

HARTMUTSON

CO-INVESTORENBRIEF N° 02
28. MAI 2019

“
Mit der Wirtschaft und der Börse verhält es sich wie mit einem Mann und seinem Hund beim Spaziergang. Der Mann geht langsam und gleichmäßig, der Hund läuft vor und zurück. Aber beide bewegen sich in die gleiche Richtung. Der Mann ist die Wirtschaft, der Hund ist die Börse.”

André Kostolany

Hartmutson's Wertentwicklung vs. DAX ETF

(thesaurierend; nach Kosten vor Steuern; in %)

Jahr	Hartmutson 16 til Infinity Focus	iShares Core DAX UCITS ETF	Delta zum DAX-ETF
2016 (7 Monate)	5,8	10,9	(5,1)
2017	6,3	11,6	(5,3)
2018	(7,5)	(19,0)	11,5
Annualisierte Rendite (CAGR) 2016-2018	1,5	0,6	0,9
Gesamtrendite 2016-2018	4,0	1,4	2,6

Liebe Partnerinnen und Partner,

Solltet Ihr unseren letztjährigen Co-Investorenbrief gelesen haben, könnt Ihr schnell erkennen, dass wir die Darstellung der Wertentwicklung unseres Hartmutson Wikifolios verändert haben. Madelaine und ich haben länger darüber gesprochen, ob es sinnvoll ist die Wertentwicklung unseres Wikifolios vor der tatsächlichen Publizierung und Handelbarkeit zu simulierten bzw. rück zu vergleichen. Die Idee dahinter war, unserer langfristig ausgerichteten Anlagephilosophie einen längeren Betrachtungszeitraum zu bieten. Können wir diese Art der Darstellung jedoch mit unseren Werten in Einklang bringen? Eines unserer Grundwerte ist, dass wir rein faktenbasiert handeln und Entscheidungen treffen. Ist eine Simulation von vergangenen Wertentwicklungen, die normalerweise auf Handlungen beruhen, die wiederum von systematisch fehlerhaften Neigungen hinsichtlich Wahrnehmung, Denkweise, Erinnerung und Urteilsvermögen bestimmt sind, tatsächlich aussagefähig? Unsere gemeinsame Antwort darauf war eindeutig: Nein. Die Darstellung der Wertentwicklung kann nur ab dem Erstellungsdatum des Wikifolios erfolgen. Wir gehen davon aus, dass das auch in Eurem Interesse ist.

Und nun zur Entwicklung in 2018: Der Rücknahmepreis unseres Hartmutson Wikifolios stand per 31.12.2018 bei 104,05 EUR. Die Wertentwicklung seit Jahresbeginn belief sich auf -7,5% und 4,0% seit Erstellung am 28.05.2016. Der iShares Core DAX ETF erzielte im entsprechenden Betrachtungszeiträumen -19,0% und 1,4%.

Die kurzfristige Veränderung (innerhalb eines 12-Monats-Zeitraums) des Preises unseres Wikifolios ist ein trügerischer bzw. wenig aussagekräftiger Indikator für dessen Entwicklung. Aktienkurse können gelegentlich verrückte Dinge tun. Stattdessen bevorzuge ich den Fokus auf die operative Geschäftsentwicklung unserer Beteiligungen zu legen, da ich davon überzeugt bin, dass der Wert unseres Wikifolios langfristig von der operativen Ertragsentwicklung unserer Beteiligungen beeinflusst wird. Nicht jedoch von kurzfristigen Schwankungen an den Aktienmärkten. Die nachfolgende Aufstellung zeigt die Entwicklung der Nettogewinne unserer zehn größten Beteiligungen zum Jahresende 2018. Sie repräsentieren 89,4% unseres Portfolios.

Unternehmen	Wachstum	Wachstum	Nettoergebnis in lokaler Währung in Mio.				
	2018-2017	2018-2014	2018	2017	2016	2015	2014
Novo Nordisk	1%	46%	38.628	38.130	37.925	34.860	26.481
Fuchs Petrolub Vz.	7%	31%	288	269	259	236	220
Bank of Nova Scotia	7%	21%	8.548	8.005	7.117	7.014	7.071
Tencent HDGS ADR	13%	211%	93.293	82.457	48.016	35.532	29.966
Inditex	7%	42%	3.368	3.157	2.875	2.501	2.377
Muench. Rueckvers.	516%	-27%	2.310	375	2.580	3.107	3.153
Fresen.Med.Care AG	55%	152%	1.982	1.280	1.124	928	788
SAP SE	2%	24%	4.083	4.018	3.646	3.064	3.280
Royal Bank of Canada	9%	39%	12.400	11.428	10.405	9.925	8.910
Wirecard AG	34%	221%	347	260	267	143	108

Unsere Beteiligungen konnten ohne Ausnahme ihre Ertragskraft steigern. Als Inhaber von beispielsweise Novo Nordisk oder SAP Aktien (ich habe die beiden Unternehmen mit dem geringsten Wachstum 2018 ausgewählt) betrachten wir uns als stille Partner in zwei außergewöhnlichen Unternehmen, in denen wir unseren Erfolg an dem langfristigen Fortschritt und nicht an den jährlichen oder sogar monatlichen Bewegungen ihrer Aktienkurse messen. Es wäre uns tatsächlich vollkommen gleichgültig, wenn mehrere Jahre vergehen würden, in denen die Aktien dieser Unternehmen weder gehandelt noch notiert würden. Wenn wir langfristig gute Erwartungen haben, sind für uns kurzfristige Preisänderungen bedeutungslos. Ausnahme: Die Preisänderung bietet uns die Möglichkeit, unsere Beteiligung zu einem attraktiven Kaufpreis zu erhöhen.

Wie bereits oben angedeutet, kann man in einem langen Betrachtungszeitraum eine sehr hohe Korrelation zwischen Ertrags- und Marktpreisentwicklung erkennen. Unsere Aufgabe ist demnach relativ einfach. Wir stellen eine Gruppe von großartigen Unternehmen zusammen, die alle der folgenden sechs Hauptkriterien erfüllen: Existiert das Unternehmen und gedeiht es weiter in den kommenden zehn Jahren oder darüber hinaus? Lebt das Management richtige Werte vor und handelt es eigentumerorientiert? Kann das Unternehmen einen langfristigen Wettbewerbsvorteil auf- bzw. ausbauen? Kann das Unternehmen überdurchschnittlich wachsen? Kann das Unternehmen langfristig überdurchschnittliche Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften? Und, ist der Kaufpreis attraktiv? Erfüllt ein Unternehmen alle sechs Merkmale, kaufen wir und halten die erworbene Beteiligung für eine sehr lange Zeit.

Nach unserer Einschätzung erfüllen alle Gesellschaften in unserem Wikifolio die genannten Kriterien. Wir werden diese im Laufe der Zeit noch im Detail ansehen, wollen uns jetzt aber

ausschließlich mit zwei Merkmalen beschäftigen. Können Novo Nordisk und SAP, die rund 20% unseres Wikifolios repräsentieren, überdurchschnittlich wachsen? Und können sie langfristig überdurchschnittliche Renditen auf unser eingesetztes Kapital erwirtschaften?

Novo Nordisk ist seit über 95 Jahren weltweit führend in der Diabetesversorgung. Sie sind mit einem Marktanteil von rund 50% weltweit die unangefochtene Nummer eins bei der Insulinherstellung. Damit besetzt der Konzern die Spitzenposition in einem traurigerweise gigantischen Wachstumsmarkt. Rund um den Globus leiden nach einer Studie der International Diabetes Federation (IDF) im Jahr 2017 bereits etwa 425 Millionen Menschen an Diabetes. Im Jahr 2000 wurden 151 Millionen Diabeteserkrankte gezählt. Das bedeutet ein Anstieg um das 2,8-fache binnen 17 Jahren oder 6,3% jährlich. Tendenz steigend. Neben der marktbeherrschenden Stellung liegt die besondere Stärke von Novo Nordisk im konjunkturresistenten Geschäftsmodell. Denn die Nachfrage nach Insulin ist auch in Krisenzeiten stabil, was dem Unternehmen anhaltend sprudelnde Umsätze und Gewinne garantiert.

In 2018 steigerte Novo Nordisk seinen Umsatz um 0,1%, den Nettogewinn um 1,3%. Die Eigenkapitalrendite lag bei 76%. Seit 2008 konnte Novo Nordisk jährlich seine Umsätze um 9,4% und Nettogewinne um 14,9% steigern. Die Eigenkapitalrentabilität liegt im Schnitt bei unglaublichen 63% und die einbehaltenen Gewinne konnten durchschnittlich mit 31% pro Jahr verzinst werden.

SAP zählt weltweit zu den führenden Anbietern von Unternehmenssoftwarelösungen, die die verschiedenen Prozesse innerhalb der Unternehmen und über Unternehmensgrenzen hinweg organisieren. Das Portfolio umfasst Geschäftsanwendungen für große und mittelständische Betriebe sowie Standardlösungen für kleine und mittelgroße Firmen. Darüber hinaus unterstützt SAP mit branchenspezifischen Lösungen Kernprozesse in den Industriezweigen Handel, Finanzen, High-Tech, im Gesundheitswesen und öffentlichen Verwaltungen. Aufgrund seiner herausragenden Marktposition (Marktführer in seinen Kernbereichen), seiner Konzentration auf Unternehmenssoftware und vor allem hohen Abhängigkeit seiner Kunden (hohe Umstellungskosten) kann SAP seine Erträge sehr stetig steigern. Darüber hinaus hat sich SAP in einem enorm stark wachsenden 'Cloud Computing' Markt bestens positioniert und kann jährlich mit hohen zweistelligen Wachstumsraten glänzen.

In 2018 steigerte SAP seinen Umsatz um 5,3%, den Nettogewinn um 1,6%. Die Eigenkapitalrendite lag bei 15%. Seit 2008 konnte SAP jährlich seine Umsätze um 7,9% und Nettogewinne um 8,1% steigern. Die Eigenkapitalrentabilität liegt im Schnitt bei guten 20,1% und die einbehaltenen Gewinne konnten durchschnittlich mit 10,3% pro Jahr verzinst werden.

Würde ein kluger Investor, der sich als langfristiger Eigentümer an diesen beiden Unternehmen sieht, seine Anteile verkaufen, nur weil 2018 die Aktienkurse von Novo Nordisk um 12% und SAP um 7% fielen? Oder weil es in einem Geschäftsjahr mal nicht so rund lief, wobei die langfristigen Erwartungen zweifelsohne sehr gut sind? Die Antwort muss natürlich "nein" lauten. Warum können dann aber so viele Investoren nicht ruhig sitzen bleiben, wenn die Kurse mal nach unten

gehen? Diese Frage sollte jeder versuchen für sich selbst zu beantworten. Viele Verhaltensforscher, Psychologen und andere Experten haben alle möglichen Antworten darauf gegeben. Eines ist jedoch sicher: Ein Investor, der sein Kapital verfünffachen oder gar verfünzigfachen möchte, sollte das richtige Unternehmen kaufen und es für sehr, sehr lange Zeit behalten.

'The big money is not in the buying and selling but in the waiting.' - Charlie Munger

Denk daran:

Eine jährliche Rendite von 15% verdoppelt Dein Investment in fünf und vervierfacht es in zehn Jahren. Nach 20 Jahren ist Dein Kapital dann 16 mal soviel Wert wie zu Beginn.

Desinvestitionen

Im Laufe des Jahres haben wir uns von unseren Beteiligungen in Alphabet und Foot Locker getrennt. Wir halten nach wie vor beide Unternehmen wirtschaftlich für erstklassig, haben uns jedoch aus unterschiedlichen Gründen gegen ein weiteres Engagement entschieden.

Bei Alphabet waren vor allem ethisch-moralische Beweggründe ausschlagend. Alphabet nutzt seit gut zehn Jahren systematisch legale Steuerschlupflöcher in Europa, um seine Gewinne vor dem Zugriff des Fiskus zu schützen. Über niederländische Briefkastenfirmen wurden alleine in 2017 umgerechnet 20 Milliarden Euro aus Europa herausgeschleust, um diese auf den Bermudas zu verwahren. Dadurch konnte Alphabet ihre effektive Steuerlast auf Gewinne außerhalb der USA auf kaum mehr als 5% reduzieren, was lediglich einem Viertel der durchschnittlichen Steuersätze von Alphabets Auslandsmärkten entspricht. Wir möchten diesen Sachverhalt mit unserer Entscheidung nicht verurteilen, können jedoch eine Beteiligung mit unseren eigenen Wertvorstellungen nicht vereinbaren.

Andere Beweggründe hatten wir beim Einzelhandelsunternehmen Foot Locker. Hier war vielmehr die Betrachtung von Opportunitätskosten der Haupttreiber unserer Desinvestition. Im Laufe des Jahres taten sich Investitionsmöglichkeiten in anderen Unternehmen auf, deren Entwicklung und langfristige Renditeerwartung auf das eingesetzte Kapital wir als deutlich attraktiver beurteilt haben.

Portfolio Management

Gleichermaßen wichtig wie die Beteiligungen, die wir halten ist die Art und Weise, wie wir sie zusammenstellen. Madelaine und ich verwalten ein konzentriertes Portfolio von 10 bis 20 Unternehmensbeteiligungen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten 5 bis 20 Jahre

überdurchschnittliche Erträge generieren werden und möglichst unabhängig von Konjunktur, Zinsen und Inflation sind. Unsere besten Ideen. Das hat zwei Gründe: Gute Investmentgelegenheiten sind in Wirklichkeit rar, und zu viele Positionen führen zwangsläufig zu einer Verwässerung der Rendite. Indem wir unsere Aufmerksamkeit auf maximal zwanzig (wir bevorzugen eher zehn) Beteiligungen konzentrieren, geben wir uns die Möglichkeit, unsere Unternehmen auf einer viel tieferen Ebene kennenzulernen als der Manager eines Portfolios, das Hunderte von Aktien hält. Es scheint uns so offensichtlich, dass es sinnvoller ist, mehr von unseren besten Investmentideen zu kaufen, als eine 100. Position zu einem "99-Aktien-Portfolio" hinzuzufügen.

Setze selten, aber viel.

Je mehr Wertpapiere wir in unserem Portfolio halten, desto wahrscheinlicher ist es unseres Erachtens, dass unsere Performance darunter verwässert wird. Madelaine und ich streben stets langfristig eine überdurchschnittliche Rendite an. Daher konzentrieren wir uns lediglich auf unsere besten Investmentideen. Herausragende Anlagemöglichkeiten treten selten auf, deshalb ist es besonders wichtig, dass diese Ideen dann auch maximal ausgenutzt werden. Wenn eine attraktive Investmentmöglichkeit identifiziert werden kann, sollte ein ambitionierter Investor wie wir die Courage besitzen, ein großes finanzielles Engagement einzugehen.

Daher sind unsere Investmententscheidungen nicht von regelmäßiger Natur. Wir gehen nur mit einem hohen Einsatz ins Spiel, wenn die Quoten überdurchschnittlich zu unseren Gunsten stehen. Unsere Stärke liegt im Warten, auf den großen Wurf. Demzufolge hat unser ideales Portfolio 10 bis 20 gut diversifizierte "50-Cent-Euros" Beteiligungen (d.h. Aktien, die mit der Hälfte unserer konservativen Schätzung ihres wahren Wertes gehandelt werden).

Unsere Spanne von 10 bis 20 Aktien haben wir dabei nicht willkürlich ausgewählt. Vielmehr ist sie ein Ergebnis statistischer Untersuchungen, welche Joel Greenblatt in seinem brillanten Buch „You Can Be A Stock Market Genius“ wie folgt beschrieben hat: "Der Besitz von zwei Aktien eliminiert 46% des nicht marktüblichen Risikos, nur eine Aktie zu besitzen. Vier Aktien eliminieren 72%, acht Aktien eliminieren 81%, 16 Aktien eliminieren 93%, 32 Aktien eliminieren 96% und 500 Aktien eliminieren 99% des Risikos."

Sobald man ein gut diversifiziertes, ausgewogenes Portfolio von etwa 16 Aktien hat, ist das Hinzufügen zusätzlicher Aktien wenig risikomindernd. Jedoch erfährt man offensichtlich einen großen Nachteil hinsichtlich der Renditeerwartung, wenn die besten Beteiligungen 2-4%-ige Positionen statt 7-10%-ige Positionen sind.

Es ist uns bewusst, dass unser Ansatz mit stärkeren Schwankungen im Portfolio verbunden sein kann. Wir nehmen jedoch kurzfristige Preisfluktuationen zugunsten einer langfristig überdurch-

schnittlichen Rendite entspannt in Kauf, wobei wir wirtschaftlich bedingte Schwankungen der Unternehmen im Portfolio aufmerksam verfolgt werden. Charlie Munger und Warren Buffett wiederholen stets: "Risiko bedeutet die Möglichkeit, Schaden zu erleiden. Es ergibt sich aus falschen Bewertungen, nicht aus dem Preisverhalten am Markt." Sie haben vermutlich mal wieder recht. Die Zeit wird es zeigen. Versprochen.

Solltest Du irgendwelche Fragen zu diesem Brief oder im Zusammenhang mit unserem Wikifolio Indexzertifikat haben, kannst Du Dich jederzeit an mich wenden.

Dankeschön für Dein Vertrauen. Ich freue mich darauf im nächsten Jahr wieder zu berichten.

Euer,
Attila

attila@hartmutson.com
www.hartmutson.com