

Brief an Investoren

1. Halbjahr 2022



P&R
Investment Management

15. Juli 2022

Sehr geehrte Investoren,

im letzten Halbjahr ist der Anteilswert des P&R REAL VALUE Fonds nach Gebühren um 35,6 % gesunken.

Jährliche Veränderung in Euro in Prozent¹

Jahr	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 %
1H 2022	-35,6 %	-13,6 %	-19,5 %
Jährliche Wachstumsrate seit Start	10,7 %	11,9 %	5,6 %
Gesamtrendite	162,5 %	190,8 %	67,9 %

P&R Investment Management Ltd (P&R) ist Initiator und Anlageberater des P&R REAL VALUE Fonds. IPConcept (Luxemburg) 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 30.06.2022. 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 10,7 % nach Gebühren. Über fünf Jahre lautet die Wachstumsrate 9,1 % (vs. Aktien-Welt-Index 9,7 %, Dax Index 0,7 %).

Zum Bewertungstag (30.06.2022) enthielt unser Fonds 13 Positionen, die 97,1 % des Fondsvermögens ausmachten. Die Größe des Fonds betrug 60,8 Mio. Euro. Die Top 5 Positionen waren in alphabetischer Reihenfolge:

- Credit Acceptance Corp.
- EQS Group
- Kelly Partners Group Holdings
- MEDIQON Group AG
- Prosus NV

Performance

Nach sieben Jahren Outperformance hat der Wert unseres Fonds in dem letzten Halbjahr stark nachgelassen und sich dabei deutlich schlechter entwickelt als unsere Vergleichsindizes. Das schmerzt, auch wenn ich weiß, dass Rückschläge zum Investieren dazugehören.

Bereits im Januar hatte sich die Stimmung an den Märkten durch hohe Inflationsraten und der Sorge vor einer wirtschaftlichen Abschwächung abgekühlt. Am 24. Februar erfolgte der Einmarsch der russischen Truppen in die Ukraine, welcher die bereits bestehenden Probleme verstärkte. Lange Lieferzeiten, Knappheit und Preisanstiege bei Rohstoffen führten zu einer Aussicht auf Zinserhöhungen und Rezession. Als Reaktion sind die Kurse der meisten Aktien eingebrochen.

Unser Job ist es günstige Gelegenheiten aufzuspüren, die sich durch ein gutes Verhältnis zwischen Preis und Wert (P/V) auszeichnen. Wir setzen dies um, indem wir vorzugsweise über viele Jahre in *junge Elefanten* investieren, wohlwissend, dass die Kursentwicklung nicht gradlinig verlaufen wird.

Zunächst möchte ich Ihnen die heftigen Auswirkungen des Zinsanstiegs auf die Wertveränderung von Aktien aufzeigen. Dann möchte ich zwei Aktien herausgreifen, die es sehr stark getroffen hat und zeigen, wie der derzeit düstere Aktienmarkt die Anpassungsfähigkeit von Unternehmen ignoriert und wie wir die weitere Entwicklung dieser Unternehmen einschätzen.

Pessimismus schafft Gelegenheiten

Um die hohen Inflationsraten einzudämmen, erhöhen die Notenbanken die Zinsen. Die folgenden Beispiele zeigen, wie sich der Wert einer Firma verändert, wenn der Diskontierungsfaktor für künftige Gewinne von 8 % auf 10 % angehoben wird.

Eine Beispielfirma A, die jedes Jahr bis in die Ewigkeit 1 Euro ausschüttet, ist bei einem Abzinsungssatz von 8 % 12,5 Euro wert – oder anders ausgedrückt – sie hat ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,5. Steigt der Diskontierungsfaktor auf 10 %, so sinkt das KGV auf 10. Das ist ein Minus von 20 % - was in etwa dem Kursrückgang des S&P 500 in diesem Jahr entspricht.

Im Vergleich dazu sinkt das KGV der Firma B, die über zehn Jahre um 20 % wächst und erst dann alle Gewinne ausschüttet von 35,8 auf 23,9. Das ist ein Minus von 33 % - und liegt in der Nähe der Performance des Nasdaq Index.

	Gewinn- Verwendung	Wachstum über 10 Jahre	Faires KGV bei		
			8%	10%	Diff.
Firma A	Ausschüttung	0%	12,5	10,0	-20%
Firma B	Reinvestment	20%	35,8	23,9	-33%

Quelle: Eigene Beispielberechnung

Die meisten unserer jungen Elefanten reinvestieren ihre Gewinne über einen langen Zeitraum. Deswegen hat unser Portfolio ebenso wie Technologiewerte überdurchschnittlich korrigiert.

Sollte die Inflation weiter hoch bleiben, sind höhere Zinsen und damit weitere Bewertungsabschläge möglich. Die Tabelle zeigt denkbare Szenarien:

Gewinn- Verwendung	Wachstum über 10 Jahre	Faires KGV bei		
		8%	10%	12%
Ausschüttung	0%	12,5	10,0	8,3
Reinvestment	10%	15,0	10,0	7,0
Reinvestment	20%	35,8	23,9	16,6

Quelle: Eigene Beispielberechnung

Leider kommt es zunächst noch schlimmer: Der CEO der Firma B bemerkt nun, dass er seine Gewinnerwartung aufgrund steigender Kosten und sinkender Nachfrage revidieren muss. Mit einer halbierten Wachstumsrate von 10 % liegt das faire KGV nur noch bei 10. Der Wert ist nun gleichauf mit dem der Firma A und verdeutlicht, dass Wachstum nur dann sinnvoll ist, wenn es mehr als die Kapitalkosten erwirtschaftet.

Vor dieser Erkenntnis stehen aktuell alle Unternehmen. Die meisten unserer Firmen haben überdurchschnittlich hohe Kapitalrenditen und Alleinstellungsmerkmale, um mit steigenden Zinsen und Kosten umgehen zu können. Einige befinden sich jedoch noch in der Phase der Kostenskalierung und müssen sich nun schnell anpassen. Die beiden Firmen Naked Wines und Carvana sind besonders hart von dieser Situation betroffen (-73% und -90%). Ihre Manager haben zu spät erkannt, dass ihre Wachstumsinvestitionen nicht mehr die angestrebten Renditen erzielen. Der Aktienmarkt reagierte daraufhin empfindlich und es kam zu einem Ausverkauf der Aktien.

Allerdings übersieht Mr. Market die Anpassungsfähigkeit guter Unternehmen. Der Bewertungsverlust wird nur dann dauerhaft, wenn die (Fehl-) Investitionen so weiterlaufen. Bei guten Firmen ist dies unwahrscheinlich. Aus diesem Grund glaube ich, dass die Wahrscheinlichkeit einer Erholung für unsere Werte und viele andere Technologiewerte unterschätzt wird. Der Pessimismus schafft Kaufgelegenheiten.

Beispiel Naked Wines

Naked Wines hat vom E-Commerce-Boom der Covid-Pandemie profitiert (Zweijahres Umsatz +72 %). Ausgehend von weiterem Wachstum, hat das Management 12 % des Umsatzes in Kundengewinnung investiert, neue Mitarbeiter eingestellt und einen hohen Lagerbestand an Wein aufgebaut. Nun zeigte sich, dass die Werbeinvestments nicht die angestrebten Renditen erzielen werden. In der Folge stürzte der Preis der Aktie ab und stand zum Bewertungstag bei 1.71 GBP.

Welche Möglichkeiten hat das Unternehmen nun, sich anzupassen?

Verzicht auf Wachstum

Falls weiterhin nur wenige Werbekanäle mit adäquaten Renditen zu finden sind, könnte Naked versuchen, zumindest die Zahl der Abonnenten und die Ertragskraft stabil zu halten. Anstatt 12% sind hierzu langfristig nur etwa 5 % des Umsatzes notwendig. Mit treuen Abonnenten könnte die Firma besser planen, das Betriebskapital optimieren und Kosten reduzieren. Das so freiwerdende Kapital könnte das Management zusammen mit dem nun positiven Cashflow ausschütten. Wir schätzen damit den Gewinn pro Aktie auf 30 Pence für das Geschäftsjahr 2027. Mit einem no-growth KGV von 10 entspricht das einem Aktienkurs von 3 GBP plus etwa 2 GBP an Ausschüttungen.

Investment in eigene Aktien

Aktuell bietet ein Investment in die eigene Aktie die höchste Rendite. Damit steigt zwar nicht der Umsatz, wohl aber der Gewinn pro Aktie. Mit Aktienrückkäufen anstatt Dividendenausschüttungen ließe sich der Gewinn pro Aktie deutlich auf schätzungsweise 55 Pence im Jahr 2027 verbessern. Mit einem no-to-low-growth KGV von 10-13 entspricht das einem Aktienkurs von 5,50-7,15 GBP.

Profitables (und damit nachhaltiges) Wachstum

Das Geschäftsmodell von Naked Wines ist attraktiv. Unserer Ansicht nach besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass Naked innerhalb der nächsten 5 Jahre mit disziplinierten Werbeausgaben den Umsatz von aktuell 350 Mio. GBP auf 460 Mio. GBP steigern könnte. Mit Kostendisziplin und operativem Leverage sollte die Firma auf eine (Vorsteuer-) Gewinnmarge von 8-10% kommen können, was etwa 38 bis 47 Pence Gewinn pro Aktie entspricht. Mit einem mittleren growth-KGV von 16 liegt der Wert dann zwischen 6,00 und 7,60 GBP pro Aktie.

Als Investoren unterstützen wir die Strategie, die je nach Umfeld den langfristigen Wert pro Aktie maximiert. Wir haben uns mit dem Management ausgetauscht und freuen uns über eine Übereinstimmung bei diesem Ziel. Die wichtige Zieleinheit – *pro Aktie* – findet sich in dem neuen Kompensationsplan für alle Mitarbeiter wieder, der vorbehaltlich der Zustimmung der Aktionäre in Kürze umgesetzt wird.

Beispiel Carvana

Carvana gehört ebenso wie Naked zu den Covid-Gewinnern (Zwei-Jahres Umsatz +175 %). Auch hier hatte das Management im letzten Jahr in weiteres Wachstum investiert, um im ersten Quartal dieses Jahres festzustellen, dass die Erwartungen nicht eintrafen.

Der Markt für Gebrauchtwagen ist verzerrt. Das Angebot hat sich durch Probleme in den Lieferketten verknappt und gleichzeitig wurde die Nachfrage durch Stimulus-Zahlungen erhöht. Dadurch sind Gebrauchtwagen innerhalb von zwei Jahren um etwa 40 % teurer geworden - mit satten Gewinnmargen für Händler und niedrigen Kreditausfallraten für Auto-Finanzierer. Es ist nicht überraschend, dass sich dies langsam umkehrt. Der CFO einer Auto-Finanzierungsfirma erklärte uns kürzlich: *"Das Black Swan Event ist bereits eingetreten. Was jetzt folgt, ist Normalität."*

Pessimisten verweisen darauf, dass es Carvana selbst im günstigen Umfeld nicht gelungen ist, profitabel zu arbeiten. Sie sehen daher das Geschäftsmodell als Problem. Dem halten wir entgegen, dass die Firma bislang nicht auf Profitabilität fokussiert war, sondern auf Wachstum. Die Schlüsselfrage lautet daher: Wie schnell kann das Unternehmen in dem veränderten Umfeld auf profitables Wachstum umstellen?

Der CEO von Carvana reagierte Anfang Mai mit einer E-Mail an alle Mitarbeiter, in der er die Situation erklärte und die Entlassung von etwa 12 % der Belegschaft bekannt gab: *„... it has always been the right move to start building for growth well ahead of when we expect it to show up. This strategy worked for us every year until this one.“*

Nach viel Research, Gesprächen mit Industrie-Experten und dem Berechnen von Cashflow Modellen glauben wir, dass sich Carvana erholen wird. Die kürzlich eingeworbene Liquidität von \$2.2 Mrd. ist zwar teuer, aber sie gibt Carvana ausreichend Luft, um den Break-Even zu erreichen. Sollten wir Recht behalten, bietet Carvana die Chance auf eine Vervielfachung des aktuellen Aktienkurses (Wir arbeiten an einem Bericht mit mehr Details hierzu.).

Zusammen mit Naked Wines macht Carvana 8,8 % unseres Portfolios aus.

Gute Nachrichten

Eine sehr gute Entwicklung zeigen unsere Serien-Akquisiteure, die positive Cashflows mit hohen Gewinnmargen produzieren und darum weniger von der Veränderung des Umfeldes betroffen sind. Hierzu zählen Judges Scientific (Wissenschaftliche Messinstrumente), Mediqon Group AG (Software u.a.) und Kelly Partners Group (Steuerberater und Buchhalter). Zusammen machen sie 38,6 % des Portfolios aus. Wir sehen hier eine solide Gewinnentwicklung auch in einem unsicheren Umfeld (Kelly: Nichts ist sicher, außer Tod und Steuern). Eine stabile Nachfrage und eine hohe Bruttomarge schützen bei Kostendruck und nicht zuletzt sehe ich die Kapitalallokation in guten Händen.

Die Kursentwicklung von Prosus (Tencent und Technologie, 11.1 % des Fondsvolumens) zeigt, was passiert, wenn das Management eine Unterbewertung durch gute Kapitalallokation aktiv nutzt. Am 27. Juni kündigte Prosus ein Aktienrückkaufprogramm an, wonach Tencent-Aktien in Prosus-Aktien eingetauscht werden, solange der Abschlag zum Nettoinventarwert hoch ist. Seit der Ankündigung der Transaktion hat sich der Kurs um 17 % erhöht und der Abschlag des Prosus-Aktienkurses gegenüber dem Wert der Tencent-Beteiligung von 44,1 % auf 28,5 % (Stand: 30.6.2022) verringert und bis zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Schreibens (11.7.2022) noch weiter auf 20,6 %. Langfristig bestimmt der Wert den Preis – und nicht umgekehrt.

Wechsel zur Fondsplattform Axxion S.A.

Wir planen, mit Wirkung zum 1. Oktober 2022, unseren Fonds von IPConcept (Luxemburg) S.A. auf Axxion S.A. zu übertragen. Diese Übertragung erfolgt vorbehaltlich der ausstehenden Genehmigungen der Aufsichtsbehörden. Der Wechsel bringt geringere Kosten für Sie als Anleger, einen besseren Service bei der Administration und dem Management und eine höhere Flexibilität bei unseren Investments in kleinere Firmen. Weitere Informationen und Details zur geplanten Übertragung werden Sie mittels separater Hinweisbekanntmachung vor dem Tag der Übertragung erhalten.

Wenn Sie ein Registerkonto führen, werden kleinere Formalitäten notwendig, die wir sorgfältig vorbereiten und in den kommenden Wochen mit Ihnen gemeinsam erledigen. Für alle anderen Anleger ändert sich nichts. Sie werden in der nächsten Zeit von Ihrer Depotbank über den Übertrag informiert werden. Bei Fragen können Sie sich jederzeit an Susanne Feistel wenden (E-Mail susanne@pr-realvalue.com).

Unsere Mission ist es Ihr Vermögen signifikant zu steigern. Dazu ist es wichtig, dass Sie in einer Korrekturphase investiert bleiben und einen Kursverlust nicht in einen permanenten Wertverlust umwandeln. Ich freue mich daher, dass wir trotz des Kursrückgangs kaum Abflüsse verzeichnet haben und bedanke mich für Ihr großes Vertrauen. Bitte melden Sie sich, wenn Sie ein persönliches Gespräch wünschen.

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

Version 1/07/2022

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 Kontaktstelle 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 Kontaktstelle (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 wieder. 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.