

Brief an Investoren



2. Halbjahr 2023

19. Januar 2024

Sehr geehrte Investoren,

im Jahr 2023 ist der Anteilswert des P&R Umbrella REAL VALUE Fonds um 25,4 % nach Gebühren gestiegen.

Jährliche Veränderung in Euro in Prozent¹

Jahr	P&R Umbrella REAL VALUE	Aktien-Welt- Index	Dax Index
2013	6,8 %	21,8 %	25,5 %
2014	13,9 %	20,2 %	2,7 %
2015	13,2 %	10,7 %	9,6 %
2016	18,5 %	10,4 %	6,9 %
2017	18,4 %	7,5 %	12,5 %
2018	-2,4 %	-4,8 %	-18,3 %
2019	33,1 %	30,9 %	25,5 %
2020	13,0 %	6,1 %	3,5 %
2021	44,0 %	32,3 %	15,8 %
2022	-38,8 %	-12,8 %	-12,3 %
2023	25,4 %	20,0 %	20,3 %
Jährliche Wachstumsrate seit Start	10,9 %	12,1 %	7,4 %
Gesamtrendite	213,2 %	252,0 %	120,1 %

P&R Investment Management Ltd (P&R) ist Initiator und Anlageberater des P&R Umbrella REAL VALUE Fonds. Axxion S.A. ist die Investmentgesellschaft. Unsere Mission ist es, das Vermögen unserer Investoren, gemessen an der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR), über einen langen Zeitraum signifikant zu steigern. Wir wollen auch eine vertrauensvolle, langfristige Beziehung zu all unseren Partnern aufbauen. Nur dann können wir gemeinsam erfolgreich sein – durch gute und schlechte Zeiten.

¹ Stand 29.12.2023. Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI-Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen. Fondsstart war der 27.12.2012. Als Basis für den Aktien-Welt-Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR unter Berücksichtigung aller Ausschüttungen verwendet. Quelle: Cleversoft GmbH.

Seit dem Start beträgt die jährliche Wachstumsrate des P&R Umbrella REAL VALUE Fonds 10,9 % nach Gebühren. Über fünf Jahre lautet die Wachstumsrate 10,7 % (vs. Aktien-Welt-Index 14,0 % und dem Dax Index 9,7 %).

Zum Bewertungstag (29.12.2023) enthält unser Fonds 10 Positionen, die 99,6 % des Fondsvermögens ausmachen. Die Größe des Fonds beträgt 50,1 Mio. Euro. Die Top 5 sind in alphabetischer Reihenfolge:

- Chapters Group (vormals Mediqon Group)
- Credit Acceptance
- Kelly Partners Group
- Software Circle (vormals Grafenia)
- World Acceptance

In den letzten zwölf Monaten haben wir drei neue Investitionen getätigt, vier Positionen verkauft und einige Positionsgrößen angepasst. Damit haben wir etwa ein Drittel des Fonds umgeschichtet. Für uns ist das ein ungewöhnlich hoher Umschlag. Die Gründe waren opportunistisch. Es gab einfach gute Gelegenheiten. In einem Fall drehte Mr. Market durch und ließ eine Aktie wie eine heiße Kartoffel fallen (Trupanion). In den beiden anderen Fällen konnten wir an Privatplatzierungen großartiger Unternehmen teilnehmen, die sich bereits länger auf unserem Radar befanden (Software Circle und Teqnion). Mit diesen Transaktionen haben wir die Qualität unseres Portfolios und das Verhältnis zwischen Preis und Wert verbessert.

Unser Portfolio besteht nun aus einigen wenigen, großen und langfristigen Beteiligungen.

Bei Software Circle, unserem jüngsten Elefanten, haben wir eine bestehende Anleiheposition in Aktien konvertiert. Die Position betrug 14 % des Fondsvolumens. Zuvor hatte ich die Firma über zwei Jahre aktiv bei einer Transformation begleitet. Mittlerweile hat sich das Unternehmen voll auf die systematische Akquisition von Nischen-Softwarefirmen ausgerichtet. Mehr dazu finden Sie in unserer Ankündigung vom September 2023 [„Ein Investment mit aktivem Engagement“](#). Bis zum Ende des Jahres ist der Aktienkurs um 59 % gestiegen, wenn auch bei sehr geringen Umsätzen. Software Circle ist jetzt eine unserer größten Positionen.

Damit sind wir nun in fünf Serien-Akquisiteure investiert, die etwa zwei Drittel des Portfolios ausmachen. Aakash und ich sind zu Fans dieses Geschäftsmodells geworden.

Lassen Sie mich Ihnen erklären warum:

Warum sind wir Fans?

Wir mögen starke Zinseszinsmotoren, die über einen langen Zeitraum ein hohes Gewinnwachstum erzielen können. Die wichtigsten Variablen, die wir dabei bestimmen müssen, sind:

$$\text{Inkrementelle Eigenkapitalrendite} \times \text{Reinvestitionsrate in M\&A und Capex} = \text{Gewinnwachstum (für wie lange?)}$$

Während die meisten M&A Aktivitäten zu Recht mit Skepsis betrachtet werden können, haben wir festgestellt, dass es einige Unternehmen mit bestimmten Merkmalen gibt, die durch systematische Akquisitionen ihre Gewinne über einen langen Zeitraum hinweg steigern können.

Die BIP-Wachstumsprognosen für die westlichen Industrienationen liegen nahe Null. Daher ist es für fast jedes Unternehmen schwierig, auf Dauer organisch überdurchschnittlich zu wachsen. Serien-Akquisiteure hingegen haben zwei Wachstumsmotoren. Sie können sowohl organisch als auch anorganisch wachsen durch den Erwerb anderer Unternehmen. Wenn diese Akquisitionen zu guten Kaufpreisen getätigt werden und stabile Gewinne generieren, dann können Serien-Akquisiteure gleichzeitig stärker wachsen und sich breiter aufstellen.

Ferner sind die meisten entwickelten Volkswirtschaften durch eine alternde Bevölkerung gekennzeichnet. Auch die Gründer von mittelständischen Unternehmen werden älter, und viele haben Schwierigkeiten, Nachfolger für Ihre Firmen zu finden. In Deutschland werden laut einer Studie des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) jedes Jahr fast 50.000 Unternehmen auf eine Nachfolge vorbereitet. 40 % dieser Unternehmen haben einen Umsatz zwischen 1 Mio. und 25 Mio. Euro und sind oft zu klein und damit uninteressant für Private Equity Firmen. Das stellt eine sehr große Chance für Serien-Akquisiteure dar.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über unser Basket.

Firma	Sektor	Markt-kapitalisierung (€m)	Operative Einheiten	Anzahl der Firmen im Zielmarkt (Schätzung)	Inkrementelle Eigenkapitalrendite (Schätzung)	Reinvestitions-rate (Schätzung)
Judges Scientific	Scientific instruments	692	19	2k	18-23%	75%
Kelly Partners	Accounting	137	47	25k-35k	25-30%	>100%
Chapters	Niche software, other	332	33	6-10k	15-20%	>100%
Teqnon	Niche industrial	385	25	n.a.	25-30%	100%
Software Circle	Niche software	61	5	5-7k	19-24%	>100%

Tabelle 1. Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. Stand 29.12.2023.

Alle fünf Unternehmen verfügen über einen starken Wachstumsmotor mit hohen Reinvestitionsraten, der über eine lange Zeit laufen kann. Wir schätzen die Manager bzw. Gründer, ihre Ausrichtung und die Stabilität der Firmen, die sie kaufen und ausbauen. Aus dem Grund glauben wir, dass das Preis-Wert-Verhältnis für alle Firmen hervorragend ist. Wenn Sie mehr Details möchten, empfehle ich Ihnen meine früheren Briefe und meine Interviews mit dem CEO Johan Steene und CXO Dan Zhang von Teqnion sowie die neue Ausgabe mit dem CEO von Judges Scientific, David Cicurel (www.pr-realvalue.com).

Durch meine Tätigkeit im Aufsichtsrat von Software Circle konnte ich einen Blick hinter die Kulissen eines jungen, börsennotierten Serien-Akquisiteurs werfen. Ohne in die Tiefe zu gehen, möchte ich Ihnen einige der strategischen Überlegungen erläutern, die wir häufig diskutieren. Es handelt sich dabei um Kompromissfragen, auf die es keine eindeutigen Ja-oder-Nein-Antworten gibt, die aber zu einem besseren Verständnis der Erfolgsfaktoren von Serien-Akquisiteuren führen.

Drei harte Fragen für Serien-Akquisiteure

1. Schnell oder geduldig?

In der Anfangsphase eines Akquisiteurs können die Kosten für die Firmenübernahmen die eigenen Barreserven übersteigen. Das Unternehmen steht dann vor der Wahl: Sollen wir die Übernahmen verlangsamen oder neues Aktienkapital aufnehmen? Und wenn wir Kapital aufnehmen, wann, wieviel – und zu welchem Preis?

Jan Mohr von Chapters Group hat Übernahmen und Kapitalerhöhungen hervorragend koordiniert. Chapters hat nun seine sechste Kapitalerhöhung abgeschlossen und damit insgesamt 128 Millionen Euro aufgenommen. Wir haben uns an den ersten beiden Placings zu je 4 Euro und 9 Euro pro Aktie beteiligt. Die letzte Kapitalerhöhung im November 2023 wurde zu einem Preis von 17,60 Euro durchgeführt, was einem Run-Rate-EBITDA-Multiple von etwa 18 entspricht. Chapters investiert das Kapital zu deutlich niedrigeren Kaufpreismultiplikatoren (ca. 6-7) und schafft damit ein Multiple Arbitrage für alle Aktionäre. Dank der Kapitalspritzen kann das Unternehmen schnell wachsen und die bestehenden Marktchancen nutzen.

David Cicurel (Judges) und Johan Steene (Teqnion) hingegen hatten in der Anfangsphase ihrer Firmen keine Möglichkeit, frisches Eigenkapital aufzunehmen. Sie waren gezwungen, das Tempo der Transaktionen an die Größe ihres Geldbeutels anzupassen. Infolgedessen waren sie sehr kostenbewusst, hatten mehr Zeit für die Entwicklung der Organisation und konnten bei den Geschäften selektiv vorgehen. Das Hindernis entpuppte sich als Geschenk. Ihre Unternehmen haben den Gewinn pro Aktie enorm steigern können.

Beide Ansätze können erfolgreich sein. Aber jede Entscheidung wird im Laufe der Zeit sekundäre Auswirkungen haben. Ich hoffe, dass wir mit unseren jüngsten Akquisiteuren bald ein Stadium erreichen werden, in dem zu viel Cash das größere Problem ist.

2. Klein und billig oder groß und teuer?

Kleine, private Firmen können für weniger als das Fünffache des EBITDA erworben werden. Aber kleine Firmen sind weniger stabil, erfordern mehr Managementkapazitäten und sind, nun ja, klein. Wenn ein Käufer die Wahl hat, sollte er dann viele kleine und billige Unternehmen oder einige wenige stabile und große, aber teure Unternehmen kaufen?

Dieser klassische Kompromiss zwischen Preis und Qualität ist allen Aktieninvestoren bekannt. Doch im Gegensatz zu einem öffentlichen Anteilseigner kann ein privater Eigentümer ein Unternehmen aktiv verbessern und dabei operative Fähigkeiten entwickeln, die ihm künftige Wettbewerbsvorteile verschaffen. Kelly Partners zum Beispiel verdoppelte nach fast jeder Übernahme einer Accounting-Firma die Gewinnspanne und reduzierte das Betriebskapital erheblich. Akquisiteure, die nicht über solche operativen Fähigkeiten verfügen, müssen sich dagegen viel mehr auf das Finden von guten Deals konzentrieren.

3. Integration oder Dezentralisierung?

Ein richtig gutes Unternehmen, eine Zehn von Zehn, gewinnt mit zunehmender Größe einen Kostenvorteil. Je größer das Unternehmen wird, desto billiger kann es seine Produkte herstellen. Wenn es diesen Kostenvorteil mit seinen Kunden teilt, kann es seinen Wettbewerbsvorteil vergrößern. Nick Sleep, ein Investor, der zu diesem Thema sehr viel Lesenswertes geschrieben hat, führte das Beispiel von Costco Wholesale an. Costco ist eine amerikanische Großhandelskette, die über enorme Größenvorteile verfügt. Costco hält die Bruttomarge über alle Produkte hinweg niedrig bei etwa 13 % und gibt damit einen großen Teil der Einsparungen an seine Kunden weiter.

Unsere Serien-Akquisiteure haben im Allgemeinen keinen solchen Kostenvorteil. Nehmen Sie zum Beispiel Judges Scientific:

"We have one company selling measuring instruments to shampoo companies that twist hairs, and they pull hairs and see whether the dye spoils them. And you ask, 'What synergy could this have with this other company which makes high-vacuum equipment?' The answer is zero. The more niche, the less synergy they have with any other business."

David Cicurel, CEO

Autsch.

Aber vergessen wir nicht die (oft übersehene) Kehrseite dieses Konzeptes: Skalen-*Nachteile*. Die Planung, der Bau und der Betrieb neuer Costco-Warenhäuser sind sicherlich mit mehr Verwaltungsaufwand (und Kosten!) verbunden als die Aufnahme eines weiteren Unternehmens für Judges. Ich schätze, dass beide Unternehmen ähnlich hohe Renditen auf das Eigenkapital erzielt haben - Costco dank der Kostenvorteile durch Integration. Allerdings konnte Judges dank guter Deals und der Dezentralisierung eine doppelt so hohe Reinvestitionsrate und damit eine doppelt so hohe Wachstumsrate des Cashflows erzielen. Das Ergebnis spricht für Judges.

	<i>Inkrementelle Eigenkapitalrendite</i>		Reinvestitionsrate in M&A und Capex		Cash flow Wachstumsrate	
Costco	24.9%	x	47.3%	=	11.8%	(2008-2023)
Judges	24.7%	x	96.3%	=	23.8%	

Tabelle 2. Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. Durchschnitt der Perioden: 2008-2023, 2009-2023, 2010-2023, 2011-2023 und 2012-2023. Stand 29.12.2023.

Die wahre Kunst liegt jedoch darin, sich nicht für ein Entweder-Oder zu entscheiden, sondern beides zu kombinieren. Die besten Unternehmen überlassen die Verantwortung für das Tagesgeschäft den Leitern der Tochtergesellschaften. Dieses Vertrauen führt zu mehr Motivation, Wissensaustausch und besseren Kundenbeziehungen. Aber sie schaffen auch Systeme, die Manager auf ihrem Weg zur Weltklasse unterstützen. Sie kultivieren Freiheit *und* Disziplin.

Unsere Nische

Dank Ihres langfristigen Kapitals, unseres Netzwerks und unserer Expertise konnten wir sehr günstig in unsere Serien-Akquisiteure investieren. Wir haben dabei von unserer Nische profitiert. Nur wenige Anleger sind in der Lage, in kleine börsennotierte Unternehmen zu investieren, über die es kaum Research gibt. Und noch weniger sind bereit, die notwendige Zeit und Geduld aufzubringen, um M&A-lastige Unternehmen zu verstehen und zu bewerten. Bislang hat sich dies für uns ausgezahlt.

Firma	Erster Kauf	Gesamtrendite	Annualisiert
Judges Scientific	Sep 2016	413%	29%
Kelly Partners Group	Apr 2021	77%	25%
Chapters Group	Feb 2021	178%	51%
Teqnion	Apr 2023	33%	55%
Software Circle	Aug 2023	59%	291%

Tabelle 3. Quelle: Eigene Berechnungen. Basierend auf der wertgewichteten Rendite aller Käufe. Stand: 29.12.2023.

So weit, so gut.

Aber ich glaube es kommt noch mehr. Unternehmen wachsen in der Regel in einer S-Kurve. Unsere Serien-Akquisiteure befinden sich noch in einem frühen Stadium ihres Lebenszyklus, in dem sie mit hohen Raten wachsen können. Sobald sie in ein größeres Marktsegment hineinwachsen, werden mehr institutionelle Anleger aufmerksam, was zusätzlich zu einer höheren Bewertung führen kann. In der Spätphase beginnen sich die Wachstumsraten schließlich zu verlangsamen.

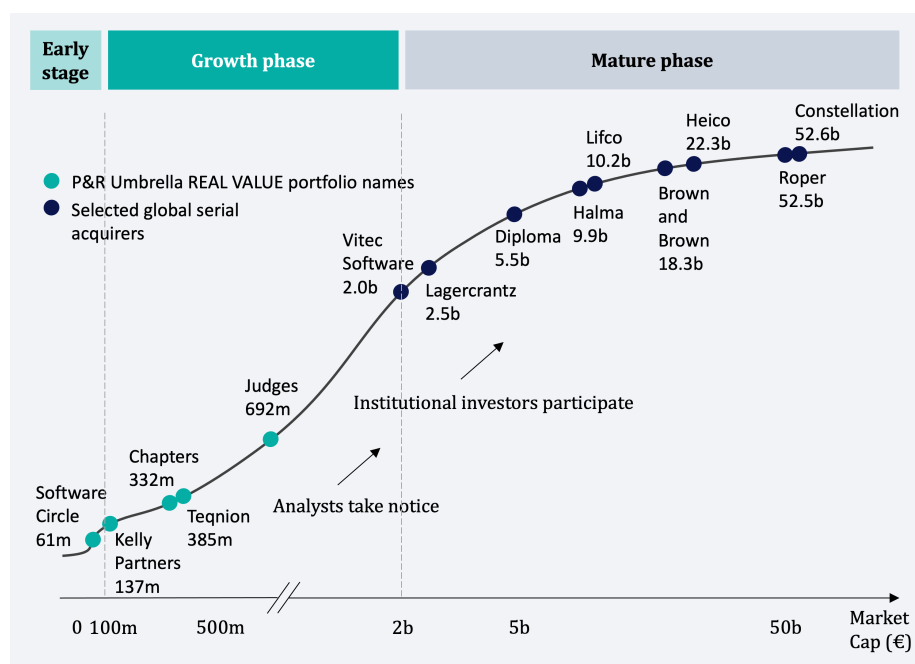


Abbildung 1. Illustration der Lebensphasen von Serien-Akquisiteuren. Quelle: Eigene Schätzungen. Stand 29.12.2023.

Zum Timing

Die Zu- und Abflüsse in Investmentfonds geben eine gute Indikation über die Attraktivität von Aktien. Anfang des Jahres erhielten wir ein paar Verkaufsaufträge zu einem Zeitpunkt, als die Bewertungen sehr niedrig und damit die Gewinnerwartungen sehr hoch waren.

Aus diesem Grund gebe ich eine generelle Einschätzung der Marktlage. Small und Micro Caps, insbesondere in Europa, werden nach wie vor zu bemerkenswert niedrigen Bewertungen gehandelt. In diesem Bereich könnten wir zusätzliches Kapital zu sehr guten Bewertungen investieren, einschließlich unserer bestehenden Positionen. Für diejenigen, die einen langfristigen Zeithorizont haben, ist es meiner Meinung nach ein sehr guter Zeitpunkt, um Investitionen zu tätigen.

Das erinnert mich an meine Zeit, als ich für eine Investmentbank Anlageprodukten verkaufte. Je hipper das Thema, und umso höher die Kurse, desto leichter war es, Anleger zu finden. Heute mache ich genau das Gegenteil: Ich fokussiere mich auf Anlagen, die weniger populär und damit preiswerter sind.

Es gibt noch einen weiteren wichtigen Unterschied: Im Gegensatz zu früher habe ich „Skin in the game“. Der Großteil meines eigenen Geldes ist in unserem Fonds investiert.

Namensänderung und Wechsel zu einer SICAV-Fondsstruktur

Wir haben nun endlich die Genehmigung von unserer Aufsichtsbehörde in Luxemburg für unsere neue SICAV Struktur erhalten und werden den Fonds in die neue Rechtsform überführen. Im Rahmen dieser Umstellung mussten wir den Namen unseres Fonds vorübergehend in P&R Umbrella REAL VALUE ändern. Sie werden über die nächsten Schritte informiert und müssen nichts aktiv unternehmen. Für uns bringt die neue Struktur mehr Unabhängigkeit und Flexibilität, insbesondere bei der Ausübung unserer Aktionärsrechte.

Und zu guter Letzt...

Vor Weihnachten hatte ich einen besonderen Freund aus Indien zu Gast in meinem Haus. Dr. Avanish ist ein Experte in der Kunst des Yoga, der Achtsamkeit, der Gelassenheit und Klarheit. Eines Tages fragte ich ihn, wie er schwierige Entscheidungen trifft. Im perfekten Lotussitz antwortete er:

"Es gibt keine Entscheidungen! Entweder gibt es Klarheit, dann ist die Richtung des Handelns klar. Oder es gibt keine Klarheit, dann ist keine Entscheidung die Handlung."

Let's go for clarity. Zurück zum Research.

Ein frohes neues Jahr aus London,



Matthias Riechert
matthias@pr-realvalue.com

P&R Investment Management Ltd

Lynton House
7-12 Tavistock Square
London WC1H 9BQ
Vereinigtes Königreich
www.pr-realvalue.com

Gesellschaft mit beschränkter Haftung Nummer 08182410
Registrar of Companies (England und Wales)
Companies House
Zugelassen und reguliert durch die FCA

Version 1/19/1/2024

Haftungsausschluss:

Grundlage für eine Anlageentscheidung ist der Verkaufsprospekt des Fonds mit Managementvorschriften, wichtigen Anlegerinformationen sowie Jahres- und Halbjahresberichten. Ausführliche Informationen zu Risiken sind im Verkaufsprospekt enthalten. Diese Unterlagen und weitere Informationen erhalten Sie während der regulären Geschäftszeiten bei der Investment Management Company Axxion S.A. und bei der P&R Investment Management Limited. Diese Dokumente und Informationen zum aktuellen Fonds NAV sind auf den Homepages (www.axxion.lu) und (www.pr-realvalue.com) verfügbar.

P&R Investment Management Limited ist für die Erstellung dieses Berichts verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments erkennen an, dass die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Auffassungen ihr eigenes Urteil genau widerspiegeln und dass kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung - weder direkt noch indirekt oder teilweise - und den Empfehlungen in diesem Dokument besteht, besteht oder besteht. Die in diesem Bericht genannten Analysten sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD-Regel 2711. Dieses Dokument dient nur der Information und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Sie stellt keine Anlageberatung dar. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren gedacht. Sie dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die P&R Investment Management Limited für zuverlässig und genau hält. P&R Investment Management Limited garantiert nicht die Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle hier enthaltenen Meinungen und Einschätzungen spiegeln die Ansichten des Autors oder der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können ohne Vorankündigung geändert werden. Alle hier geäußerten Meinungen spiegeln die Ansichten von P&R Investment Management Limited wider. P&R Investment Management Limited ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn ein Umstand in diesem Dokument oder einer Erklärung angegeben ist, Prognosen oder Schätzungen, die hierin enthalten sind, ändern sich oder werden später ungenau. Die vergangene Wertentwicklung von Finanzinstrumenten, Simulationen oder Prognosen ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Wir können daher keine Haftung für eine positive Anlagerendite einer in diesem Dokument beschriebenen Bewertung übernehmen. Aufgrund verschiedener Faktoren besteht die Möglichkeit, dass die Prognosen in diesem Dokument nicht erreicht werden. Zu diesen Faktoren gehören Marktvolatilität, Sektorvolatilität, Unternehmensentscheidungen ohne Einschränkung, Nichtverfügbarkeit vollständiger und genauer Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die zugrunde liegenden Annahmen von P&R Investment Management Limited oder anderen Quellen als falsch erweisen. Weder P&R Investment Management Limited noch ihre Mitarbeiter übernehmen eine Haftung für Schäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder aus anderen Gründen entstehen können. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, wie sie in diesem Dokument enthalten sind, bedeutet in keiner Weise die Genehmigung, Empfehlung oder Billigung der verlinkten Seite oder der von P&R Investment Management Limited zugänglichen Informationen. P&R Investment Management Limited übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder Informationen, die von dort aus zugänglich sind, oder für die Folgen der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Sie dürfen ohne vorherige schriftliche Genehmigung von P&R Investment Management Limited weder verändert noch in irgendeiner Weise reproduziert, verteilt, veröffentlicht oder an andere Personen in Teilen oder als Ganzes weitergegeben werden. In bestimmten Ländern, einschließlich der USA, kann die Art und Weise, wie dieses Produkt vermarktet wird, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, die dieses Dokument besitzen, müssen sich über solche Vorschriften informieren und diese einhalten. Mit der Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.