

Brief an Investoren

2. Halbjahr 2021



P&R
Investment Management

14. Januar 2022

Sehr geehrte Investoren,

im vergangenen Jahr ist der Anteilswert des P&R REAL VALUE-Fonds nach Gebühren um 44 % gestiegen.

Jahr	Jährliche Veränderung in Euro in Prozent ¹		
	P&R 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 %
Jährliche Wachstumsrate seit Start	16,9 %	14,4 %	8,5 %
Gesamtrendite	307,9 %	236,7 %	108,7 %

P&R Investment Management Ltd (P&R) ist Initiator und Anlageberater des P&R REAL VALUE Fonds. IPConcept (Luxembourg) S.A. ist der Alternative Investment Fonds Manager. Unsere Mission ist es, das Vermögen unserer Investoren signifikant zu steigern, gemessen an der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate über einen langen Zeitraum. Ferner wollen wir dabei eine vertrauensvolle, langfristige Beziehung mit all unseren Partnern aufbauen. Nur dann können wir zusammen über Jahrzehnte erfolgreich sein – durch gute und durch schlechte Zeiten.

¹ Stand 30.12.2021. 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 REAL VALUE 16,9 % nach Gebühren. Über fünf Jahre lautet die Wachstumsrate 20,1 % (vs. Aktien-Welt-Index 13,5 %, Dax Index 6,7 %).

Zum Bewertungstag (30.12.2021) enthält unser Fonds 14 Positionen, die 99,1 % des Fondsvermögens ausmachen. Die Größe des Fonds beträgt 93 Mio. Euro. Die Top 5 Positionen sind in alphabetischer Reihenfolge:

- Carvana
- Credit Acceptance
- Judges Scientific
- Kelly Partners Group
- Mediqon Group

Niemand weiß es

Unser Fonds hat in jedem der letzten sieben Jahre eine Outperformance erzielt. 2021 war unser bestes Jahr, sowohl in absoluten Zahlen als auch relativ zu unseren beiden Referenzindizes. Eine Steigerung von 44 % klingt großartig. Wir fühlen uns alle reicher. Aber jubeln Sie bitte nicht zu laut. Wir sind weniger reich, als die Zahl vermuten lässt, denn viele Preise um uns herum sind ebenfalls gestiegen. Hier sind ein paar Beispiele aus dem Alltag:

- GB: Energiekosten für Haushalte könnten um 50 % steigen²
- US: Gebrauchtwagenpreise sind um 33 % gestiegen³
- Weltweit: Ikea-Produkte werden um 9 % steigen⁴

Vor etwa zehn Jahren, während meines MBA-Studiums, war ich der lautstärkste Störenfried in den VWL-Vorlesungen. Zu dieser Zeit wurden Griechenland und vier weitere Mitglieder der Eurozone von der EZB und dem IWF gerettet. Der Professor stand der EZB nahe und verwendete ökonomische Modelle und andere komplexe Methoden, um das Gelddrucken als notwendige Maßnahme darzustellen. Für mich hörte sich das wie ein Schwindel an. Ich habe laut gebuhnt, als die No-Bail-Out-Klausel des EU-Vertrags offenkundig verletzt wurde. Damals befürchtete ich, dass eine Hyperinflation vor der Tür stünde. Zum Glück lag ich falsch - zumindest bisher. Es bedurfte weiterer zehn Jahre des Gelddruckens und eines Nachfrageschocks durch eine weltweite Pandemie, um die Verbraucherpreise deutlich in die Höhe zu drücken.

² <https://www.theguardian.com/business/2021/dec/23/energy-bills-could-rise-by-50-amid-national-crisis-of-soaring-uk-prices>

³ Durchschnittspreise im Jahresvergleich. Stand 31.12.2021.
<https://publish.manheim.com/content/dam/consulting/ManheimUsedVehicleValueIndex-WebTable.png>

⁴ <https://edition.cnn.com/2021/12/31/business/ikea-price-increase/index.html>

Im November 2021 lag die offizielle Inflationsrate in den USA bei 6,8 % und in der Eurozone bei 4,9 %⁵. Der Ketchup flutscht jetzt in einem dicken Schwall aus der Flasche. Die Inflation ist da, und die große Frage ist, wie man sie ohne großen Schaden stoppen kann.

Die gute Nachricht ist, dass wir es erwartet haben. Mit Staatsanleiherenditen um die Null Prozent und der Liquidität aus dem Gelddrucken haben alle Vermögensbesitzer von einem mehr als zehnjährigen Bullenmarkt profitiert. Wir sind die unbeabsichtigten Gewinner der Rettungs- und Konjunkturprogramme.

Die folgende Tabelle zeigt die Treiber der Aktienmarktentwicklung.

	Haltedauer (Jahre)	Annualisierte Rendite (%)	Gewinn- wachstum (%)	Dividenden- rendite (%)	KGV Wachstum (%)
S&P 500 TR	10.0	16.0%	7.6%	1.7%	6.1%

Stand 30.12.2021. Quelle: CapitalIQ und eigene Berechnungen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) basiert auf den Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate.

Der S&P-500-Index, als Stellvertreter für den Aktienmarkt, stieg um 16,0 % pro Jahr. Die Gewinne stiegen um 7,6 %, Dividenden brachten 1,7 %, und das KGV stieg von 12 auf 22 und damit um 6,1 % pro Jahr. Der Anstieg des KGVs trug etwa 40 % zur Gesamtrendite bei.

Was passiert mit diesem Rückenwind in den nächsten zehn Jahren?

An dieser Stelle könnte ich mögliche Szenarien beschreiben. Ich könnte die Situation mit den 70er Jahren vergleichen, was für eine drastische Anhebung der Zinssätze sprechen würde; im Gegensatz dazu könnte ich alle öffentlichen Anreize beleuchten, die gegen hohe Leitzinsen sprechen würden; ich könnte eine Hyperinflation ins Spiel bringen oder das Gegenteil, ein Szenario, in dem die Inflation nur vorübergehend wäre und alles gut ginge.

Stattdessen ziehe ich es vor, nicht zu viel Zeit mit Dingen zu verbringen, die man nicht vorhersehen kann. Das überlasse ich gerne den Ökonomen.

Mich beruhigt, dass es unabhängig vom allgemeinen Wirtschafts- oder Finanzmarktumfeld immer Unternehmen geben wird, die über viele Jahre hinweg ihre Gewinne steigern werden und von denen einige zu einem Bruchteil ihres inneren Wertes angeboten werden. So sieht es aus, wenn wir sie finden:

⁵ Stand 30.12.2021. Quellen: US Bureau of Labour Statistics und EuroStat

	Haltedauer (Jahre)	Annualisierte Rendite (%)	Gewinn- wachstum (%)	Dividenden- rendite (%)	KGV Wachstum (%)
Credit Acceptance	8.6	24.2%	19.9%	0.0%	3.6%
Moody's	8.8	27.9%	15.3%	1.1%	9.7%
Judges Scientific	5.3	45.6%	22.3%	2.0%	16.7%

Stand 30.12.2021. Quelle: CapitalIQ und eigene Schätzungen. Die Haltedauer ist gemessen ab dem ersten Kauf. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis basiert auf den Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate.

Unser Fonds kaufte die ersten Aktien von Credit Acceptance zu einem KGV von 11. Das Verhältnis hat sich nur geringfügig auf 14 verbessert. Dennoch erzielten wir eine großartige annualisierte Rendite von 24,2 %, weil die Gewinne stark wuchsen. Bei Moody's stieg das KGV zusammen mit den Gewinnen, was zu einer noch höheren Rendite von 27,9 % führte. Der Gewinner, Judges Scientific, kombinierte sowohl ein starkes Gewinn- als auch ein KGV-Wachstum, was zu einer herausragenden Rendite von 45,6 % führte.

Im Idealfall wollen wir also junge Elefanten zu günstigen Bewertungen finden. Werfen wir einen Blick auf unsere jüngsten Neuzugänge.

Unsere neuen Elefanten

In meinem H1-Brief habe ich Ihnen die Kelly Partners Group (KPG) und ihren Gründer und CEO Brett Kelly vorgestellt. Seit den ersten Käufen für unseren Fonds im April bis zum Bewertungstag hat der Aktienkurs von KPG stark zugelegt (+74 %), was sowohl auf anorganisches Wachstum durch Übernahmen als auch auf einen Bewertungsanstieg zurückzuführen ist. Brett hat uns freundlicherweise Exemplare seines Buches "Business Owners' Wisdom" zukommen lassen, die wir zu Weihnachten an unsere Anleger mit Registerkonten weitergegeben haben. Wenn Sie gerne Unternehmergegeschichten aus Australien lesen möchten, senden Sie bitte eine E-Mail an Susanne Feistel, da wir noch einige Exemplare verfügbar haben. Ich empfehle das Interview mit Mike Cannon-Brookes, dem Mitbegründer des erfolgreichen Softwareunternehmens Atlassian.

Der zweite Neuzugang in unserem Portfolio ist Prosus N.V. Prosus hält eine große Beteiligung an dem chinesischen E-Commerce-Unternehmen Tencent. Aufgrund der Besorgnis über Chinas Antimonopolmaßnahmen kam der Aktienkurs unter Druck. Eine niedrige Bewertung bei einem guten, bekannten Unternehmen geht (fast) immer einher mit kontroversen Einschätzungen. Unsere Investmentthese beruht in erster Linie auf den starken Markteintrittsbarrieren von Tencent und auf der großen Sicherheitsmarge. Über Prosus erhalten wir Tencent zu einem Bruchteil des Wertes. Für eine Prosus-Aktie (die unser Fonds zu 72,50 Euro gekauft hat) erhalten wir Tencent im Wert von 99 Euro, zusätzlich wachstumsstarke Disruptoren wie Delivery Hero im Wert von 30 Euro und

2 Euro in Cash. Das sind 131 Euro pro Aktie. Sehr vereinfacht ausgedrückt: Preis/Wert = 72,50/131 - das entspricht „55 Cent on the Dollar“. Ein attraktives Preis-zum-Wert-Verhältnis verringert das Risiko und macht hohe Renditen wahrscheinlich (angeblich eine unmögliche Kombination laut gängiger Portfoliotheorie).

Unser drittes neues Investment ist die MediQon Group AG. Das Unternehmen ist eine Holdingfirma für Nischenfirmen in Deutschland. Es wurde kürzlich umstrukturiert, hat eine verzweigte Holdingstruktur, eine winzige Marktkapitalisierung und seine Jahresberichte sind nur in deutscher Sprache verfügbar. Sagen wir einfach, es sieht auf den ersten Blick undurchsichtig aus. Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch ein dynamisches Unternehmen mit klugen Köpfen, die die kulturellen Bausteine Dezentralisierung, Partnerschaft und disziplinierte Kapitalallokation nutzen, um ein großartiges langfristiges Unternehmen aufzubauen. Das Unternehmen erfüllt alle Voraussetzungen für einen jungen Elefanten. Ich habe das Glück, drei der führenden Köpfe zu kennen: Jan Mohr, Steffen von Büнау und Dr. Mathias Saggau. Im vergangenen Jahr hat unser Fonds an zwei Kapitalerhöhungen der Firma teilgenommen (zu 4 € und zu 9 €). Bis zum Jahresende wurde Mr. Market sehr optimistisch und die Aktie schloss am Bewertungstag bei 13,90 €. Die Position ist auf 16,3 % unseres Fonds angewachsen und repräsentiert 9,9 % aller stimmberechtigten Aktien des Unternehmens.

Die Mittel für diese Investments stammen aus der Übernahme von AFH Financial und aus Umschichtungen innerhalb des Portfolios. Wir pflegen ein Spreadsheet mit den Kursentwicklungen aller Zu- und Abgänge, um zu sehen, ob unsere Umschichtungen Wert schaffen. Ich empfehle diese Übung jedem Anleger, der häufig den Drang verspürt, *Quality* gegen *Value* einzutauschen. Unsere Excel-Tabelle ermahnt uns oft daran besser nichts zu tun. Aber ich freue mich, dass unsere Umschichtungen in den letzten zwei Jahren einen Mehrwert geschaffen haben. Einen großen Anteil daran trägt Aakash, der ein wachsaues Auge auf die Bewertungen hat und meinen Optimismus im Zaum hält.

Vorsicht ist auch an anderen Stellen geboten: Etwa ein Drittel unseres Fonds ist in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 0,5 Milliarden Euro investiert, die eine geringe Handelsliquidität aufweisen. Aus diesem Grund können wir unsere Positionen nicht auf Knopfdruck liquidieren. Ferner rechnen Sie bitte auch künftig mit Phasen starker Volatilität. Wir unternehmen keine Versuche Kursschwankungen abzufedern oder abzusichern, weil Absicherungsgeschäfte aus unserer Sicht meist nur die langfristige Rendite reduzieren.

Deshalb wiederhole ich die drei Merkmale von großartigen Investoren, die zu uns passen: Langfristigkeit; Shackleton-ähnliche Nerven aus Stahl in unruhigen Zeiten; Eigentümermentalität.

Und zuletzt...

Seit der Auflage vor neun Jahren ist unser Fondsvolumen auf 93 Mio. Euro angewachsen. Im gleichen Zeitraum verzeichnete der Fonds Zuflüsse in Höhe von 52 Mio. Euro und Abflüsse von 15 Mio. Euro. Das bedeutet, dass wir für unsere Anleger einen absoluten Wert von 56 Mio. Euro geschaffen haben ($93-52+15=56$).

Mein großes, kühnes und verwegenes Ziel ist es, diesen Wert auf 1 Milliarde Euro zu steigern.

Wie immer, mit optimistischen Grüßen aus London,

Ihr Matthias Riechert



P&R Investment Management Ltd

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

Limited Liability Company Number 08182410
Registrar of Companies (England and Wales)
Companies House
Authorised and regulated by the FCA

Wichtiger Hinweis:

Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen sind der Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen sowie der Jahres- und Halbjahresbericht (erhältlich in deutscher Sprache). Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken enthält der Verkaufsprospekt. Diese Dokumente sowie weitere Informationen zu dem Fonds können zu den üblichen Geschäftszeiten kostenlos bei dem Alternativen Investment Fonds Manager (AIFM) IPConcept (Luxemburg) S.A., der Verwahrstelle DZ PRIVATBANK S.A., sowie der Vertriebsstelle P&R Investment Management Ltd angefordert werden. Die oben genannten Dokumente und der aktuelle Anteilspreis sind auch auf der Homepage des AIFM (www.ipconcept.com) sowie der Vertriebsstelle (www.pr-realvalue.com) abrufbar.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist P&R Investment Management Ltd verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von dem Verfasser als zuverlässig und korrekt erachtet werden. P&R Investment Management Ltd übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von P&R Investment Management Ltd wider. P&R Investment Management Ltd ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von P&R Investment Management Ltd oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder P&R Investment Management Ltd oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch P&R Investment Management Ltd. P&R Investment Management Ltd übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von P&R Investment Management Ltd auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.