

BERICHT DES FONDSMANAGERS 1. Halbjahr 2018

Nielsen – Global Value



1. Halbjahr 2018: Etwas steht im Raum

Liebe Investoren und Partner,

im 2. Quartal 2018 ist der Fonds um 3,09 % gestiegen, während der MSCI-Welt-Index EUR um 7,23 % gestiegen ist. Seit Jahresanfang hat der Fonds bei einer durchschnittlichen Aktienquote von 63,38 % einen Rückgang von 3,13 % hinnehmen müssen, während der Referenzindex ein Plus in Höhe von 5,36 % erzielt hat. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite 7,67 %. Der Referenzindex ist im gleichen Zeitraum um 12,58 % p. a. gestiegen. Am Ende des Quartals hatte der Fonds einen Liquiditätsanteil in Höhe von 33,73 %.

Für die langfristigen Investoren des Fonds ist unser folgendes Anliegen aufgrund seiner Erwähnung im ersten "Bericht des Fondsmanagers" und den späteren Wiederholungen nichts Neues: "Mit 13 Unternehmen hat der Fonds ein konzentriertes Aktienportfolio. Mit derart wenigen Unternehmen kann die Fondsendite mittelfristig markant von der Rendite des Referenzindex abweichen."

Dieses Konzentrationsrisiko hat nicht nur seit Anfang 2016, sondern besonders im ersten Halbjahr negative Auswirkungen auf die Fondsendite gehabt. Wenn das durch schlechte Fundamentaldaten der Unternehmen verursacht wird, ist das ungenügend und kann uns als Verantwortliche vorgeworfen werden. Aber wenn es am allgemeinen Marktumfeld liegt, ist das eine Situation, die sich unserer festen Überzeugung nach zu unseren Gunsten umkehren wird. Denn ausnahmslos alle Unternehmen im Fonds haben überdurchschnittlich gute fundamentale Zukunftsaussichten. Sofern sich eine Investition wider Erwarten als Fehlinvestition herausstellen sollte, würden wir unmittelbar reagieren und unsere Investoren informieren.

Bezüglich unserer Unternehmen hat es im ersten Halbjahr einige Ereignisse von Interesse gegeben.

Ringkjöbing Landbobank A/S, die seit der Fondsgründung im Dezember 2008 im Fonds ist, hat die Nordjyske Bank A/S übernommen. Während die Ringkjöbing Landbobank A/S in Westjütland ansässig ist, agiert die Nordjyske Bank A/S in Nordjütland. Die Fusion wurde im Juni durchgeführt und es haben umgehend die Maßnahmen angefangen, die die Profitabilität der fusionierten Bank an die historisch höhere Profitabilität der Ringkjöbing Landbobank A/S heranführen werden (die jährliche Eigenkapitalrendite ist die höchste unter den größten dänischen Banken und beträgt das 3fache des Durchschnitts im Bloomberg Europe Banks Index). Während das Kreditbuch der Nordjyske Bank A/S von guter Qualität ist, war ihre Kostenquote in der Vergangenheit höher als die der Ringkjöbing Landbobank A/S. Wir erwarten, dass diese Fusion einen hohen Mehrwert für die Aktionäre in den nächsten Jahren schaffen wird.

Wie bereits im letzten Bericht erwähnt, haben wir eine vollständige Position in JD.com aufgebaut. Das Unternehmen profitiert überdurchschnittlich vom Wirtschaftswachstum in China. Die chinesischen Verbraucher werden immer konsumfreudiger und kaufen verstärkt Qualitätsprodukte. Einen so langfristigen Konsumzyklus mit derart hohen Wachstumsraten wie in China konnte man nur in den USA in den 50iger und 60iger Jahren und später in Japan beobachten. Der Konsumzyklus in China ist jedoch noch ausgeprägter, da es mehr Menschen gibt und das Land von einem niedrigeren Konsumniveau gestartet ist. Zudem gibt es einen starken Trend vom Offline- hin zum Online-Handel.

So sind am letzten "Single-Day" im November 2017 tatsächlich Waren im Wert von 25 Mrd. \$ online gekauft worden - mehr als am "Cyber Monday" und "Black Friday" in den USA zusammen.

Diese Entwicklungen führen u. E. dazu, dass JD.com und sein größter Konkurrent - Alibaba - zukünftig hohe Umsatzwachstumsraten im Online-Handel generieren werden. JD.com wird bei einer Umsatzwachstumsrate von über 30 % zum 0,75fachen seines Jahresumsatzes bewertet. Im Vergleich dazu werden die 9 größten Einzelhändler in den USA, ohne Amazon, zum 0,8fachen ihres Jahresumsatzes bei Wachstumsraten von 3 % - 4 % bewertet, wohingegen Amazon zum 3,3fachen seines Jahresumsatzes bewertet wird.

Wir haben zudem in die zooplus AG investiert, den größten europäischen Onlinehändler für Tierfutter. Genau wie in den USA, China und Südostasien, gibt es in Europa den starken Trend vom Offline- zum Online-Handel, von dem die zooplus AG überdurchschnittlich profitiert. Die Onlineverkäufe machen in Europa nur 8 - 10 % des Gesamtumsatzes von Tierfutter aus. Mit einem Marktanteil von 50 % ist Zooplus in Europa die Nr.1 im Online-Handel (10mal größer als die Nr. 2) und die Nr. 2 im Gesamthandel (Online und Offline). Während der Markt für Tierfutter jährlich mit 2 - 3 % wächst, hat die zooplus AG zwischen 2010 und 2017 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 30 % generieren können. Das Unternehmen hat mit 5,8 Mio. aktiven Kunden, 8.000 verschiedenen Produkten und 11 in Europa verteilten Logistikzentren über 18 Jahre Erfahrung im Onlinemarkt für Tierfutter.

Die zooplus AG kann durch ihre Asset-Light-Strategie und ihrem skalierbaren Geschäftsmodell zukünftig sehr hohe Renditen auf das investierte Kapital (ROIC) erzielen. Die zooplus AG wurde zum Kaufzeitpunkt zum 1fachen ihres Jahresumsatzes bewertet. In 2017 wurde Chewy.com - das US-amerikanische Pendant - zum 2,2fachen des Jahresumsatzes übernommen.

Es ist purer Zufall, dass wir im ersten Halbjahr in zwei Online-Unternehmen investiert haben. JD.com und die zooplus AG werden oft dem Technologiesektor zugeordnet, was unserer Meinung nicht korrekt ist. Sie sind Einzelhändler, die bloß das Internet benutzen, so wie wir das alle mehr oder weniger tun. Was diese Qualitätsunternehmen so interessant macht, ist ihr disruptiver Einfluss auf den etablierten Einzelhandel. Langfristige Marktführerqualitäten, steigende Profitabilität und der Verzicht auf Ladengeschäfte, werden bei beiden Unternehmen zu hohen ROIC führen.

Im letzten Jahr hatten wir die Aktien der Dürr AG gekauft, die von dem formidablen Ralf W. Dieter geführt wird. Dürr's schlechte Aktienkursentwicklung im 1. Halbjahr hat selbstverständlich die Fondsrendite negativ beeinflusst. Das zyklische Unternehmen wird dem Autozulieferersektor zugeordnet und vor allem die Strafzoll-Drohungen von Donald Trump auf europäische Autos dürften zum fallenden Aktienkurs beigetragen haben. Langfristig wird das keinen Einfluss auf diesen Marktführer haben, der sich sehr wahrscheinlich zu einer "Beteiligungsgesellschaft" entwickeln wird. Dabei wird die Dürr AG den hohen Cash-Flow in Geschäftsfelder investieren, die den gleichen operativen Charakter wie die Dürr AG vor 10 Jahren haben und sie in der gleichen Art und Weise zu hochprofitablen Unternehmen weiterentwickeln.

Thor Industries Inc, die wir schon seit geraumer Zeit im Fonds haben, ist ein Qualitätsunternehmen mit einem hohen ROIC. Der Grund für den schwachen Aktienkurs im ersten Halbjahr liegt vermutlich in der Befürchtung der Analysten begründet, dass die höhere Lagerhaltung ein Hinweis auf eine zyklische Abschwächung des Geschäfts sein könnte. Unabhängig davon, ob diese Befürchtungen eintreten oder nicht, wird das langfristig keinen Einfluss auf die hohe Profitabilität haben und zusammen mit der Unterbewertung wird Thor Industries Inc auch weiterhin positive Renditebeiträge für den Fonds liefern.

Marktausblick

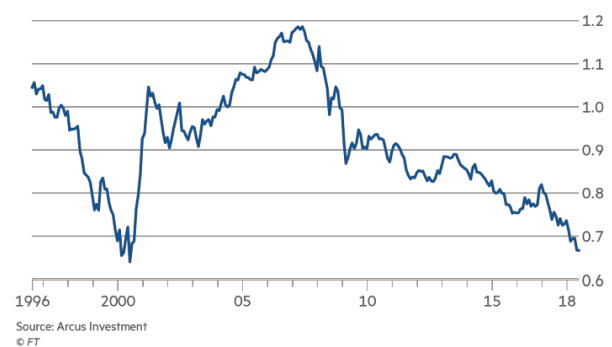
Die globalen Aktienmärkte haben sich im 2. Quartal trotz verschärfter Kreditbedingungen, Marktverwerfungen in den Schwellenländern, Trumps Zolltiraden sowie Italiens Problemen positiv entwickelt.



Es gibt aktuell mehr als einen Elefanten im Raum: Hohe Bewertungen an den Aktien- und Kreditmärkten, Zinserhöhungen in den USA, Währungskrisen in wichtigen Schwellenländern, Italien und Trumps Zolltiraden.

Getragen wird der Kursaufschwung durch die FAANGs (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google) in den USA und den BATs (Baidu, Alibaba und Tencent) in Asien. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Renditelücke zwischen Value- und Wachstumsaktien (gemessen am Buchwert) in Asien (ex-Japan) und in den USA so hoch sind wie am Ende der Dotcom-Blase (siehe Abb.).

Value relative to growth: the US
MSCI US value/MSCI US growth



In den USA schneiden Value-Aktien seit geraumer Zeit schlechter ab als Wachstumsaktien

In seinem kürzlich in der Financial Times erschienenen Artikel weist Hedgefondsmanager Peter Tasker darauf hin, dass für viele Marktteilnehmer der Buchwert (i. S. v. materiellen Vermögenswert) immer weniger relevant ist, weil Unternehmen in der heutigen Zeit zunehmend auf immaterielle Rechtsgüter (Markenrechte, Patente, Software-Lizenzen, etc.) und immaterielle Vermögenwerte (Markenwert, technisches Know-How, Kundenbeziehungen, Arbeitsprozesse, Mitarbeiterweiterbildung etc.) angewiesen sind. Angesichts der erfolgreichen Geschäftsmodelle der FAANGs und BATs erscheint das auf den ersten Blick plausibel.

Wenn aber immaterielle Rechtsgüter und Vermögenswerte tatsächlich höhere Gewinnbeiträge als materielle Vermögenswerte liefern, müsste sich die Eigenkapitalrendite der Unternehmen im Durchschnitt erhöht haben. Eine markante Erhöhung der Eigenkapitalrenditen in den USA und in Asien (mit Ausnahme von japanischen Unternehmen) ist aber gemäß Tasker nicht zu erkennen: die durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen der Unternehmen im S&P 500 liegen trotz der hohen Volumina von Aktienrückkäufen (die das Eigenkapital der Unternehmen ja noch deutlich reduziert haben) unter denen der vorherigen zyklischen Hochs in 2000 und 2007.

Die relative Underperformance von Value-Aktien könnte ein Hinweis darauf sein, dass sich die Aktienmärkte in der Endphase der aktuellen Hausse befinden. Es könnte aber auch sein, dass die FAANGs und BATs (sowie Tesla, Twitter, etc.) noch so lange die Aktienmärkte nach oben ziehen, wie die Marktteilnehmer an die Nachhaltigkeit aller Geschäftsmodelle glauben und Risiken weiter ignorieren:

- die im Durchschnitt sehr hohen Bewertungen,
- die Entstehung zukünftiger Konkurrenzsituationen,
- die politischen und regulatorischen Risiken,
- die Entstehung neuer Technologien.

Wir wissen nicht was passieren wird und konzentrieren uns weiter auf das Identifizieren von unterbewerteten Qualitätsunternehmen.

Die Investitionen unseres Fonds

Die folgenden fünf größten Positionen machen 42,84 % des Fondsvermögens aus:

Fairfax Financial Holdings ist eine kanadische Finanzholding einer Gruppe überwiegend nordamerikanischer Sach- und Rückversicherungen. Das Management ist aktionärsfreundlich und hält selbst einen Bestand an Aktien des Unternehmens. Mit der Fokussierung auf den Kapitalstock der einzelnen Sachversicherungen hat das Management mit seinem valueorientierten Investmentansatz seit 1985 den Buchwert von Fairfax beträchtlich steigern können. Wir haben die Aktie unter Buchwert kaufen können und sie wird aktuell unter dem 1,2fachen des Buchwertes gehandelt.

Admiral Group Plc. ist Großbritanniens profitabelste Autoversicherung und ist auf Kosteneffizienz, Direktvertrieb, guten Kundenservice und hohe Eigenkapitalrendite fokussiert. Seit der Gründung im Jahr 1993 ist der Marktanteil in Großbritannien aufgrund des hohen Wachstums auf 14 % gestiegen. Das Unternehmen hat einen Marktwert, der dem 11fachen des für 2018 zu erwartenden Betriebsergebnisses entspricht.

Ringkjøbing Landbobank A/S, eine dänische Regionalbank, ist die effizienteste und profitabelste Bank Dänemarks. Das Management achtet stark auf Kosten und Kreditqualität. Trotz der hohen Solvabilitätsquote hat die Bank schon immer ungewöhnlich hohe Eigenkapitalrenditen erwirtschaftet. Wir haben die Aktie unter Buchwert kaufen können, und sie wird aktuell unter dem 12fachen ihrer für 2019 geschätzten normalisierten Ertragskraft gehandelt.

AIG ist eine führende internationale Versicherung mit Repräsentanzen in über 130 Ländern. Seit 2008 befindet sich das Unternehmen in einem Rationalisierungsprozess, bei dem die Bereiche, die nicht zum Kerngeschäft gehören, verkauft wurden.

Das Management richtet den Fokus auf Kostensenkung und diszipliniertes „Underwriting“. Es wird eine Eigenkapitalrendite von 10 bis 15% angestrebt. Der aktuelle Marktpreis liegt unter dem 0,80-fachen des Buchwertes.

JD.com ist gemessen am Umsatz der grösste Online-Händler in China, das einen strukturellen Wandel hin zu einem höheren Konsumverbrauch seiner Einwohner erlebt. Gleichzeitig steigt der Anteil von Online-Käufen rapide an. *JD.com* profitiert überdurchschnittlich von diesen Tendenzen und hat ein jährliches Umsatzwachstum von über 30 %. Das Unternehmen reinvestiert seinen gesamten Cash-Flow, um dieses Wachstum zu finanzieren. *JD.com* wird unter dem 10fachen des für 2020 geschätzten „steady-state“ - Betriebsergebnisses gehandelt.

Finanzielle Zielsetzung

Unser wirtschaftliches Ziel ist die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen jährlichen Eigenkapitalrendite, 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.

Wir erreichen dieses Ziel durch Investition in Qualitätsunternehmen und gewöhnliche Unternehmen. Ein Portfolio mit Qualitätsunternehmen ziehen wir vor, weil diese Unternehmen auf lange Sicht beträchtlich den Geschäftswert steigern werden.

Qualitätsunternehmen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie Marktführer auf ihrem jeweiligen Gebiet sind, eine hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften, einen hohen Cash-Flow generieren und über eine starke, aktionärsfreundliche Geschäftsleitung verfügen.

Bei allen gilt, dass wir eine hohe Sicherheitsmarge haben müssen, bevor wir investieren, es reicht uns nicht, wenn ein Qualitätsunternehmen zu einem angemessenen „fairen“ Preis angeboten wird. Demzufolge dauert es manchmal länger, bevor wir zuschlagen können, aber das bedeutet auch, dass wir einen geringeren Umschlag im Fondsvermögen haben.

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.

Juli 2018

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 Wesentlichen Anlegerinformationen, des 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.

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.nielseninvestment.com

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

Sabine und Sven Hedderich

Georgstr. 36, 30159 Hannover

Tel. +49 511 / 45013713

Fax +49 511 / 45013715

E-Mail: s.hedderich@nielseninvestment.com

Andreas Klothen

Stöckheimer Str. 7, 50259 Pulheim

Tel. +49 2238 / 936 93 13

E-Mail: a.klothen@nielseninvestment.com