

Brief an Investoren

1. Halbjahr 2016



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

22. Juli 2016

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen über einen weiteren Zuwachs Ihres Investments im P&R REAL VALUE Fonds berichten zu können.

Innerhalb des ersten Halbjahres hat der NAV des P&R REAL VALUE nach Gebühren um +5,1% zugelegt und schlug damit den Aktien Welt Index in Euro (-1,6%) und den Dax Index (-9,9%). Der Gold Index in Euro legte im gleichen Zeitraum um +21,6% zu.

Wir konzentrieren uns auf den *langfristigen* Erfolg. Um den zu messen, eignet sich am besten die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate. Wenn Sie zum Start des Fonds vor dreieinhalb Jahren eingestiegen sind, liegt diese Zahl bei 11,1%. Wenn Sie vor zwei Jahren eingestiegen sind, liegt sie bei 19,2%. Wenn wir es schaffen, langfristig zwischen diesen beiden Marken zu landen, können wir zufrieden sein. Zum Vergleich: Warren Buffett hält den Weltrekord mit 20,8% über 51 Jahre; der S&P 500 Index erzielte in derselben Zeit 9,7% und der Dax Index seit 1987 8,3%.

Unser Fonds hält zur Jahresmitte 12 langfristige Investments in Unternehmen. Das Fondsvermögen besteht zu 90,6% aus Aktien, zu 5,4% aus Call-Optionen, zu 4,1% aus Zertifikaten mit direkter Anbindung an Gold sowie zu -0,1% aus Cash. 58,0% des Fonds sind in US-Dollar-Werten investiert, 37,1% in Britischen-Pfund-Werten und 0,9% in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds beträgt 19 Mio. Euro.

With a little help from my friends

Mitte April haben wir ein Übernahmeangebot für Energy Assets erhalten. Der gebotene Preis von GBP 6,85 pro Aktie entsprach dem 23fachen KGV. Wir sahen Verbesserungspotenzial und konnten uns am 7. Juni mit dem Käufer auf einen Preis von GBP 7,225 einigen. Maßgeblich für den Erfolg der Verhandlung war die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären. Dazu zählen

Dr. Mathias Saggau aus dem Team um Norman Rentrop, Bryan Lawrence (Oakcliff Capital), Diederik van Rappard (Forest Manor) und Simon Denison-Smith (Metropolis Capital) – allesamt befreundete Value Investoren. Für die Übernahme benötigte der Käufer mehr als 75% der Stimmen, und da wir zusammen knapp 25% der Anteile hielten, konnten wir als offizielle Aktionärsgruppe erheblichen Einfluss auf die Preisverhandlung nehmen. Mittlerweile wurde das Angebot angenommen, und wir haben im Juli einen beträchtlichen Cash-Eingang in Höhe von etwa 22% des Fondsvermögens erhalten.

Für Sie als Investor im P&R REAL VALUE ist dies ein hervorragendes Ergebnis: Unser durchschnittlicher Einstiegspreis lag bei GBP 3,06 pro Aktie. Über die Haltedauer des Investments haben wir damit eine annualisierte Rendite von 39,3% erzielt (zum Stichtag, in EUR). Dies ist ein Rekord, den wir nur schwerlich übertreffen werden. Er zeigt aber, dass der Aktienmarkt gute Gelegenheiten bietet, das Geld auch im Umfeld von Niedrig- und Negativzinsen zu vermehren.

Portfolioveränderungen

Neben einem neuen Investment und dem Verkauf von Energy Assets haben wir nur kleine Veränderungen im Portfolio vorgenommen. Dazu zählt der Verkauf von Novagold, der 2,1% des Fonds ausmachte. Der Börsenwert überstieg mittlerweile den geschätzten Barwert der Minenprojekte. Mit dem Investment haben wir eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 20,4% (in EUR) erzielt. Gold (in EUR) hätte uns im gleichen Zeitraum lediglich 2,0% gebracht. Wir haben also relativ zum Goldpreis billig gekauft beziehungsweise teuer verkauft. Es gibt günstigere (und risikoärmere) Wege, um auf einen langfristig steigenden Goldpreis zu setzen.

Die zwei verbleibenden Top Positionen Cimpress und Credit Acceptance machen zusammen etwa ein Drittel des Fonds aus. Beide Firmen haben ihren intrinsischen Wert im letzten Jahr weiter steigern können. Bei Cimpress gibt das Umsatzwachstum von 31% eine gute Indikation hierüber, und bei Credit Acceptance erkennt man den Wertzuwachs direkt am Gewinnwachstum pro Aktie (+20%). Credit Acceptance konnte zudem über 20% mehr an Kapital in neue Autokredite investieren – ein gutes Zeichen für künftiges Wachstum. Auch unsere übrigen Unternehmen konnten insgesamt ihren Wert steigern. Wir halten daher das Verhältnis zwischen Preis und Wert unseres Portfolios weiterhin für günstig und haben auch keine Veränderungen vorgenommen.

Sollten die Aktienkurse in den nächsten Monaten mal wieder nachgeben, so käme uns das durchaus gelegen. Aufgrund des Cash-Eingangs juckt uns der Finger am Abzug.

Ein neues Investment

Lernen vom Forbes 20-20-20 Club

Im Jahr 2007 veröffentlichte Forbes eine Liste von CEOs, die in ihrer Amtszeit einen außerordentlichen hohen Wertzuwachs für ihre Aktionäre schaffen konnten. Es gab drei Auswahlkriterien: Mindestens 20 Jahre CEO-Amtszeit, mindestens 20% jährliche Wachstumsrate des Aktienkurses und mindestens 20 Jahre Börsennotierung. Unter den sieben Clubmitgliedern fanden sich unter anderem Warren Buffett und Lawrence Ellison, aber auch ein Unbekannter – Vernon H. Hill, ein Banker. Die Aktie seiner Commerce Bank hatte bis dahin eine durchschnittliche Wertsteigerung von 23% pro Jahr über 33 Jahre produziert.

Vernon Hill startete die Commerce Bank mit der DNA eines Retail-Konzeptes. Die Bankfilialen hießen Stores, sie betrieben traditionelles, einfaches Bankgeschäft, aber mit einem fanatischen Fokus auf Kundenservice. Und tatsächlich gelang es der Bank über viele Jahre hinweg, profitables Kundengeschäft zu gewinnen, bis sie im September 2007 von der kanadischen TD Bank zu einem hohen Preis übernommen wurde (KGV 26x). Vernon Hill verschwand im wohlverdienten Ruhestand, und das könnte das Ende der Geschichte gewesen sein. Doch zum Glück kam es anders.

Im Urlaub besuchte Vernon Hill Großbritannien und testete bei der Gelegenheit einige Banken. Was er vorfand war (und ist) eine Service-Wüste. Die fünf großen High-Street Banken Lloyds, RBS, Barclays, HSBC und Santander dominieren den Markt. Sie sind komplex, stehen unter Kostendruck und bauen Filialen und Mitarbeiter ab. Die Kunden sind extrem unzufrieden, sehen aber keine Wechselmöglichkeiten – ein günstiges Umfeld für Hills Konzept. Im Jahr 2010 gründete Hill die Metro Bank mit einer ersten Filiale im Zentrum Londons, und seit März dieses Jahres notiert die Bank an der Londoner Börse.

Metro Bank – ein junger „big Elephant“

Die Metro Bank ist jung genug, um noch viele Jahre wachsen zu können, aber alt genug, dass wir ihre langfristigen Charaktereigenschaften hinreichend zuverlässig einschätzen können. Gemessen an Kundeneinlagen in Großbritannien beträgt ihr Marktanteil gerade mal 0,2%. Weil die Firma nach dem bewährten Rezept der Commerce Bank aufgebaut wird, sehen wir eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass sie in den nächsten Jahren eine ähnliche Wertentwicklung vollziehen wird. Wesentlich deutlicher drückte es ein ehemaliger Commerce Bank Mitarbeiter aus, der von Vernon Hill nach London geholt wurde. Er sagte: „*Metro Bank is Commerce Bank on steroids.*“ Wir haben uns die Metro Bank genauer angeschaut.

Schafft das Unternehmen Wert?

Die Vorteile werden schnell deutlich. Lloyds, RBS, Barclays etc. schließen wochentags traditionell um 17 Uhr – also genau dann, wenn Kunden Zeit für Bankgeschäfte hätten. Vernon Hill hält die Metro Bank geöffnet wie jedes normale Retail-Geschäft – täglich bis 20 Uhr und sogar sonntags bis 17 Uhr.

Die traditionellen Banken versuchen verzweifelt Personalkosten zu reduzieren, indem sie Kunden zu elektronischen Kanälen überleiten. Das Design einer typischen Filiale folgt der Strategie: Ein Kunde wird durch Automaten im Eingangsbereich begrüßt und findet erst im hinteren dunkleren Bereich einen Schalter mit Angestellten, üblicherweise durch Panzerglas abgetrennt. Die Stores der Metro Bank sind hingegen offen und lichtdurchflutet. Kunden werden beim Eintreten sofort von einem Mitarbeiter begrüßt und je nach Bedürfnis weitergeleitet. Das Design ähnelt dem einer Hotel-Lobby und nicht dem eines Postschalters.



Quelle: www.metrobankonline.co.uk

Während traditionelle Banken das Geschäft mit Schließfächern einstellen, macht die Metro Bank das Gegenteil. Die Mieteinnahmen der Safe-Deposit-Boxen decken etwa 80% der gesamten Mietkosten einer etablierten Filiale. Ferner gibt es kostenlose Münzzähler auch für Nichtkunden. Kugelschreiber sind nicht per Kette gesichert, sondern werden gratis in Massen herausgegeben. Das sind zwar alles einfache, aber sehr wirkungsvolle Maßnahmen, um Kunden in die Filiale zu locken.

Auch die Ablaufprozesse sind durchdacht. Eine Kontoeröffnung dauerte bei uns etwa 40 Minuten. Am Ende erhielten wir sofort eine funktionsfähige Debit-Karte mit frei wählbarer PIN-Nummer, eine installierte App auf unserem iPhone sowie eine fertig aufgesetzte Internetbankverbindung. Die glei-

chen Vorgänge dauern bei traditionellen Banken Tage oder Wochen. Vernon Hill spricht von „Instant Delivery“ – der sofortigen Erfüllung des Kundenwunsches vor Ort.

Ohne Zweifel schätzen Kunden das Angebot. Unsere Beobachtungen decken sich mit den Wachstumszahlen:

Jahr	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Filialen	4	10	15	24	31	40
Kundeneinlagen (£Mio)	18	152	576	1314	2867	5108
<i>Jährl. Wachstum</i>		749%	280%	128%	118%	78%
Anzahl Konten	9000	48000	136000	275000	447000	655000
<i>Jährl. Wachstum</i>		433%	183%	102%	63%	47%

Das Wachstum der Kundeneinlagen ist enorm und umso beachtlicher, wenn man Folgendes bedenkt: Die Bank macht keine Werbekampagnen. Im letzten Jahr betragen die Kosten für das Marketing lediglich GBP 3,5 Mio. Die Bank macht auch keine Lockangebote und offeriert keine Wechselprämien. 27% der Einlagen sind zinslos (Branchendurchschnitt ist 16%). Die Bank konkurriert auch nicht über den Preis. Die durchschnittlichen Zinsaufwendungen für die Kundeneinlagen lagen bei vergleichsweise niedrigen 0,82% (20bps unter dem 12-Monats Libor).

Elemente eines „great business“

Offenbar funktioniert das Konzept genau wie damals in den USA. Die Stores bilden die Anlaufstelle für interessierte potenzielle Kunden. Dort machen sie eine erste, sehr positive Erfahrung, die sie veranlasst, ein Konto bei der Metro Bank zu eröffnen. Als neuer Kunde erhalten sie dann weitere positive Eindrücke beim Nutzen aller Kanäle (Internet, Mobile, Telefon). Auch wenn sie die Filiale vielleicht gar nicht mehr besuchen, verschieben sie immer mehr Einlagen auf die Bilanz der Metro Bank, und diese günstigen Kundeneinlagen geben der Bank einen (Funding-)Kostenvorteil. So muss die Bank bei der Anlage der Mittel (u.a. im Kreditgeschäft) keine großen Risiken eingehen, um eine ausreichende Zinsmarge zu erwirtschaften.

Die Metro Bank erinnert uns an das Muster eines „Outsiders“. Im Retail-Banking beobachten Manager, Analysten und Investoren traditionell die Cost-Income-Ratio. Ein niedriges Verhältnis signalisiert hohe Effizienz und Produktivität, und darum versuchen alle Manager Kosten zu sparen, indem sie den teuersten Distributionskanal – die Bankfiliale – durch einen billigeren, elektronischen ersetzen. Die Metro Bank ignoriert diese Steuerungskennzahl und konzentriert sich stattdessen auf Kundenservice. Damit setzt sie sich von der Konkurrenz ab. Sie konkurriert um solche Kunden, die auf Qualität, Service und Bequemlichkeit setzen und akzeptiert, dass preissensitive Kunden bei anderen Banken besser aufgehoben sind.

Hat das Unternehmen Markteintrittsbarrieren?

Um die Wettbewerbssituation besser zu beurteilen, hat Matthias Riechert zusammen mit Heinz-Jörg Reichmann Filialen besucht und Mitarbeiter befragt. Reichmann ist Vorstandsvorsitzender einer Sparkasse in Nordrhein-Westfalen und versteht die Details des Kundengeschäfts. Er erkannte, dass die richtige Selektion und Schulung der Mitarbeiter essentiell für den Erfolg des Konzepts ist. Reichmann: „*Es wäre unmöglich, das Konzept mit klassischen Bankangestellten umzusetzen.*“ Tatsächlich werden Filialmitarbeiter über einen mehrstufigen Prozess selektiert und durch Kurse und Events in die Kultur eingeführt. Ihre Zielvorgabe richtet sich nur nach der Qualität ihres Kundenservices. Gemessen wird dies u.a. durch den Net Promoter Score, der aktuell bei 80 liegt. (Zum Vergleich: Apple 62, Barclays 35, HSBC 7, Lloyds -0,¹.)

Um mit der Metro Bank im Kundenservice konkurrieren zu können, müssten klassische Banken eine völlig neue Unternehmenskultur mit neuen Mitarbeitern, neuen Wertvorstellungen und neuer IT schaffen. Das ist für die bestehenden Banken de facto unmöglich. Vernon Hill: „*Es ist einfacher eine neue Bank zu gründen, als eine alte zu reparieren.*“

Eine Bedrohung kann folglich nur aus den Kreisen neuer Anbieter kommen. Hierzu zählen First Direkt, eine Online-Tochter der HSBC, Virgin Money und diverse andere Startups, die allesamt auf reine Online-Kanäle setzen. Die Metro Bank setzt als einzige auf alle Kanäle (Hill: „Warum gibt es Apple Stores?“). Wir sind gespannt auf neue Konzepte, erkennen aber hohe Eintrittsbarrieren, insbesondere in Form von regulatorischen Anforderungen, Skaleneffekten und Reputation (Vertrauen).

Bewertung

Eine gute Bank erwirtschaftet eine dauerhaft positive Zinsmarge zwischen kurzfristigen Kundeneinlagen und langfristiger Kreditvergabe. Eine *richtig* gute Bank schafft es zudem, das investierte Kapital langfristig zu steigern. Wir halten es für wahrscheinlich, dass dies bei der Metro Bank über viele Jahre der Fall sein wird. So startete im Jahr 2001 die Commerce Bank mit einem ähnlichen Konzept in New York. Innerhalb von 5 Jahren eröffnete sie dort 225 Stores und sammelte \$24 Mrd. Kundengelder ein. Im Vergleich dazu verläuft das bisherige Wachstum der Metro Bank in London noch steiler. Aufgrund unserer Beobachtungen halten wir daher auch die von CEO Craig Donaldson ausgegebenen Zielmarken für erreichbar: Bis 2020 will er £27,5 Mrd. Einlagen einsammeln, die er dann zu einer Spanne von 3% anlegt.

¹ Quelle: <https://site.voxpopme.com/2014/07/15/uk-brand-net-promoter-score-tracker/>

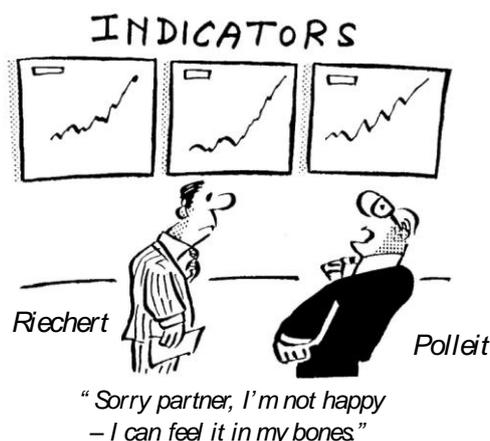
Schwieriger ist die Prognose hinsichtlich der Zinsspanne. Sollten die Zinsen auch in Großbritannien soweit verzerrt werden wie in der Eurozone, würde dies den Funding-Vorteil der Metro Bank zumindest vorübergehend schmälern, weil Negativzinsen nur schwer an Kunden weiterzugeben sind. Aktuell beträgt die Zinsspanne 200bps. Nimmt man Provisionserträge hinzu, so liegt der Bruttoertrag bei 251bps. Wir sehen die Ertragsaussichten trotzdem positiv und zwar aus folgenden Gründen: Das Kreditgeschäft mit Privat- und Geschäftskunden befindet sich noch im Aufbau. Damit gibt es deutliches Verbesserungspotenzial für den Anlagezins (aktuell liegt er bei 2,82%). Ferner arbeitet die Bank an Kooperationen mit Drittanbietern, beispielsweise im Vermögensmanagement, und wird damit die Provisionserträge steigern können. So konnte damals die Commerce Bank den Bruttoertrag um 150 bis 240bps durch Provisionen und sonstige Erträge erhöhen. Und sollten ferner die Zinsen doch einmal angehoben werden, ergäbe das zusätzlichen Rückenwind.

Wir wissen nicht, wo der Kurs der Metro Bank am Ende des Jahres stehen wird. Aber wir meinen, viele Hinweise gefunden zu haben, die daraufhin deuten, dass Metro Bank in 5 bis 10 Jahren ein Vielfaches des heutigen Preises wert sein wird. Der aktuelle Preis unterschätzt das Wachstumspotenzial.

Im Juni haben wir die Brexit-Panik genutzt und Aktien der Metro Bank gekauft. Mittlerweile macht die Position etwa 6% des Fonds aus, und der Einstiegspreis beträgt £18,40 pro Aktie. Freuen Sie sich mit uns über unser neues Investment – eine Bank!

Zeichen einer guten Partnerschaft

Warren Buffett sagte einmal „Regen vorherzusagen zählt nicht. Was zählt, ist eine Arche zu bauen.“ Wir liefern Ihnen beides: Polleit sagt Krisen vorher, und Riechert findet hohe Renditen.



Wir bedanken uns bei allen, die sich die Zeit genommen haben, unseren Brief zu lesen – und ganz besonders bei unseren Investoren für Ihr Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Thorsten Polleit
Königstein i. T.



Matthias Riechert
London



Polleit & Riechert
Investment Management LLP

Norfolk House
31 St James's Square
London SW1Y 4JJ

www.polleit-rieichert.com
Limited Liability Partnership
Partnership No. OC377772
Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships.
Authorised and regulated by the FCA.

Disclaimer

Dieses Dokument richtet sich an unsere Investoren und ist nicht für die breite Öffentlichkeit bestimmt. Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP wider. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP 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 Polleit & Riechert Investment Management LLP 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.