

BERICHT DES FONDSMANAGERS 2024

Nielsen – Global Value



2024: Geduld und Untätigkeit!



NIELSEN CAPITAL MANAGEMENT

FONDSMÆGLERSELSKAB A/S

Liebe Investoren und Partner,

der Fonds hat im Berichtsjahr mit einer durchschnittlichen Aktienquote von 98,30 % ein Plus in Höhe von 29,54 % während der MSCI-Welt-Index EUR (MSCI) ein Plus in Höhe von 26,60 % erzielt hat. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite des Fonds 9,91 %, während der MSCI im gleichen Zeitraum um 12,77 % p. a. gestiegen ist. Ende Dezember hatte der Fonds eine Liquiditätsquote in Höhe von 2,63 %.

| Jahr | Rendite Nielsen - Global Value | Durchschn. Aktienquote | Rendite MSCI |
|------|--------------------------------|------------------------|--------------|
| 2024 | 29,54 % | 98 % | 26,60 % |
| 2023 | 19,67 % | 97 % | 19,60 % |
| 2022 | -21,44 % | 97 % | -12,78 % |
| 2021 | 28,97 % | 96 % | 31,07 % |
| 2020 | 31,66 % | 92 % | 6,33 % |
| 2019 | 26,71 % | 79 % | 30,02 % |
| 2018 | -16,37 % | 66 % | -2,19 % |
| 2017 | 1,77 % | 59 % | 18,48 % |
| 2016 | 1,52 % | 54 % | 9,00 % |
| 2015 | 7,68 % | 63 % | 2,08 % |
| 2014 | 6,87 % | 63 % | 9,81 % |
| 2013 | 19,61 % | 65 % | 28,87 % |
| 2012 | 19,41 % | 84 % | 15,71 % |
| 2011 | -9,03 % | 86 % | -5,49 % |
| 2010 | 4,77 % | 85 % | 10,01 % |
| 2009 | 24,94 % | 73 % | 25,73 % |
| 2008 | 4,43 % | 60 % | 4,65 % |
| p.a. | 9,91 % | | 12,77 % |

Korrigiert um den Liquiditätsanteil haben unsere Aktieninvestments einen Ertrag von 478 % (nach Abzug der Kosten) im Vergleich zu den 550 % des MSCI erzielt. Der Fokus liegt selbstverständlich weiterhin auf der Maximierung der durchschnittlichen Jahresrendite des gesamten Fondsvermögens.

Zwei strategischen Entscheidungen - seit 2019 vor allem in unterbewertete Qualitätsunternehmen und nur in Ausnahmefällen in gewöhnliche Unternehmen zu investieren sowie seit März 2020 voll investiert zu sein - haben dazu geführt, dass der Fonds mit einer Rendite in Höhe von 15,67 % p. a. seinen Referenzindex mit 12,96 % seit Anfang 2019 deutlich hinter sich gelassen hat.

Hausregeln

Diejenigen von Ihnen, die sich seit einigen Jahren mit uns beschäftigen, sind zweifellos müde, unsere wiederholten Verweise auf die "Hausregeln" zu hören, und können zum Abschnitt über Zeitarbitrage springen. Gerade in diesen unsicheren Zeiten ist es u. E. wichtig an die Regeln zu erinnern. Ab nächstem Jahr versprechen wir, sie auf die Rückseite des Investorenbriefs zu setzen. Los geht's...

Langfristige Renditen hängen von zwei Schlüsselementen ab:

- Wachstum des inneren Geschäftswerts des Unternehmens.
- Verengung des Discounts zwischen dem Marktwert und dem inneren Geschäftswert.

Über einen längeren Zeitraum entspricht das Wachstum des inneren Unternehmenswerts der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) des Unternehmens. Kann das Unternehmen 100% seiner Rendite zu einem hohen ROIC reinvestieren, führt dieser Zinseszinsseffekt zu einer erheblichen Wertsteigerung. Langfristig wird der Aktienkurs des Unternehmens tendenziell den ROIC widerspiegeln.

Folglich werden Qualitätsunternehmen mit einem hohen ROIC gegenüber gewöhnlichen Unternehmen mit durchschnittlichem oder niedrigem ROIC bevorzugt.

Im Laufe der Zeit schwankt der Aktienkurs des Unternehmens um den inneren Geschäftswert des Unternehmens. Wenn Sie mit einem Abschlag investieren, erhöht sich die Rendite der Investition, da dieser Abschlag eliminiert wird. Umgekehrt wirkt sich eine Prämie auf den inneren Geschäftswert negativ auf die Rendite aus. Über eine verlängerte Haltedauer beeinflusst dieser Abschlag bzw. diese Prämie die Rendite weniger als der ROIC des Unternehmens, da sich die Diskonterhöhung bzw. der Prämienabzug über mehrere Jahre verteilt. Daher wird der ROIC für die Rendite der Investition auf lange Sicht von größter Bedeutung sein.

Bei Investitionen in gewöhnliche Unternehmen mit einem durchschnittlichen oder niedrigen ROIC wirkt sich ein erheblicher Abschlag und dessen Beseitigung innerhalb eines kurzen Zeitrahmens also deutlich auf die Rendite aus. Das Portfolio kann sowohl aus gewöhnlichen als auch aus Qualitätsunternehmen bestehen. Bei Investitionen in gewöhnliche Unternehmen wird das Zeitelement viel kritischer. Auch wenn wir durchaus in gewöhnliche Unternehmen investieren, bevorzugen wir Unternehmen mit einem hohen ROIC. Alle Investitionen tätigen wir vorzugsweise mit einem Abschlag und mit einem deutlich größeren Abschlag für gewöhnliche Unternehmen.

Nach unserer Einschätzung wurden alle Unternehmen im Fonds mit einem deutlichen Abschlag im Vergleich zum inneren Geschäftswert erworben.

Unter der Annahme, dass unsere Analysen richtig sind, weist der Fonds im Vergleich zum Marktwert einen hohen intrinsischen Geschäftswert auf, was Vertrauen in seine zukünftige Performance schafft.

Disziplin und Psychologie

Wir haben in früheren Berichten erklärt, dass wir als langfristige Investoren von nicht gehebelten Aktienportfolios große Kursschwankungen nicht als Ausdruck eines wesentlichen Risikos betrachten. Der Zeitraum zwischen der Erstinvestition und dem Tag, an dem die Position verkauft wird, kann voll von Kursaufschwüngen und -abschwüngen sein. Es geht jedoch nicht um die Preisschwankungen, sondern darum, dass zum Zeitpunkt des Verkaufs eine zufriedenstellende durchschnittlichen jährlichen Rendite herausgekommen ist. Die Risiken liegen in den drei folgenden betriebswirtschaftlichen Beurteilungen:

1. Ob die Analyse der zukünftigen Kapitalrendite, des freien Cashflows und der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens richtig ist.
2. Ob ein zu hoher Preis für das einzelne Unternehmen bezahlt wurde.
3. Ob wir die Zeit falsch einschätzen, die für gewöhnliche Unternehmen benötigt wird, bis die Differenz zwischen Geschäftswert und Marktwert beseitigt ist.

Der österreichisch-amerikanische Unternehmensberater, Denker und Autor Peter Drucker hat es auf den Punkt gebracht: "Das Einzige, was wir über die Zukunft wissen, ist, dass sie anders sein wird."

Wenn wir mit unserer Analyse des Geschäftswerts eines der Portfoliounternehmen wesentlich falsch liegen, werden wir nicht zögern, die Aktien des Unternehmens zu veräußern, auch wenn dies mit Verlust geschieht. Disziplin ist ein wichtiges Fundament unseres Investmentgeschäfts.

Die Psychologie ist ein weiteres wichtiges Fundament unserer Investmentstrategie. In der Vergangenheit haben wir oft (zu) früh in ein Unternehmen investiert, das wir attraktiv fanden. Dabei bevorzugten wir es, eine Anfangsinvestition zu tätigen und die Position nach und nach aufzustocken, sobald der Markt die Aktien des Unternehmens weiter fallen lässt.

Beispiele hierfür sind die früheren Beteiligungen des Fonds an der Zooplus AG sowie die aktuellen Beteiligungen an Danske Bank A/S und JD.com. Im Gegensatz dazu hatten wir bei Heico, Corp. nicht die Möglichkeit nach der Erstinvestition weitere Aktien zu addieren, da die Aktien schnell wieder begannen zu steigen. Bei Danske Bank A/S und JD.com führten die fallenden Aktienkurse nach der Erstinvestition zu einem höheren Discount im Verhältnis zum Geschäftswert. Daraus ergaben sich hervorragende Möglichkeiten für Zukäufe mit immer höherem Wert pro investierten Euro.

Darin liegt auch der psychologische Aspekt. Dadurch, dass eine Investitionsthese immer wieder neu analysiert und getestet werden muss, wird der Einblick in die Unternehmen ständig herausgefordert. Mit anderen Worten, wir versuchen, der Anwalt des Teufels für unsere eigenen Thesen zu sein.

Stellen wir fest, dass die Analyse des Geschäftswerts eines Unternehmens richtig ist, ist es wichtig, sich nicht von fallenden Kursen beeinflussen zu lassen, was andere Marktteilnehmer denken oder was der Markt oberflächlich signalisiert. Das ist oft leichter gesagt als getan, da das oben Gesagte die Position psychologisch in Frage stellt, aber man muss standhaft bleiben.

Zeitarbitrage

Wir möchten einen Schlussstrich unter die beiden vorangegangenen Unterabschnitte ziehen und einen Moment auf das Konzept eingehen, das wir als Zeitarbitrage bezeichnen. Damit eine Investitionsmöglichkeit als attraktiv eingestuft werden kann, müssen sowohl das zugrunde liegende Unternehmen als auch der Abschlag zwischen seinem Marktwert und seinem inneren Geschäftswert interessant sein.

Wir haben eine Fokusliste mit hochwertigen Unternehmen, die wir für interessant halten. Die Basis für das Investieren ist gelegt, wenn die Differenz zwischen Marktwert und inneren Geschäftswert ausreichend hoch ist.

Sobald diese Voraussetzung erfüllt, beginnen wir zu investieren. Der Marktpreis kann jedoch weiter sinken, in diesem Fall stocken wir die Position weiter auf und senken so den Durchschnittspreis der Investition. Es wäre selbstverständlich ideal, dies besser zu timen, aber kurzfristige Marktbewegungen können sich vom langfristigen inneren Geschäftswert unterscheiden. Das ist es, was wir als Zeitarbitrage bezeichnen!

Während sich der Markt in der Regel auf kurzfristige Ziele konzentriert, konzentrieren wir uns ausschließlich auf die sehr langfristige Perspektive. Generell fällt es schwer, vorherzusagen, wie sich der Aktienkurs eines Unternehmens kurzfristig entwickeln wird, aber es ist oft einfacher einzuschätzen, wie sich der Unternehmenswert langfristig entwickeln wird. Wir sind bereit, kurzfristig tiefere Renditen in Kauf zu nehmen, um eine stärkere aufgezinste jährliche Rendite zu erzielen; das ist Arbitrage in der Zeit. Gute Beispiele dafür sind sowohl aktuelle als auch vergangene Investitionen wie Admiral Group, Danske Bank A/S, Zooplus AG und JD.com, bei denen die durchschnittliche jährliche Rendite im ersten Jahr niedriger war als die durchschnittliche jährliche Rendite vier bis fünf Jahre später. Diese wenigen Beispiele können nur anekdotisch sein, aber über viele Jahre als Fondsmanager ist das ein wiederkehrendes Thema.

Das Konzept der "Aktienrenditekurve" fasst diese Denkweise besonders gut zusammen. Die Aktienrenditekurve adaptiert das traditionelle Konzept der Anleiherenditekurve auf Aktien. Traditionell veranschaulicht eine Zinsstrukturkurve die Schwankungen der Renditen von Anleihen gleicher Kreditqualität, aber mit unterschiedlichen Laufzeiten.

In der Regel steigen die Anleiherenditen mit längeren Laufzeiten, da die Anleger einen Ausgleich für das Risiko künftiger Inflation verlangen. Im Kontext von Aktien kann die Aktienrenditekurve als im Laufe der Zeit steigende Aktienrenditen verstanden werden, was Geduld belohnt. Hier kommt der Zinseszins-effekt ins Spiel.

Da die durchschnittliche Haltedauer von Aktien seit den 1960er Jahren deutlich gesunken ist, sind die Umschlagsraten in Aktienportfolios stark gestiegen. Die Medien leben von Drama und Klicks, während Banken von Drama und Kursbewegungen profitieren. Die Welt ist zunehmend kurzfristig geworden, wobei sich die meisten Menschen auf das Kurzfristige konzentrieren, während wir einen langfristigen Ansatz verfolgen möchten.

Der erfolgreiche Investor Nick Sleep hat dies treffend beschrieben:

Unsere Konkurrenten handeln Aktien am kurzen Ende der Aktienrenditekurve dort, wo die Konkurrenz am größten ist, und wir investieren am langen Ende, wo der Wettbewerb am geringsten ist. Wir antworten auf völlig unterschiedliche Reize.

Untätigkeit

Wie Sie, meine Mitinvestoren, wissen, bevorzugen wir ein konzentriertes Portfolio hochwertiger Unternehmen, die in der Lage sind, über viele Jahre hinweg hohe Renditen auf das investierte Kapital zu erzielen. Die Disziplin liegt darin, der Versuchung zum Verkauf geduldig zu widerstehen.

Mit anderen Worten, Untätigkeit zu üben. Auf diese Weise werden es die Unternehmen selbst sein, die Werte schaffen und für den Fonds arbeiten. Viele Anleger sind in der Lage, solche Unternehmen zu identifizieren, aber die Disziplin liegt darin, darauf zu warten, dass ihre Marktwerte attraktiv werden, bevor sie investieren. Deshalb ist Untätigkeit eine Tugend.

Über lange Zeiträume hinweg wird die Kapitalrendite der Unternehmen das Wachstum ihrer inneren Geschäftswerte vorantreiben, was sich wiederum in ihren Marktwerten widerspiegeln wird. Die Marktwerte neigen jedoch dazu, auf dem Weg dorthin viel stärker zu schwanken.



Was in der Theorie einfach klingen mag, ist in der Praxis schwierig, da Qualitätsunternehmen selten das erreichen, was wir als attraktive Marktbewertungen definieren. Also, in der Zwischenzeit: Geduld und Untätigkeit!

Natürlich keine Regel ohne Ausnahme! Wenn wir nicht in der Lage sind, qualitativ hochwertige Unternehmen zu attraktiven Preisen zu finden oder offensichtliche Investitionsmöglichkeiten übersehen (was von Zeit zu Zeit passiert ist), schließen wir eine Investition in ein gewöhnlicheres Unternehmen nicht völlig aus, vorausgesetzt, wir erkennen eine überzeugende Geschäftsmöglichkeit. In solchen Fällen muss ein außerordentlich großer Abschlag zwischen dem Marktwert und dem inneren Geschäftswert bestehen.

Diese Investitionen neigen dazu, stärker auf andere Faktoren zu setzen, wie etwa eine Multiplikatorerhöhung, sobald die vorübergehenden Herausforderungen des Unternehmens nachlassen oder vollständig verschwinden.

Man könnte sagen, dass bestimmte zukünftige Ereignisse eintreten müssen, damit der Markt das Unternehmen wieder genauer bewertet. Sobald diese Investitionen getätigt sind, ist auch hier eine Zeit der Inaktivität erforderlich.

Alles in allem müssen wir uns in Zurückhaltung üben, still sitzen und den Einfluss äußerer negativer Faktoren vermeiden. Dazu gehören geopolitische oder makroökonomische Prognosen, die Notwendigkeit, in jeder Situation entschlossen zu sein, oder das Gefühl, eine Meinung zu den starken Kursbewegungen in einzelnen Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt haben zu müssen. Inaktivität ist eine aktive Entscheidung.

Portfolioaktivitäten

Aktuell sind 26 Unternehmen im Fonds. Die Top-5-Positionen machen 37,23 % des Portfolios aus. Bei so wenigen Unternehmen kann die Rendite des Fonds auch über längere Zeiträume deutlich von den von MSCI gemessenen allgemeinen Aktienmärkten abweichen.

Aufgrund eines solchen konzentrierten Portfolios haben die Kurssteigerungen der größten Positionen die „5-10-40% - Regel“ auch im Jahr 2024 gebrochen.

Die Regel besagt, dass der Fonds nicht mehr als 10 % des Fondsvermögens an einer Position halten darf und der Gesamtwert der Investitionen, die 5 % übersteigen, 40 % des Fondsvermögens nicht übersteigen dürfen.

In diesem Fall wird das Portfolio angepasst, was auch bedeutet, dass die einzelne Investition auf lange Sicht leider nicht vollständig zur Fondsrendite beitragen kann. Ohne diese Regel wäre der Performancebeitrag des US-Hypothekenfinanzierers Fannie Mae, Inc. in Höhe von 9,37 % im Berichtsjahr noch höher ausgefallen.

Mit 7,70 % ist *Danske Bank A/S* eines der größten Positionen im Fonds. Ende 2022 erzielte die Danske Bank A/S einen Vergleich mit den dänischen und den US-amerikanischen Behörden, der sich auf 2,05 Mrd. Euro belief. Die Bank konnte diese Kosten bewältigen, ohne ihr Kapital zu erhöhen. Sie hat die Tafel mittlerweile sauber gewischt und zukünftig wird sich die Bank darauf konzentrieren, ihre Reputation auszubauen und ihre Kosten zu senken. Der Aufbau einer Reputation dauert länger als die Senkung der Kosten und es besteht mithin ein attraktives Potenzial für ein niedrigeres Kostenverhältnis. 2024 erzielte die Bank eine Eigenkapitalrendite von über 13 %.

Admiral Group Plc. ist Großbritanniens profitabelste Autoversicherung und ist auf Kosteneffizienz, Direktvertrieb, guten Kundenservice und hohen Eigenkapitalrenditen fokussiert. Seit der Gründung im Jahr 1993 ist der Marktanteil in Großbritannien aufgrund des hohen Wachstums auf über 14 % gestiegen. Das Unternehmen hat einen Marktwert, der unter dem 15fachen des für 2025 zu erwartenden Betriebsergebnisses liegt.

Trupanion, Inc. ist die führende Direktversicherung für Hunde und Katzen in den USA und Kanada.

Trupanion ist ein sog. "Capital-Light-Compounder", der seinen gesamten Cash-Flow reinvestiert, so dass in der späteren Reifephase des Unternehmens eine sehr hohe Rendite auf das investierte Kapital und ein entsprechend hohes Betriebsergebnis erzielt werden kann.

Fannie Mae ist - gemessen an der Kennzahl Gewinn/Mitarbeiter - das profitabelste Unternehmen in den USA. Die Investition in Fannie Mae stellt eine Sondersituation im Fonds dar, weil das Investitionsrisiko vor allem durch finanzpolitische Faktoren bestimmt wird. Das Unternehmen ist während der Finanzkrise 2008 von der US-Regierung unter „Conservatorship“ gestellt worden. Im Jahr 2012 wurde von der Obama-Regierung beschlossen, dass sämtliche Gewinne an das Finanzministerium abgeführt werden müssen. Der Fonds hält Vorzugsaktien des Unternehmens, in der Erwartung, dass die neue republikanische Regierung frühere Versuche wiederbeleben wird, Fannie Mae und Freddie Mac aus dem „Conservatorship“ zu holen.

Finanzielle Zielsetzung

Unser wirtschaftliches Ziel ist die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen jährlichen Rendite, wobei gleichzeitig das Risiko des dauerhaften Kapitalverlustes minimiert werden soll.

Der wirtschaftliche Erfolg des Fonds wird von uns nicht an der Größe des Fondsvolumens gemessen.

Unser Wunsch nach Wertzuwachs im Laufe der Zeit soll durch Investition in unterbewertete und gut kapitalisierte Unternehmen mit Sitz im In- und Ausland erfüllt werden.

Dieses Ziel wird durch die Investition in Qualitätsunternehmen und gewöhnliche Unternehmen erreicht.

Ein Portfolio mit Qualitätsunternehmen ziehen wir vor, weil diese Unternehmen auf lange Sicht beträchtlich den Geschäftswert steigern werden.

Wir machen uns überhaupt keine Gedanken über vierteljährliche oder jährliche Preisschwankungen, sondern konzentrieren uns darauf, welche heutigen Maßnahmen den langfristigen Wert maximieren.

Wir möchten uns an dieser Stelle ausdrücklich bei allen Investoren des Fonds für die fortlaufende Unterstützung und das Vertrauen bedanken.

März 2025

Mit freundlichen Grüßen

Ole Nielsen

Wichtige Informationen

Dieser Bericht wurde von Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S mit größter Sorgfalt erstellt und herausgegeben. Diese Veröffentlichung stellt kein Angebot zum Kauf von Anteilen des Nielsen - Global Value dar. Käufe von Fondsanteilen können nur auf Basis der Basisinformationsblätter, des aktuellen Verkaufsprospekts, der die mit diesem Investment verbundenen Risiken ausführlich darstellt, bzw. des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des Jahres- bzw. Halbjahresberichts getätigt werden.

Die hier zugrundeliegenden Analysen sind von Nielsen Capital Management für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt worden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als glaubwürdig angesehen, für ihre Vollständigkeit und für ihren Wahrheitsgehalt kann keine Garantie übernommen werden. Alle enthaltenen Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung geändert werden. Die Erwähnung von Aktien dient nicht als Kaufempfehlung.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Die Anteilspreise können sowohl steigen als auch fallen. Unter Umständen erhalten Sie nicht den ursprünglich investierten Anlagebetrag zurück. Die Lizenz für die Nutzung des Bildes wurde von photocase erworben.

Nielsen - Global Value ist ein Investmentfonds, der nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg als "Fonds commun de placement" organisiert ist. Die Anteile des Nielsen - Global Value sind in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassen.

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S
Eriksholmvej 40
DK-4390 Vipperød
www.nielsencapitalmanagement.dk

Bei Fragen oder Interesse nehmen Sie gern Kontakt zu uns auf:

Sabine und Sven Hedderich

Am Tiergarten 18, 30559 Hannover

Tel. +49 1724100668

E-Mail: s.hedderich@nielsencapitalmanagement.de

Andreas Klothen

Stöckheimer Str. 7, 50259 Pulheim

Tel. +49 2238 / 936 93 13

E-Mail: a.klothen@nielsencapitalmanagement.de