



Bericht des Fondsmanagers Ole Nielsen Nielsen Capital Management Fondsmaeglerselskab A/S

März 2010

Sehr geehrte Investoren und Partner,

unser Ergebnis im ersten Quartal 2010 weist ein Plus von 4,44% aus. Im gleichen Zeitraum ist der MSCI-Welt-Index um 4,67% gestiegen. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die Wertentwicklung plus 35,18%, während der MSCI-Welt-Index im gleichen Zeitraum um 37,71% gestiegen ist.

Die Aktienmärkte sind freundlich in das Jahr 2010 gestartet und die Volkswirtschaften scheinen sich aus einem rezessiven in ein prosperierendes Umfeld zu bewegen. Die Regierungen zusammen mit ihren Notenbankchefs haben die drohende ökonomische Katastrophe mit einer stark expansiven Geldpolitik vorerst vermeiden können, doch die nächsten Vermögensblasen bilden sich bereits wieder. Nun stehen wir mit riesigen Budgetdefiziten da und die Frage wird sein, wann die expansive Geldpolitik wieder neutralisiert wird. Dunkle Wolken brauen sich zusammen....

Wie bereits im Geschäftsbericht 2009 erwähnt, finden wir momentan keine unterbewerteten Qualitätsgesellschaften. Die Barmittel aus Mittelzuflüssen, Dividenden und Zinsen erhöhen unsere Liquidität, die wir für zukünftige Gelegenheiten nutzen werden. Wir haben 83,5% unseres Fondsvermögens in Aktien investiert. Wenn wir keine hervorragenden Investmentgelegenheiten finden, werden wir weiter unsere Liquidität erhöhen. Wir lehnen es ab zu investieren und mit dem Fondsvermögen ins Risiko zu gehen, nur um bei steigenden Aktienmärkten das gute Gefühl zu haben, dabei zu sein.

Andererseits sind wir über die bereits investierten 83,5% des Fondsvermögens glücklich. Alle Gesellschaften haben wir - im Vergleich zu ihren Geschäftswerten - zu einem sehr niedrigen Niveau erworben und was noch viel wichtiger ist, sie sind immer noch unterbewertet. Darüber hinaus, haben sich alle Gesellschaften in 2009 fundamental gut entwickelt.

Ringkjöbing Landbobank, eines unserer größten Positionen, hat im ersten Quartal eine Eigenkapitalrendite in Höhe von 19,5% erzielt (vor der Zahlung in den zentralen Sicherungsfonds gemäß dem Bankpaket I), was offensichtlich sehr gut ist. Dieses Ergebnis aber bei einer durchschnittlichen Solvabilitätsquote von 20,4% zu erzielen, das ist überragend.

Die folgenden 5 Hauptpositionen machen 38,4% des Portfolios aus

Carl Allers Etablissement: Dieses skandinavische Verlagshaus hat in der Vergangenheit außerordentlich hohe Kapitalrenditen und Cash-Flows erwirtschaftet. Die Gesellschaft wird im außerbörslichen Handel zu 50% unter ihrem Buchwert gehandelt, ist extrem überkapitalisiert, schuldenfrei und die Kassenbestände und Wertpapiere entsprechen 125% des aktuellen Marktwertes. Die Dividendenrendite bezogen auf unseren Kaufpreis beträgt 3,5%.



Fairfax Financial Holdings ist eine kanadische Finanzholding einer Gruppe überwiegend nord-amerikanischer Sachversicherungen. Das Management ist aktionärsfreundlich und hält selbst einen bemerkenswerten Anteil an Fairfax. Mit der Fokussierung auf den Kapitalstock der einzelnen Sachversicherungen hat das Management mit seinem valueorientierten Investmentansatz seit 1985 den Buchwert von Fairfax um durchschnittlich 23,5% p. a. steigern können. Wir haben die Aktie unter Buchwert kaufen können und sie wird immer noch zum Buchwert gehandelt.

Nipponkoa Insurance ist ein japanischer Sachversicherer, der aktuell mit dem japanischen Sachversicherer Sompo zur Holding NKSJ fusioniert. Es gibt starke Anzeichen dafür, dass das Management zukünftig mit dem Kapitalstock absolute Renditen erwirtschaften und die Gesellschaft aktionärsfreundlich führen möchte. Die Gesellschaft ist überkapitalisiert und wird nach internationalen Bilanzierungsregeln zu 45% des Nettoanlagevermögens gehandelt.

Nordea ist die größte skandinavische Bank mit dem Fokus auf die traditionellen (aber für viele Banken jetzt neuen) Regeln des Bankgeschäfts, Kreditqualität und Risiko. Das Management konzentriert sich fortwährend auf Kostenreduktion, Liquidität, die Anlage- und Kreditqualität und ist in der Lage risikoarme Kunden zu gewinnen, was langfristig zu einer weiteren Erhöhung der Ertragskraft führen wird. Wir haben die Aktie mit einem hohen Abschlag zum Buchwert kaufen können und sie wird immer noch unter dem 8fachen ihrer normalisierten Ertragskraft gehandelt.

Ringkjöbing Landbobank, eine dänische Regionalbank, ist die effizienteste und profitabelste Bank Dänemarks - wahrscheinlich der ganzen Welt. 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 8fachen ihrer normalisierten Ertragskraft gehandelt.

Finanzielle Zielsetzung

Finanzielle Zielsetzung des Fonds ist die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen Eigenkapitalrendite pro Jahr unter Berücksichtigung eines geringen Risikos für dauerhaften Kapitalverlust. Wir messen den wirtschaftlichen Erfolg des Fonds nicht am Fondsvolumen. Unser Fokus auf langfristige Wertsteigerung soll durch die Anlage in unterbewerteten und gut kapitalisierten Gesellschaften, die vorwiegend ihren Sitz in Nordamerika, Europa und Japan haben, verwirklicht werden.

Der Besitz von hochprofitablen, unterbewerteten und zu Gunsten aller Aktionäre gemanagten Gesellschaften, ist unser bevorzugter Weg zum Wohlstand. Wenn das nicht möglich ist, bleibt uns das „event-driven value investing“ (die Investition in Sondersituationen) als zweitbesten Weg.

Für eine nähere Erläuterung der finanziellen Zielsetzung verweisen wir auf den Jahresbericht 2008.

Mit freundlichen Grüßen

Nielsen Capital Management Fondsmæglersekskab A/S

Ole Nielsen