

BERICHT DES FONDSMANAGERS 3. Quartal 2018

Nielsen – Global Value



3. Quartal 2018: Selbstüberschätzung



NIELSEN CAPITAL MANAGEMENT

FONDSMÆGLERSELSKAB A/S

Liebe Investoren und Partner,

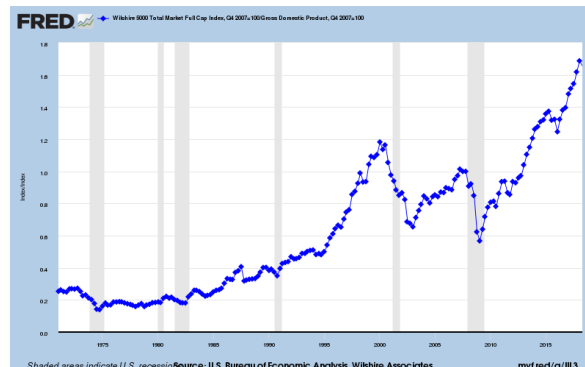
im 3. Quartal 2018 ist der Fonds um 4,18 % gefallen, während der MSCI-Welt-Index EUR um 5,53 % gestiegen ist. Seit Jahresanfang hat der Fonds bei einer durchschnittlichen Aktienquote von 64,58 % einen Rückgang von 7,18 % hinnehmen müssen, während der Referenzindex ein Plus in Höhe von 11,18 % erzielt hat. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite 7,00 %. Der Referenzindex ist im gleichen Zeitraum um 12,86 % p. a. gestiegen. Am Ende des Quartals hatte der Fonds einen Liquiditätsanteil in Höhe von 29,99 %.

Die seit 2009 andauernde Hausse der globalen Aktienindices hat sich im letzten Quartal fortgesetzt. Die Befürchtungen aufgrund des Handelskriegs zwischen den USA und China und der Zinserhöhungen in den USA haben im Berichtszeitraum vor allem die US-Technologieunternehmen weiter in den Fokus der Marktteilnehmer rücken lassen, während Unternehmen aus zyklischen und zinsensitiven Branchen vernachlässigt wurden. Während der S&P 500 durch die hohe Gewichtung der Technologieunternehmen weiter gestiegen ist, hat der FTSE Welt ex USA Index seit seinem Hoch am 26. Januar 2018 bis Ende September über 13% verloren.



Der S&P 500 erlebt sein schwankungsärmstes Quartal seit 1963 und hat sich vorerst vom Rest der Welt abgekoppelt

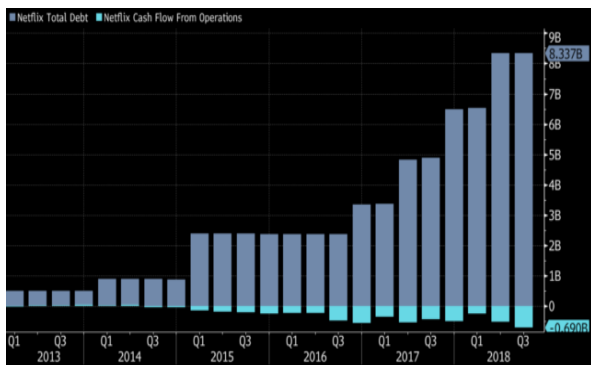
Es ist angesichts der hohen Bewertungen und den historisch hohen Gewinnmargen der US-Aktienunternehmen mehr als wahrscheinlich, dass sich die Performancelücke zwischen den USA und dem Rest der Welt schließen wird.



Der Quotient aus Marktkapitalisierung des Wilshire 5000-Index und des Bruttonationaleinkommens wird auch als Buffett-Indikator bezeichnet. Der US-Aktienmarkt ist gemessen am Buffettindikator so teuer wie nie!

Auch im abgelaufenen Quartal schien die mangelnde Profitabilität von Unternehmen mit momentan angesagten Geschäftsmodellen die Marktteilnehmer nicht zu kümmern. Wie sonst ist es zu erklären, dass die Aktie von Netflix am Tag der Veröffentlichung der Quartalsergebnisse um 8 % gestiegen ist, obwohl das mit 8,33 Mrd. \$ verschuldete Unternehmen einen negativen operativen Cash-Flow (wie in den 20 Quartalen zuvor) in Höhe von 690 Mio. \$ verkündet hatte.

Dagegen ist beispielsweise der Aktienkurs von Thor Industries Inc. am Tag der Ergebnisveröffentlichung um 9% gefallen. Das Unternehmen hatte für das Bilanzjahr 2018 (31.7) ein Rekordergebnis sowie ein Wachstum des operativen Cash-Flows über die letzten 5 Jahre von 26 % p. a. verkündet, aber das Quartalsergebnis hat die Erwartungen der Analysten nicht erfüllt.



An der Wallstreet scherzhaft auch Debtflix genannt: Netflix ist bisher nicht in der Lage, sein Wachstum selbst zu finanzieren

Der Abstand der Aktie von Thor Industries zum 52-Wochenhoch beträgt über 50 %!

Wirft man einen Blick auf den Russell 1000 Index (die 1000 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung in den USA), in dem auch Thor Industries Inc. gelistet ist, stellt man fest, dass seit Jahresanfang die durchschnittliche Rendite aller Unternehmen, die einen negativen Cash-Flow erwirtschaftet haben, 15,70 % und die Rendite aller Unternehmen, die eine negative Gewinnrendite erzielt haben, sogar 31,50 % beträgt (per 31.08.2018).

Auch in dieser Haussephase vernachlässigen die Marktteilnehmer wieder einmal die Unternehmensrisiken, da sie von zyklisch hohen Gewinnen bzw. von den versprochenen Wachstumsaussichten geblendet sind und kaum auf Bilanzqualität zu achten scheinen. Investorenlegende Charlie Munger hat wiederholt davor gewarnt, dass steigende Aktienkurse den Marktteilnehmern zu Kopfe steigen: „Ist man eine Ente auf einem Teich und der Wasserspiegel steigt aufgrund starken Regens, steigt man in der Welt auf. Aber man denkt, man steige selbst auf, nicht der Wasserspiegel.“

Wir möchten in diesem Zusammenhang wiederholt darauf hinweisen, dass wir **zur Minimierung des Risikos eines dauerhaften Kapitalverlustes die Investitionsrisiken so exakt wie möglich analysieren**. Risikomanagement bedeutet nicht die Minimierung der monatlichen oder jährlichen Abweichung der Fondsrendite vom Referenzindex.



Viele Marktteilnehmer verwechseln die Aktienhausse mit eigenem Können!

Bei einem konzentrierten Aktienportfolio liegen signifikante Abweichungen vom Referenzindex in der Natur der Sache, wie Sie und wir jetzt leider länger als gedacht erfahren müssen. Risikomanagement ist ein inhärenter Bestandteil unseres Investmentkonzepts und es sind Bewertungs- und Geschäftsrisiken, die zum dauerhaften Kapitalverlust führen können. Diese Bewertungs- und Geschäftsrisiken reduzieren wir durch die Investition in unterbewertete Qualitätsunternehmen.

Das zweite Teilziel unseres Investmentkonzepts - die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen Jahresrendite - haben wir dabei nicht aus den Augen verloren!

Die Investitionen unseres Fonds

Wir haben im Berichtszeitraum angefangen, eine neue Position in Danske Bank A/S aufzubauen. Der Aktienkurs der größten dänischen Bank ist aufgrund des Geldwäscheskandals ihrer estländischen Tochtergesellschaft sehr stark gefallen. Wir sind der Meinung, dass die Marktteilnehmer die Risiken über- und die Fundamentaldaten der größten dänischen Bank unterschätzen. Im kommenden Jahresbericht werden wir ausführlich darauf eingehen.

Die folgenden fünf größten Positionen machen 39,99 % 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 10fachen 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 zum 0,55fachen des für 2018 geschätzten Umsatzes 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 wirklich 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 langfristigen Investoren des Fonds für die fortlaufende Unterstützung und das Vertrauen bedanken.

Oktober 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.nielseninvestmentmanagement.dk

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@nielseninvestmentmanagement.de

Andreas Klothen

Stöckheimer Str. 7, 50259 Pulheim

Tel. +49 2238 / 936 93 13

E-Mail: a.klothen@nielseninvestmentmanagement.de