

Brief an Investoren

2. Halbjahr 2016



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

19. Januar 2017

Sehr geehrte Investoren,

2016 war ein gutes Jahr für alle Investoren des P&R REAL VALUE Fonds. Ihr Fondsvermögen ist nach Gebühren um +18,5% gestiegen.

Jahr	<u>Jährliche Veränderung in Prozent¹</u>		
	P&R REAL VALUE	Aktien Welt Index	Gold Index
2013	6.8%	19.5%	-30.5%
2014	13.9%	18.0%	12.8%
2015	13.2%	8.0%	-2.1%
2016	18.5%	8.6%	12.2%
Annualisierte Rendite	13.0%	13.1%	-3.7%
Gesamtrendite	63.1%	64.1%	-14.2%

Der Aktien-Welt-Index legte um +8,6% zu, und damit haben Sie eine Outperformance von 9,9 Prozentpunkten erzielt. Zum Vergleich: Der Dax Index kletterte um +6,9% und Gold (in Euro gerechnet) um +12,2%.

Seit dem Start liegt die durchschnittliche annualisierte Rendite des P&R REAL VALUE bei 13,0% und nahezu gleichauf mit der des Aktien-Welt-Indexes. Sie ist deutlich besser als die Rendite des Dax (+10,2%) und die von Gold (-3,7%). Wir überlassen es Ihnen, unsere Performance mit der von anderen aktiven Aktienfonds zu vergleichen.

Das gute Jahresergebnis wurde vor allem durch unsere Investments erzielt, die wir Ihnen in den letzten beiden Investorenbriefen erläutert haben. Hierzu zählen Energy Assets, World Acceptance, Metro Bank und Call Optionen

¹Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen in Höhe von 0,20 Euro pro Fondsanteil. Fondsstart war der 27.12.2012. Die Jahresperiode startet und endet jeweils am 30. Dezember. Als Basis für den Aktien Welt Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR verwendet. Als Basis für den Gold Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

auf Berkshire Hathaway, die sich um +97% verteuerten, während die Berkshire-Aktie in demselben Zeitraum „nur“ um +26% anstieg. Die Kurse unserer beiden größten Positionen Cimpres und Credit Acceptance sind im letzten Jahr in etwa mit dem Markt angestiegen und Kursverluste entstanden bei kleineren Positionen, die unter der Pfund-Schwäche litten. Das Britische Pfund verlor 14% und der US Dollar gewann 3,4% gegenüber dem Euro. Wir haben keine Währungsabsicherungen vorgenommen.

Der P&R REAL VALUE hält zum Jahresende 13 Positionen in Aktien und Call Optionen, die 91,3% des Fondsvermögens ausmachen. Als Reserve halten wir 5,4% in Cash sowie 3,3% in einem Zertifikat mit Anbindung an Gold. 64,5% des Portfolios sind in US-Dollar-Werten investiert, 20,1% in Britischen-Pfund-Werten und 6,8% in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds betrug 22 Mio. Euro.

Wie entwickeln sich unsere Unternehmen?

Credit Acceptance hat auch im letzten Quartal die Serie von Gewinnsteigerungen von mehr als 20% pro Jahr fortgesetzt. Dennoch handelt die Aktie auf einem KGV von lediglich 13. Nach Auffassung der Skeptiker befindet sich der Finanzierungsmarkt für Autos in einer Blase und wird, wie der Häusermarkt in der Finanzkrise, zu hohen Verlusten bei Firmen wie Credit Acceptance führen.

Um diese Meinung zu überprüfen, hat Matthias Riechert eine Subprime-Auto-Financing Konferenz in Las Vegas besucht. Dort zeigten Teilnehmer und Vortragende keine Anzeichen einer überschwänglichen Irrationalität, sondern vielmehr Vorsicht und hohes Risikobewusstsein (wie ein Kind am Ofen, nach dem Anfassen der heißen Kochplatte). Es ist richtig, dass die Ausfallraten seit den Tiefständen langsam ansteigen, und dass der weiterhin hohe Wettbewerb zu niedrigen Margen führt. Aber der Anteil von Subprime Krediten am Neugeschäft ist stabil, es gibt keine Verschlechterung der Sicherheitsanforderungen, und Private Equity Firmen und Banken haben die Refinanzierung bereits erheblich eingeschränkt.

Viel wichtiger als die Markteinschätzung waren die Gespräche mit Kunden und Konkurrenten von Credit Acceptance. Sie bestätigten, dass unsere Firma durch die besondere Nischenposition besser geschützt ist als andere Kreditgeber. Höhere Ausfallraten mögen den Barwert des Kreditbestands reduzieren, aber im Gegenzug wird das Unternehmen schnell von höheren Margen im Neugeschäft profitieren können. Credit Acceptance ist nach wie vor deutlich mehr wert als der gegenwärtige Börsenpreis. Die niedrige Kursbewertung hat paradoxerweise Vorteile, denn sie erlaubt Credit Acceptance wertsteigernde Aktienrückkäufe, die den Investoren zugute kommen, die langfristig denken.

—

Der Kurs der Metro Bank ist seit unserem Einstieg im Juni 2016 um 54% (in Euro) gestiegen. Auch der intrinsische Wert hat seitdem zugelegt, weil sich der Spread zwischen den zwei- und zehnjährigen Renditen in Großbritannien von etwa 65 auf 125 Basispunkte ausgeweitet hat. Das hat positive Auswirkungen auf die Nettozinsmarge der Bank.

Allerdings beruht unsere Investmentthese hauptsächlich darauf, dass die Bank weiterhin wächst und dabei eine dauerhaft hohe Qualität des Service sicherstellt. Um dies zu testen, haben wir Studenten der London Business School auf eine *Mystery Shopping Tour* entsandt. Ihre Eindrücke waren gut – aber nicht so gut wie es der eigene Anspruch der Bank erwarten ließ (siehe das Buch „Fans not Customers“ vom Gründer Vernon Hill). Dies kann ein Indiz für Schwierigkeiten sein, Wachstum mit hoher Qualität im Kundenservice unter einen Hut zu bringen. Wir leiten unsere Erkenntnisse an das Management weiter und hoffen, dadurch weitere Einblicke zu gewinnen. Die veröffentlichten Zahlen zum Jahresende zeigen anhaltend phänomenales Kundenwachstum. Darum ist das Verhältnis zwischen Preis und Wert immer noch ausreichend positiv.

Der Börsenkurs von World Acceptance hat sich seit unserem Kauf verdoppelt, obwohl keine Neuigkeiten zu den Ermittlungen der CFPB veröffentlicht wurden. Wir werten die lange Wartezeit als ein gutes Zeichen, denn wenn es dringenden Handlungsbedarf gegeben hätte, wäre die Behörde vermutlich längst eingeschritten. Wir verfolgen die Neuigkeiten um die CFPB und sehen Indizien für ein abnehmendes regulatorisches Risiko. Die Aktie ist deshalb auch mit einem KGV von 7 immer noch billig.

Zwei neue Investments

Beim Untersuchen von Unternehmen ist auch uns vor einiger Zeit die Erleuchtung gekommen: Hervorragende Investmentgelegenheiten sind nicht Firmen mit hoher Dividendenrendite, sondern solche, die Cashflows zu hohen Renditen reinvestieren können. Wal-Mart in den 1980ern ist ein Paradebeispiel für profitables *organisches* Wachstum. Andere Firmen erzeugen den Zinseszinsseffekt durch *akquisitorisches* Reinvestieren (wie zum Beispiel Berkshire Hathaway). Um hier die Spreu vom Weizen zu trennen, haben wir die Charaktereigenschaften von erfolgreichen und von desaströsen Unternehmensgeschichten untersucht. (Vielen Dank an unseren Praktikanten Dhiren Joshi für die Mitarbeit an dem Projekt). Nach intensivem Research haben wir zwei Kandidaten mit sehr guten Charaktereigenschaften gekauft.

Constellation Software

Die kanadische Firma akquiriert systematisch kleine Softwarefirmen. Sie wird von CEO Mark Leonard geführt, der als interner Lehrmeister das Wis-

sen um gute Kapitalallokation und Kultur an die Manager seines Firmenportfolios weitergibt. Die operativen Firmen generieren stetige, wiederkehrende Umsätze von Kunden, die die Software in ihren Arbeitsablauf integrieren und deshalb nur mit hohen Wechselkosten zur Konkurrenz wechseln können. Zum Aufrechterhalten der Umsätze ist wenig Kapital erforderlich, und die freien Cashflows können so in neue Akquisitionen investiert werden. Wo andere Firmen angeln, fischt Mark Leonard und sein Team mit Netzen. In den letzten zehn Jahren hat er über 211 kleine Firmen dazugekauft und sie mithilfe eines dezentralen Systems auf Effizienz getrimmt. Weil er meist am unteren Rand fischt, liegen die Kaufpreise bei 3-4x Ebit. Das Ergebnis für Aktionäre ist ein Zinseszinsseffekt *par excellence*.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Op. Gewinn nach Steuern	48	64	86	124	125	164	244	312
Akquisitionen	71	42	83	46	138	523	122	249
Free Cash Flow (nach Akq.)	-23	22	3	78	-14	-359	122	63
Reinvestment Rate	149%	66%	97%	37%	111%	320%	50%	80%

Constellation Software: Durchschnittlich wurden 113% der operativen Gewinne in Akquisitionen reinvestiert. Quelle: Eigene Berechnungen

Auch wenn der Fluch des Erfolges immer größere Investments erfordert, glauben wir, dass die Phase des profitablen Wachstums länger andauern wird als erwartet. Für uns langfristige Investoren ist die Kombination aus Wachstum, hohen Eigenkapitalrenditen und großartigem Management mehr wert als der Kaufpreis von etwa 23x adjustiertem Gewinn. Wir haben deshalb eine mittelgroße Position zu aktuellen Preisen aufgebaut.

Judges Scientific

Judges Scientific (kurz Judges) ist eine britische Firma mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. GBP. Der Gründer und CEO ist David Cicurel, ein vertrauenswürdiger, umsichtiger Kapitalallokator. Cicurel hält 19% Anteile an der Firma und bezahlte sich im letzten Jahr ein CEO-Gehalt von lediglich 120 Tsd. GBP plus Bonus von 40 Tsd. GBP. Er denkt und handelt im Sinne der Aktionäre. Judges investiert in kleine Spezialfirmen, die Messinstrumente für wissenschaftliche Anwendungen herstellen und aufgrund ihrer Nischenposition über hohe Eintrittsbarrieren verfügen. In diesem Segment gibt es tausende von kleinen, eigentümergeführten Firmen, für die Judges eine langfristig gute Nachfolgelösung anbieten kann. Genau wie Constellation sucht auch Judges nach sehr kleinen Kandidaten mit Kaufpreisen um 3-5x Ebit. Zusammen mit organischem Wachstum erwachsen daraus operative Kapitalrenditen von über 30%, die über die Zeit zu erheblichem Gewinnwachstum führen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Free Cashflow (vor Akq.)	0.8	1.4	1.2	2.8	3.8	1.6	5.5	6.0
Akquisitionen	0.0	1.0	0.8	3.0	6.6	11.6	0.5	7.5
Dividenden	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1.2	1.4
Reinvestment Rate	0%	75%	68%	104%	177%	731%	9%	124%

Judges Scientific: Im Durchschnitt wurden 160% der operativen Cashflows reinvestiert. Quelle: Eigene Berechnungen

Im letzten Jahr gab es eine Nachfragedelle, die den Kurs der Aktie um 50% korrigieren lies. Wir haben die Schwäche genutzt und zu GBP 13.80 gekauft, was etwa einem KGV von 14 entspricht.

► [Für mehr Details: Präsentation "In search of the next big elephant"](#)

Mr. Market und die Regulation

Die europäischen Aufsichtsbehörden schreiben uns vor, wie wir unser Portfolio aufteilen sollen und wann wir unsere Investments bei Kursschwankungen verkaufen müssen. Wenn wir uns nicht in dieses Korsett zwingen lassen, dann wird unser Fonds als „risikobehaftet“ gekennzeichnet und der Vertrieb eingeschränkt. Als Value Investor wollen wir aber gerade in Zeiten hoher Volatilität günstig kaufen können, so wie beispielweise nach dem Brexit-Votum.

Damit wir künftig mehr Spielraum in solchen Phasen haben, akzeptieren wir eine Veränderung der Risikoklassifizierung des P&R REAL VALUE Fonds von *wachstumsorientiert* in *spekulativ*. In Kürze wird Ihnen deshalb eine Mitteilung Ihrer depotführenden Bank zukommen, mit der Sie über die Änderung informiert werden.

An der Art und Weise, wie wir investieren, wird sich nichts ändern. Tatsächlich, so sind wir überzeugt, ist für langfristige Investoren der Kauf von guten Unternehmen zu günstigen Preisen weit weniger *spekulativ* ist als der Kauf von Bundesanleihen mit negativer Verzinsung, die hingegen als *sicherheitsorientiert* klassifiziert werden.

Wenn Sie Fragen hierzu haben, melden Sie sich gerne bei uns.

Wir bedanken uns bei unserer Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxembourg) S.A. für die umsichtige Betreuung, insbesondere für die Umsetzung aller regulatorischen Anforderungen. IPConcept gibt Ihnen als Alternative Fund Manager Sicherheit, dass Ihr Kapital im P&R REAL VALUE Fund gut aufgehoben ist. So können wir uns als Anlageberater des Fonds voll auf Research und das Erarbeiten von Anlageempfehlungen konzentrieren.



Das Brexit-Votum und die Trump Wahl haben anschaulich gezeigt: Kurzfristige Marktprognosen sind meist Unsinn. Selbst wenn ein Akteur den Wahlausgang gekannt hätte, so hätte er vermutlich die anschließende Reaktion des Marktes falsch eingeschätzt. Es gibt Dinge, die kann man nicht vorhersehen.

Wir legen Ihr Geld weiterhin in gute Unternehmen an, denn das ist auch in Zeiten von politischer Unsicherheit langfristig am sichersten. Wir freuen uns auf das fünfte Jahr unseres Fonds und bedanken uns für Ihr Vertrauen.

Herzlichst,

Thorsten Polleit
Königstein i. T.

Matthias Riechert
London

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

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

Internet: 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

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.