

# BERICHT DES FONDSMANAGERS 2018

## Nielsen – Global Value



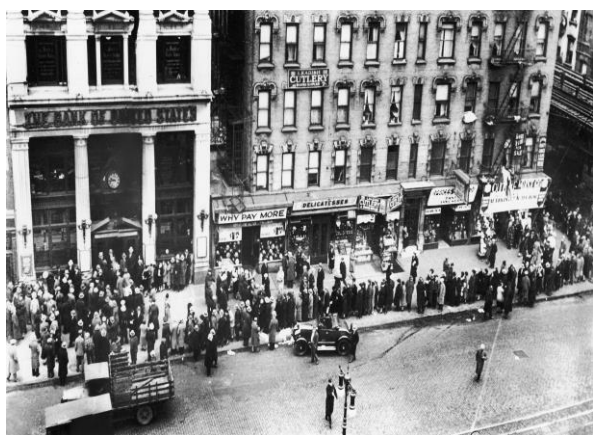
2018: Ausverkauf

## Liebe Investoren und Partner,

in 2018 mussten wir einen Verlust in Höhe von 16,37 % hinnehmen, während der Referenzindex um 2,09 % gefallen ist. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite des Fonds 5,81 %, während der Referenzindex im gleichen Zeitraum um 11,15 % p. a. gestiegen ist. Am Ende des Jahres hatte der Fonds einen Liquiditätsanteil in Höhe von 29,70 %.

Die heftige Abwärts-Volatilität im 4. Quartal - verursacht vor allem durch die Straffung der Geldpolitik der US-Notenbank und Befürchtungen über eine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums - haben wir genutzt, um zu deutlich niedrigeren Kursen die drei neuesten Aktienpositionen JD.com, zooplus AG und Danske Bank A/S aufzustoßen.

Die Aktienkurse dieser drei Unternehmen waren seit unserem Einstieg stark gefallen und haben die Fondsrendite in 2018 wesentlich negativ beeinflusst.



***Im Dezember herrschte an den Aktienmärkten ein regelrechter Ausverkauf. Der S&P 500 hatte seine schwächste Dezember-Performance seit 1931 während der Großen Depression***

Aber im Unterschied zum realen Leben, in dem die Reise wichtiger ist als die Endstation, ist es beim Investieren genau umgekehrt. Wir sind zuversichtlich, dass wir mit diesen drei Unternehmen trotz des schlechten Starts langfristig überdurchschnittliche Renditen erzielen werden.

Obwohl der Fonds nur 13 Aktienpositionen hält, gibt es große Unterschiede hinsichtlich der Geschäftsaktivitäten und -modelle, wie wir nachfolgend anhand der zooplus AG und der Danske Bank A/S erläutern möchten.

Die zooplus AG ist der größte europäischen Onlinehändler für Tierfutter mit einem Marktanteil von 50 % am Online-Handel bzw. 6 % - 7 % am Gesamthandel. Das jährliche Gesamtvolumen von Haustierfutter und -zubehör beträgt jährlich 23 Mrd. Euro und wächst unabhängig von der Konjunktur 2 % - 3 % p. a. Das Unternehmen hat mit über 6 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.

Wie schon oft erwähnt, bevorzugen wir die Investition in unterbewertete Qualitätsunternehmen mit hohen Kapitalrenditen. Und noch besser finden wir es, wenn Qualitätsunternehmen den Großteil ihrer Cash-Flows mit hohen Kapitalrenditen reinvestieren können (sog. „Compounders“).

Danske Bank A/S betrachten wir dagegen als ein gewöhnliches Unternehmen, das keinen besonderen Konkurrenzvorteil hat und langfristig deshalb nicht mehr als eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von um die 10 % erzielen kann.

Auslöser für unsere Investition war allein der hohe substantielle Abschlag zu dem von uns kalkulierten Geschäftswert. Die Bank war durch die Geldwäscheaktivitäten ihrer Filiale in Estland in die Schlagzeilen geraten, was den Börsenwert in der Folge heftig einbrechen ließ. Der mittlerweile neu eingesetzte Vorstand hat die Bank komplett durchleuchtet und u. E. die richtigen Maßnahmen ergriffen. Wir sind zuversichtlich, dass die Marktteilnehmer die Ertragskraft und das Eigenkapital der Bank mittelfristig neu bewerten werden.

Der legendäre Investor Charlie Munger hat den Unterschied zwischen Qualitätsunternehmen und gewöhnlichen Unternehmen in zwei Sätzen zusammengefasst:

*„Wenn ein Unternehmen eine Kapitalrendite von 6 % über 40 Jahre erwirtschaftet, wirst du als Anleger nicht mehr als eine jährliche Rendite von 6 % erzielen - auch wenn du es anfänglich mit einem hohen Abschlag gekauft hast. Wenn dagegen ein Unternehmen eine Kapitalrendite von 18 % über 20 oder 30 Jahre erwirtschaftet - und du es für einen offenbar hohen Preis kaufst - wirst du einen richtig guten Gewinn erzielen“*

Da Danske Bank A/S langfristig keine hohe Kapitalrenditen erzielen kann, erwarten wir eine wesentlich kürzere Haltedauer als bei unseren anderen Aktienpositionen, ungefähr 3 bis 4 Jahre. In dieser Zeit rechnen wir neben der Wertrealisierung fest mit einer hohen jährlichen Dividende.

Bei konzentrierten Aktienportfolios können gestiegene Aktienkurse zum Verstoß der UCIT -"5 % - 10 % - 40 %" - Regel führen. Diese Regel besagt, dass eine Aktienposition nicht höher als 10 % des Fondsvermögens sein darf und die Positionen - deren Anteil zwischen 5 % und 10 % liegen - zusammen

nicht mehr als 40 % des Fondsvermögens ausmachen dürfen.

Im Laufe der Jahre hat sich diese Regel als ein großer Hemmschuh für den Fonds erwiesen, da wir unsere größten Aktienpositionen immer wieder anpassen mussten und sie damit keine zusätzlichen positiven Performancebeiträge leisten konnten. Aufgrund fehlender Investitionsalternativen wurden die Verkaufserlöse als Liquidität geparkt.

Wir haben das US-amerikanische Versicherungsunternehmen AIG im letzten Quartal verkauft. Zum Kaufzeitpunkt hatte das damalige Management die Zielsetzung ausgegeben, durch Kostenreduzierungen und effizientem Schadensmanagement die Eigenkapitalrendite auf 10 % bis 15 % zu steigern.

Nachdem mittlerweile bereits der dritte Vorstandsvorsitzende angetreten war und das Unternehmen vor allem die für Versicherungen eminent wichtige Disziplin bei der Rückstellungsbildung vermissen ließ, haben wir das Vertrauen in die Umsetzung der vom Management gesteckten Ziele verloren.

Obschon unsere Erwartungen nicht erfüllt wurden und wir AIG eher als gedacht verkauft haben, ist die Rendite während der Haltedauer mit 11,42% p. a. einigermaßen zufriedenstellend ausgefallen.

### **Die Investitionen unseres Fonds**

Mit 44,20 % haben Banken und Versicherungen einen hohen Anteil am Fondsvermögen: drei Versicherungsunternehmen machen 25,10 % und drei Banken 19,10 % des Fondsvermögens aus. Der Rest des Aktienportfolios in Höhe von 26,10 % des Fondsvermögens verteilt sich auf verschiedene Branchen.



Die folgenden fünf größten Positionen machen 42,30 % 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 14fachen des für 2019 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 11fachen ihrer für 2019 geschätzten normalisierten Ertragskraft gehandelt.

*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 % und ist damit in den letzten 5 Jahren schneller als *Alibaba* gewachsen. Das Unternehmen reinvestiert seinen gesamten Cash-Flow, um dieses Wachstum zu finanzieren. *JD.com* wird zum 0,4fachen des Umsatzes gehandelt.

*Alleghany Corp.* ist eine Holding mit Tochterunternehmen im Versicherungsbereich, darunter *Transatlantic Holdings*, das zu den zehn größten Rückversicherungsunternehmen der Welt gehört. *Alleghany Corp.* hat das gleiche Geschäftsmodell wie *Fairfax Financial Holdings* und *Berkshire Hathaway* mit dem Fokus auf eine hohe Eigenkapitalrendite durch den ein diszipliniertes Versicherungsgeschäft und der erfolgreichen Investition des Kapitalstocks. Das Unternehmen wird aktuell unter dem 1,2fachen seines Buchwerts bewertet.

### **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.

Februar 2019

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](http://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](mailto:s.hedderich@nielseninvestmentmanagement.de)

**Andreas Klothen**

Stöckheimer Str. 7, 50259 Pulheim

Tel. +49 2238 / 936 93 13

E-Mail: [a.klothen@nielseninvestmentmanagement.de](mailto:a.klothen@nielseninvestmentmanagement.de)