zu entwickeln, wie sich COVID-19 in den nächsten Monaten auf das wirtschaftliche Leben

auswirken könnte. Selbst Virologen fanden ja nur selten eine gemeinsame Linie. Die überzeugendste Antwort fanden wir hierzu Ende März in der Analyse „Coronavirus: The Hammer and the Dance“ von Tomas Pueyo.² Letztlich wurde hier ein harter Lockdown mit anschließendem Social Distancing erwartet.

Auf Basis dieser Grundannahmen bzw. Zukunftserwartung analysierten wir das Portfolio und empfahlen... nicht viel.

Zufall oder nicht, mit jeder bedeutenden Position sahen wir das Portfolio für das angenommene Szenario gut gerüstet. Jede einzelne war unserer Meinung nach stark genug, die Verwerfungen zu überstehen und unter den neuen Bedingungen zu operieren. Im Ergebnis haben wir während der gesamten 6 Monate nur marginale Portfolioadjustierungen empfohlen.

Covid-19 auf Unternehmensebene

1&1 Drillisch AG

Aus heutiger Sicht scheinen sich die getroffenen Annahmen grob bewahrheitet zu haben. Fast schon exemplarisch lässt sich die Wirkung von COVID-19 auf das Portfolio an der 1&1 Drillisch AG zeigen. Das Unternehmen verkauft als Reseller DSL-Leitungen und günstige Handyverträge, hat keinerlei Bankschulden³ und generiert erhebliche freie Mittel. Mit einem Kurs im Bereich von 22-23 EUR je Aktie ging das Unternehmen in die Krise und wurde zeitweise mit deutlich unter 15 EUR je Aktie gehandelt. Operativ waren unsere Sorgen jedoch immer überschaubar. Insbesondere in der häuslichen Quarantäne hätten wir persönlich unsere DSL-Leitung / den Handyvertrag so ziemlich als letztes gekündigt. Ganz im Gegenteil, in Zeiten von Social Distancing erschien uns das internetbasierte Vertriebsmodell äußerst vorteilhaft. Nachdem das Unternehmen dann auch in seinem nächsten Quartalsbericht von nur marginalen Auswirkungen der Pandemie berichtete, fasste der Markt neuen Mut und der Kurs erholte sich.

Home24 SE / Westwing Group AG / Vente Unique

Natürlich ist die Welt auch grau. So war uns etwa zu Beginn die Auswirkung von COVID-19 auf den Online-Möbelhandel nicht so klar. Insbesondere in den ersten Märzwochen

² <https://medium.com/@tomaspueyo/coronavirus-the-hammer-and-the-dance-be9337092b56>

³ Es bestehen Verbindlichkeit aus Lizenzerwerb zahlbar in 12 jährlichen Raten

gaben uns mögliche negative Effekte der Pandemie auf das generelle Konsumverhalten zu denken. Auch die Auswirkungen einer gestörten Supply-Chain auf die Branche insgesamt inkl. Effekte 2. Ordnung waren für uns fraglich. Grundsätzlich erschien der dominierende Onlinevertriebskanal aller drei Unternehmen aber vorteilhaft.

Mit den ersten Aussagen zum Geschäftsverlauf des Aprils verstärkte sich dann glücklicherweise diese Sichtweise. Teilweise wurde von Umsatzsteigerungen von 80-90% berichtet. Alle drei Unternehmen profitieren somit erheblich von der Hinwendung der Konsumenten hin zum Onlinehandel. Möglicherweise wird man gar in Zukunft eine strukturelle Änderung des Kaufverhaltens beobachten. Im Ergebnis empfehlen wir, die Position in Home24 leicht weiter zu verstärken.

InVision AG

Überrascht nahmen wir zudem die zeitweise erhebliche Kursreduktion der schuldenfreien⁴ InVision AG zur Kenntnis. Nahezu 100% der Umsätze sind wiederkehrend, das Unternehmen ist im Kern agil, „lebt“ in der Cloud und konnte so trotz des Lockdowns mit unverminderter Effizienz direkt weiterarbeiten. Zudem adressiert es mit seinen E-Learning- und SaaS-Lösungen spannende Zukunftsmärkte. Kurze Anmerkung: Anbieter von Cloudlösungen im ContactCenter-Umfeld sind in den USA im Gegenteil längst als Krisengewinner identifiziert und notieren, wie etwa eine Five9 Inc., erheblich über dem Vorkrisenniveau. Wir empfehlen daher das reduzierte Kursniveau für Zukäufe zu nutzen. In der Folge besitzt das TGV nun mehr als 10% des Grundkapitals der Gesellschaft und die InVision AG ist mit rund 30% die bei weitem wichtigste Position des TGVs. Aus unserer Sicht gibt es nur äußerst selten Gelegenheiten, sich signifikant an einem tollen Unternehmen mit so einem attraktiven Risiko-Rendite-Profil zu beteiligen. Wir sind sehr froh darüber, dass sich das TGV in den vergangenen Jahren als wichtiger langfristiger Aktionär der Gesellschaft positionieren konnte.

Core Laboratories N.V.

In kleinerem Umfang haben wir zudem geschaut, wo sich für das TGV angesichts der zwischenzeitlich doch erheblichen Verwerfungen eher kurz bis mittelfristige Investitionsmöglichkeiten boten. Fündig wurden wir nach einem Hinweis des Kollegen Saggau im amerikanischen Ölsektor, der nach unserer Einschätzung zeitweise einen Ausverkauf historischen Ausmaßes erlebte. Wir empfehlen daraufhin Aktien von Core Laboratories zu erwerben. Core hatte im Zuge des Ölpreissturzes und nach der

⁴ Aus Vorsichtsgründen wurde in der Corona-Krise zwar eine Kreditlinie gezogen. Die entsprechenden Mittel werden aber als Cash vorgehalten.

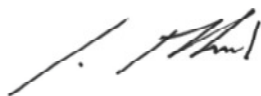
Ankündigung einer Dividendenkürzung trotz eines grundsätzlich attraktiven Geschäftsmodells erheblich verloren. Mit dem Kauf und späteren Verkauf nach weniger als 3 Monaten konnte das TGV eine Rendite von annähernd 100% erzielen.

Von entscheidender Bedeutung und ein nur schwer zu überschätzender Faktor in diesen herausfordernden Monaten war für uns, dass wir uns keinerlei Sorgen über mögliche gefährliche Abflüsse machen mussten. Nur so konnten wir die skizzierte langfristige Investmentstrategie empfehlen. Andernfalls hätten wir unsere Empfehlungen komplett anders strukturieren müssen. Für dieses Vertrauen auch in schwierigen Marktphasen möchten wir uns erneut ausdrücklich bedanken. Unsere Investoren sind für uns ein wichtiger Erfolgsfaktor!

Zusammenfassung

Angesichts der verheerenden globalen Auswirkungen der Pandemie sind wir mit diesem noch leicht positiven Halbjahresergebnis durchaus zufrieden.

Ist der Gesamtmarkt nach dieser fulminanten Erholung jetzt zu teuer oder angesichts der erheblichen Liquidität angemessen bewertet? Gute Frage, wir wissen es nicht. Die Zukunft ist ungewiss und insbesondere der weitere Verlauf der Pandemie ist offen. Mit Blick auf die einzelnen Portfoliounternehmen hat die Krise der letzten Monate unseren Optimismus teilweise jedoch sogar bestärkt. Alle Kernpositionen hatten wir vor COVID-19 ausnahmslos empfohlen, weil die aus unserer Sicht günstig, relativ schockresistent und aussichtsreich positioniert waren, um an der zukünftigen Entwicklung der Welt zu partizipieren. Neben der Reduzierung von Treibhausgasen im Fall von La Française de l'Énergie ist das dominierende Thema der meisten Portfoliounternehmen die Digitalisierung. Und genau diese Digitalisierung hat sich durch COVID-19 nun sogar beschleunigt und die relative Wettbewerbsposition der Portfoliounternehmen verstärkt. Das macht uns trotz allem weiter optimistisch.



Lars Ahns

Lars.Ahns@Rubicon-Equities.com



Thorsten Ahns

Thorsten.Ahns@Rubicon-Equities.com