

BERICHT DES FONDSMANAGERS 1. Quartal 2019

Nielsen – Global Value



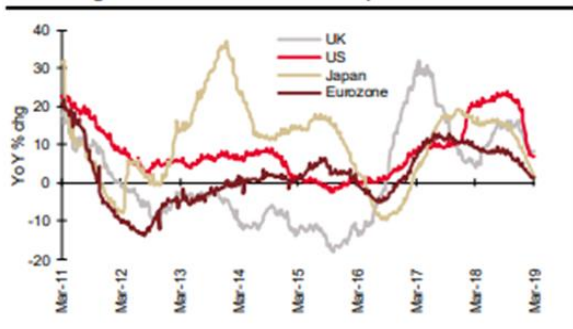
1. Quartal 2019: Immergrünen

Liebe Investoren und Partner,

im 1. Quartal 2019 hat unser Fonds ein Plus in Höhe von 15,41 % erzielt, während der MSCI um 14,51 % gestiegen ist. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die jährliche Rendite des Fonds 7,06 %, während der Referenzindex im gleichen Zeitraum um 12,29 % p. a. gestiegen ist. Ende März hatte der Fonds einen Liquiditätsanteil in Höhe von 20,28 %.

Nach der heftigen Abwärts-Volatilität im vorherigen Quartal haben die Aktienmärkte im Berichtszeitraum wieder Fahrt aufgenommen. Die Marktteilnehmer sind nach der nicht wirklich überraschenden Kehrtwende der Notenbanken von einer restriktiven zu einer lockeren Geldpolitik wieder optimistisch und glauben schlichtweg nicht an die - im Vergleich zu den vorherigen Quartalen - viel weniger optimistischen Gewinnprognosen der Unternehmen.

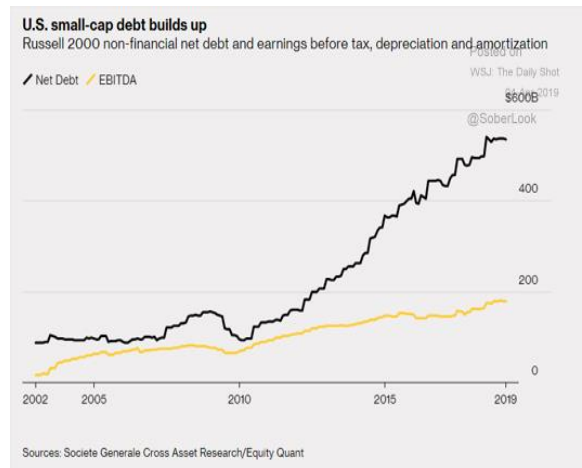
Synchronized profit slowdown is well underway.
YoY change in 12-month forward EPS expectations



Source: SG Cross Asset Research/Equity Quant, I/B/E/S

Das von den Analysten für die nächsten 12 Monate erwartete Gewinnwachstum verlangsamt sich bzw. fällt weltweit

Das Fortsetzen der lockeren Geldpolitik wird die immense Fehlallokation von Kapital und Risiken u. E. weiter verstärken, da Marktteilnehmer auf der Suche nach Rendite in riskante Marktsegmente drängen, beispielsweise in hochverschuldete US-amerikanische Nebenwerte.



Seit der Finanzkrise 2008 ist die Nettoverschuldung der US-Nebenwerte wesentlich stärker gestiegen als deren Cash-Flows

So hat mehr als ein Drittel der Unternehmen im Nebenwerte-Index Russell 2000 in den letzten 12 Monaten einen Verlust von 69 Mrd. \$ erlitten, während die übrigen Unternehmen nur einen Gewinn in Höhe von 33 Mrd. \$ erzielt haben. Die Gruppe der defizitären Unternehmen hat seit Januar 2016 um 19% besser abgeschnitten als die Gruppe der profitablen Unternehmen.

Immerhin mehr als ein Viertel der Unternehmen im Russell 2000 hat in den letzten fünf Jahren Geld verloren, was sie nicht davon abgehalten hat, im gleichen Zeitraum aktienbasierte Managementvergütungen in Höhe von 25 Mrd. \$ zu zahlen!

Das Phänomen defizitärer Unternehmen beschränkt sich jedoch nicht nur auf US-Nebenwerte. Bereits im September 2018 hat die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) angemerkt, dass in den entwickelten Volkswirtschaften etwa 12% aller Unternehmen als „Zombies“ bezeichnet werden können. „Zombies“ sind gemäß der Definition der OECD mindestens 10 Jahre alte Unternehmen, deren operativer Gewinn in den drei vorangegangenen Jahren die Schuldzinsen nicht gedeckt hat.

Die Banken, so die BIZ-Ökonomen, verlängern laufend die Kredite und lassen die „Zombies“ künstlich am Leben, um keine Kreditausfälle ausweisen zu müssen.



Evergreening (Immergrünen) nennt man das Verhalten von Banken, wenn sie defizitären Unternehmen laufend Kredite verlängern, anstatt die Kredite abzuschreiben

Die BIZ-Ökonomen konnten nachweisen, dass ein Anstieg von einem Prozentpunkt beim Anteil der „Zombies“ in einer Branche die Kapitalinvestitionen der gesunden Unternehmen („Nicht-Zombies“) um ganze 17% reduziert (siehe dazu die umfassende Darstellung in BIS Quarterly Review, The rise of zombie firms: causes and consequences, Sept. 2018).

Ein weiteres prominentes Beispiel für die Fehlallokation von Kapital sind die Börsengänge der „Unicorns“ (Unternehmen, die mit mindestens einer Mrd. \$ bewertet werden) in den USA. Trotz (oder wegen?) der Sorge eines wirtschaftlichen Abschwungs stürzen sich die Marktteilnehmer auf die Aktien der zumeist defizitären Unternehmen, wie beispielsweise auf die zwanzigfach überzeichneten Aktien des Fahrdienstanbieters Lyft, der bei einer Bewertung von 24 Mrd. \$ im letzten Jahr einen Verlust von fast 1 Mrd. \$ hinnehmen mußte.

Lyft ist aber bei weitem kein Einzelfall: 81% der US-Unternehmen, die 2018 an die Börse gingen, haben in den 12 Monaten vor ihrem Börsennotierung Verluste erlitten. Nach Angaben des Datenanbieters Bloomberg bereiten 300 US-Unternehmen ihren Börsengang in 2019 vor und wollen damit 100 Mrd. \$ einnehmen, so viel wie in den Jahren 1999 und 2007!

Die Euphorie der Marktteilnehmer bezüglich dieser oftmals unprofitablen und fragwürdigen Geschäftsmodelle (Fahrdienstleister wie Lyft oder Uber, Pinterest mit seinen Bildersammlungen im Internet, etc.) kann unserer Meinung nach nur mit der Angst erklärt werden, ein neues „Apple“ oder „Facebook“ zu verpassen. Wie sonst lässt es sich erklären, dass Uber über 100 Mrd. \$ wert sein soll, obwohl das Unternehmen in seinem eigenen Börsenprospekt anmerkt, dass es vielleicht niemals schwarze Zahlen schreiben wird.

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken hat letztendlich dazu geführt, dass in sämtlichen Teilbereichen des Finanzmarkts die Marktteilnehmer auf der Suche nach ausreichenden Renditen die verbundenen Risiken sowie die fundamentalen Entwicklungen ausblenden.

Als reine Bottom-Up-Investoren konzentrieren wir uns weiterhin auf die fundamentalen Entwicklungen der Unternehmen, deren Aktien wir in unserem Fonds aufnehmen oder halten möchten.

Die Investitionen unseres Fonds

Wir haben im Laufe des Quartals angefangen, zwei neue Positionen aufzubauen. Sobald wir voll investiert sind, werden wir Ihnen die Unternehmen vorstellen.

Unsere fünf Hauptpositionen sind aktuell:

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 15fachen 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 12fachen 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 0,5fachen des Umsatzes gehandelt.

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.

Die *Dürr AG* ist der weltweit führende Produzent und Serviceanbieter für Roboter und Lackieranlagen für die Autoindustrie. In den letzten Jahren wurde der Fokus auf eine hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital und einer hohen Cash Conversion Rate (Verhältnis zwischen Cash-Flow und Nettogewinn) gelegt. Die Aktie wird aktuell unter dem 9fachen des für 2019 zu erwartenden 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.

April 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.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