

Ledelsesberetning for 2009

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2009, som hermed fremlægges.

Nettoreultatet udgør 110,5 mio. kr., hvilket svarer til et afkast på 18,23 % inklusive dividende. Afkastet anses for tilfredsstillende, og skal ses i lyset af foreningens investeringsstrategi, der som det fremgår nedenfor, er langsigtet.

Foreningens investeringer er som bekendt baseret på rådgivning fra direktør Ole Nielsen, Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S. Bestyrelsen har fastlagt den i rapporten beskrevne investeringsfilosofi og strategi, der således stemmer overens med foreningens profil. Bestyrelsen udtrykker ikke specifikke forventninger til udviklingen i aktiemarkederne, men henviser til foreningens investeringsfilosofi, der er beskrevet i beretningen.

Af investeringsfilosofien fremgår, at det er foreningens økonomiske målsætning at maksimere den langsigtede egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Udviklingen i aktiemarkederne, renten og valutakurserne udgør hver især en risiko for, at denne økonomiske målsætning ikke fuldt ud opnås. Bestyrelsen udtrykker ingen forventninger til udviklingen af de økonomiske konjunkturer eller markederne, og har således bevidst valgt ikke at lade sådanne elementer indgå i investeringsfilosofien. Der investeres i selskaber, der efter en konkret bedømmelse anses som værende undervurderede, hvilket efter bestyrelsens og rådgiverens opfattelse anses som værende det bedste langsigtede værn mod nævnte risici.

I den medfølgende rapport fra foreningens investeringsrådgiver gives en nærmere information om foreningens udvikling, investeringsfilosofi og strategi.

Begivenheder i regnskabsåret

Året 2009 begyndte med en fortsættelse af den negative tendens på de generelle aktiemarkeder som herskede i 2008. Efter en stabilisering i foråret steg aktiemarkederne resten af året båret frem af en forventning om økonomisk vækst. Aktiemarkederne fremviste en værdifremgang på 25,90 % målt ved MSCI World Index.

Selvom verden endnu ikke er ude af den økonomiske krise, er der begyndende tegn på en vending i konjunkturerne. Tiltag fra politisk side har samlet set bremset faldet i den økonomiske tilbagegang. Selvom der er optimisme at spore, kan der samtidig ikke ses bort fra regningen for disse tiltag, som skal findes i de meget store budgetunderskud, som de enkelte lande nu må slå med.

Risici

Der er risiko ved at investere i aktier. Der kan ske relativt store udsving i nettoværdien af foreningsandelene blandt andet som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer).

Foreningen anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, obligationer og andre instrumenter, som indgår i foreningens porteføljer. De store kursudsving i 2008 og 2009 betød, at denne indsats blev forstærket med øget overvågning, flere kontroller og indhentning af priser fra flere leverandører. For yderligere beskrivelse af risici henvises til Nielsen Global Values prospekt.

De store kursudsving i 2008 og 2009 samt manglende likviditet på visse dele af værdipapirmarkedene har betydet, at det for en række værdipapirers vedkommende har været nødvendigt at anvende alternative priskilder, idet senest handlede børskurs ikke er vurderet retvisende i forhold til udviklingen i markedet. Foreningens investeringsforvaltningsselskab har derfor i disse helt ekstraordinære tilfælde kortvarigt anvendt priser fastsat på baggrund af modeller, hvori har indgået sådanne alternative priskilder.

Samfundsansvar

Foreningen har ikke en politik for samfundsansvar.

Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som påvirker vurderingen af årsregnskabet.

Bestyrelsen

Kære Investorer og Partnere

Indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2009 med 18,23 % inklusiv reinvestering af dividende. Afkastet for de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index udgjorde i 2009 25,90 %. Resultatet for 2009 er i absolut forstand tilfredsstillende og har øget foreningens langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år.

Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2009 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 7,29 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 1,14 %.

Følgende fremgik af sidste års beretning:

"Når det så er sagt, så er min optimisme stor. Den dybe og lange økonomiske krise, som vi befinder os i, er en overordentlig stor opgave, som mange gode mennesker forsøger at løse. Den vil blive løst, og normalitet vil igen indfinde sig."

Som der blev redegjort for i beretningen, var min optimisme stor grundet de lave prissætninger på selskaber. Allerede nu, et år efter, er aktierne steget markant. Hvem husker, hvor svært mange virksomheder havde ved at refinansiere sig? De mange politiske tiltag har virket ved, at vi har undgået en økonomisk nedsmeltning. Det er naturligvis ønskværdigt, men hvorvidt normalitet har indfundet sig, kan der sættes spørgsmålstegn ved.

Ved den seneste redning af verdensøkonomien ved indsprøjtning af likviditet til det finansielle system, er markedsdeltagerne endnu engang blevet bekræftet i, at politikere og nationalbanker vil redde dem fra faldende aktie- og obligationskurser. Det har desværre uheldige følgevirkninger. Det vil medføre en langsigtet uholdbar holdning til begrebet risiko. Ordsproget "brændt barn skyr ilden" vil fremover lyde: "Brændt barn brænder sig igen".

I dag står vi med tømmermændene efter den foregående periode med for let kredittilgang, der resulterede i sidste års økonomiske afmatning og efterfølgende likvidites-boost. Disse økonomiske tømmermænd, repræsenteret ved store budgetunderskud, vil på længere sigt medføre en lavere gennemsnitlig vækst i den internationale økonomi. Mon fænomenet Kina bliver næste producent af finansielle patienter, der skal på intensivafdeling? I så fald, hvad gør så det? – "Buy on dips".

Vores investeringer

Med 22 selskaber i porteføljen er jeg tilhænger af en koncentreret portefølje. Med så få selskaber kan afkastet i foreningen fra år til år afvige markant fra de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI. Endog også i længere perioder. Selvom vores mål er at skabe absolut afkast håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelse på lang sigt vil være til vores fordel.

De følgende 5 største positioner udgjorde 33,5 % af formuen:

Fairfax Financial Holdings: Holdingselskab for en række forsikringsselskaber i Nordamerika. Ledelsen, som selv er aktionærer i selskabet, er meget ejerorienterede. Ved fokusering på "floatet" fra forsikringsselskaberne og value-orienteret investering med fokus på absolut afkast, har ledelsen siden 1985 forøget egenkapital pr. aktie gennemsnitligt pr. år på et højt niveau. Vi har oprindeligt investeret i Fairfax på en stor discount til deres egenkapital og en endnu større discount til deres forretningsmæssige værdi. Er prisfastsat omkring deres nuværende egenkapital.

Nestle: Verdens førende fødevarerelskab. Yderst profitabelt og ejerorienteret med højt afkast på investeret kapital. Vi har investeret til en meget lav pris i forhold til Nestlés løbende

driftsindtjening rensset for likvide midler, gæld og værdipapirbeholdninger, hvilket afspejler en markant undervaluering af både nuværende indtjening og fremtidige potentiale. Selskabet er fortsat undervurderet.

Nipponkoa Insurance: Japansk skadesforsikringsselskab i færd med en planlagt fusion med et andet japansk forsikringsselskab. Stigende tegn på en ændring i ledelsens opfattelse af aktionærerne som værende de ultimative ejere af selskabets kapital. Startende fokusering på langsigtet forøgelse af egenkapital pr. aktie. Nipponkoa er overkapitaliseret og er prisfastsat på under halvdelen af deres egenkapital målt ved internationale regnskabsprincipper.

Nordea Bank: Førende skandinavisk bank. Aktionær-orienteret ledelse med fokus på gode gamle (- og for nogle banker nye) dyder som kreditkvalitet og risiko. Med en kontinuerlig fokusering på omkostnings-, likviditets- og kapitalstyring tiltrækker banken lavrisiko kunder, som leder til øget fremtidig indtjeningsevne. Vi har investeret til priser langt under egenkapital og banken er fortsat prisfastsat til under 8 gange estimeret indtjeningsevne.

Ringkjøbing Landbobank: Regionalbank, som er Danmarks mest profitable pengeinstitut. Ledelsen er fokuseret på meget høj kreditkvalitet i låneporteføljen og stram omkostningsstyring. Til trods for høj soliditet har banken udvist høj egenkapitalforrentning. Vi har investeret til priser under egenkapitalen og banken er fortsat prisfastsat til under 8 gange estimeret indtjeningsevne.

De 10 største positioner udgør i alt 58,3 % af foreningens formue. Finansielle selskaber udgør fortsat en relativ stor andel med 46,8 %. 6 forsikringsselskaber, som tilsammen udgør 31,5 % og 2 banker, der udgør 15,3 %. Resten af aktieporteføljen, 42,5 %, repræsenterer forskellige brancher. Alle selskaber, på nær et enkelt, har gode likviditetsgenererende egenskaber, og alle er fortsat undervurderede. Der har i årets løb været emission i foreningen, hvilket jeg naturligvis er glad for og takker for. Likviditetsandelen pr. 31. december 2009 lå på 10,7 %.

Som omtalt i tidligere beretninger allokterer jeg ikke aktiverne ud fra en betragtning om, hvor meget der skal være i den enkelte sektor eller det enkelte land. Det er med fokus på investering i det enkelte selskab, der efterfølgende bestemmer den samlede allokering til en sektor eller region.

Finansielle selskaber har nogle gode karakteristika, som tiltrækker mig. Overskud er overskud, som kan stikkes i aktionærernes lommer. De skal ikke bruges på at vedligeholde et tungt kapitalapparat, for at holde sig konkurrencedygtig. Ved mindre volumen, er det relativt nemt at indskrænke. Der må naturligvis sættes større krav til iagttagelsen af ledelsens historiske handlinger, idet resultaterne af økonomisk dårlige (- måske alene egooppustende betingede?) beslutninger, både i banker og forsikringsselskaber, først kan ses langt senere.

Forsikringsvirksomhed

Som omtalt i tidligere rapporter er forsikringsvirksomhed lig investeringsvirksomhed. Ledelsen "låner" policetagerens kapital og investerer både denne og aktionærens egenkapital, og hele afkastet tilfalder alene aktionæren. Et lille underskud på driften er den begrænsede omkostning for dette "lån". Et overskud er ensbetydende med, at man får penge for "lånet". Prem Watsa i Fairfax Financial Holdings har forfulgt den idé i over 24 år og med overordentlig stor succes.

Nipponkoa er i dag blandt vores fem største positioner i foreningen. Vi har haft Nipponkoa siden etableringen af foreningen i 2002. Nipponkoa er et ordinært selskab uden konkurrencemæssige fordele. Det er generelt svært for et forsikringsselskab at distancere sig fra andre forsikringsselskaber. Konkurrencemæssige fordele i forsikringsbranchen kan alene opbygges og bevares på 2 måder. Enten fra det selskab, der har de laveste omkostninger, eller det nicheselskab, som kombinerer evnen til profitabel prisfastsættelse af produkter, der for andre er svære at prisfastsætte, og samtidig ekstrem overskudskapital til at bakke op om udstedte løfter.

Min interesse for Nipponkoa som ordinært selskab eksisterer ikke med baggrund i konkurrencemæssige fordele. Foruden naturligvis, at selskabet er overkapitaliseret og prisfastsat på under 50 % af deres egenkapital, så bunder min interesse i eventuelle kommende ændringer i ledelsesopfattelse. Det er muligt, at vi nu kommer til at se en tilnærmelse til tankegangen om aktionærværdi-begrebet. En ændring i ledelsesopfattelse fra, at et selskab er til for samfundets skyld til, at et selskab er ejet af aktionærene og drevet for aktionærene med maksimering af profit for øje. Naturligvis efter gældende regler udstukket af samfundet.

Ledelserne i Nipponkoa og Sompo har valgt at fusionere de to selskaber til NKSJ Holding. Denne type beslutninger skal besluttes af aktionærene på en ekstraordinær generalforsamling. Ved en overenskomst mellem Nipponkoa's største aktionær Southeastern Asset Management og ledelsen i det kommende NKSJ Holding besluttede Southeastern, at stemme for fusionen mod til gengæld, at ledelsen vil arbejde for transparens og god virksomhedsledelse og et overordnet mål om maksimering af gennemsnitlig årlig egenkapital pr. aktie.

Southeastern har haft kontakt med ledelsen i Nipponkoa i en lang årrække. I løbet af perioden har der været en vis lydhørhed overfor Southeasterns tanker om et forsikringselskab, som en katalysator for vækst i egenkapital pr. aktie kommende fra fokusering på float og investering af float med absolut afkast for øje. (Tænk Fairfax og Berkshire Hathaway). Men over årene forsvandt interessen tilsyneladende. Hvorvidt det var intern institutionel politik eller blot manglende vilje, som fik processen til at gå i stå, er jeg ikke vidende om. Men processen ser nu ud til at blive reaktiveret igen.

En forvandling af Nipponkoa/Sompo, eller NKSJ pr. 31. marts 2010, fra et almindeligt, støvet forsikringselskab til et selskab med aktionærorienteret ledelse og fokusering på at øge egenkapital pr. aktie vil i sig selv være meget interessant. Når vi samtidig har et selskab med overskudskapital og en markedsværdi på under halvdelen af selskabets egenkapital, er grundlaget til stede for en yderst interessant investering. Jeg har derfor øget beholdningen af Nipponkoa.

”Stort er også tabet man ikke ser”

Der er intet som vores branche, der i den grad udstiller dumhed. Handlinger, der foretages i dag kan ganske præcist måles i morgen. Løbende i min karriere har jeg med mellemrum stolt kunne proklamere min overlegenhed, for derefter igen at blive bekendtgjort med manglende evner. Over tid tilegnes ganske naturligt ydmyghed. Således også denne gang.

Hvor jeg tidligere har kunnet belyse fejlinvesteringer, der har kostet os penge, så var året 2009 en smule anderledes, men egentlig med samme resultat. Her tænker jeg specielt på tre selskaber, som jeg har fulgt i en årrække. Det er selskaber, som alle har de karakteristika, jeg leder efter: Førende indenfor sin branche, aktionærorienteret ledelse, likviditetsgenererende – og i løbet af 2008 og specielt i starten af 2009 med kraftigt faldende markedspriser.

Jeg havde fastsat mine niveauer for, hvor jeg ville investere. Niveauer, som nok også var præget af min forventning om en lang verdensøkonomisk vinter. Investering handler om disciplin, og jeg var meget striks med disse niveauer. Selv efter kraftige fald nåedes disse niveauer ikke, hvorfor investering ikke blev foretaget. Desværre. De enkelte landes politikere og nationalbankdirektører har med overbevisende initiativer (og på kort sigt) forhindret en eskalerende krise. Tilliden fra markedsdeltagerne og den enorme likviditet fik alle aktivklasser til at stige igen, herunder også aktiemarkederne. Vi sidder nu tilbage med disciplinen, men ikke disse kvalitetsvirksomheder.

Jeg vil naturligvis ikke gå på kompromis med min disciplin, den har tjent os i andre sammenhænge. Men måske jeg kunne have overvejet en ombytning med andre af porteføljens selskaber.



Jeg holder dog modet højt og spejder fortsat. Jeg ved der vil opstå muligheder igen. Ikke bare fra et generelt faldende aktiemarked, men også fra enkelte sektorer, som undervejs i aktiemarkedets trædemølle mister markedsdeltagernes gunst. Imens sidder jeg på kontanterne og sympatiserer med Louis Simpson, investeringschef i GEICO, datterselskab af Berkshire Hathaway, og hans ord:

*"In equity investing, when you don't have any really good ideas
(ie. excellent companies at very attractive prices) doing nothing
– or selling – is the best course of action."*

Målsætning.

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Vi måler ikke foreningens økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue. Vores fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved investering i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende nationalt såvel som internationalt.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber med karakteristika som førende indenfor sit felt, højt afkast på investeret kapital, likviditetsgenererende og med aktionærorienterede og stærke ledelser. Fælles for alle gælder, at vi skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før vi investerer. Det er således ikke nok for os, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativ "fair" pris. Det betyder, at der går længere tid før vi "sparker til bolden", men vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed i foreningen.

Har vi investeret med en stor sikkerhedsmargin, har vi intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da vi kan addere til vores investering med større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil vi blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokusere på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

Andre ting

Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver afholdt den 22. april 2010, kl. 15.00 på Skjalm Hvide Hotel i Jørlunde ved Slangerup. Der er ingen dividendeudbetaling for regnskabsåret 2009.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i ovenstående, som er uklare, er I altid velkomne til at kontakte mig.

Januar 2010.

Med venlig hilsen

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

Ole Nielsen