

Langfristiger Anlagefonds

Newsletter Juli 2004

So wie in der Anleitung für Eigentümer beschrieben wird, sollten sich in langfristige Fonds investierende Anleger eher die Ergebnisse unserer Unternehmen ansehen und weniger den Preis ihrer Aktien (und den Liquidationswert des Fonds, der einfach die Summe der Preise der Aktien ist, die wir zu einem bestimmten Datum besitzen), um zu beurteilen, wo wir stehen. Daher sprechen wir hauptsächlich von „innerer Performance“ und weniger von der Performance der Aktien.

Für eine vollständige Beschreibung der Investmentphilosophie für langfristige Anlagefonds und das dazugehörige „Benutzerhandbuch“, in dem unsere Messkonzepte wie beispielsweise „innerer Wert“ und „Fondsgewinn pro Aktie“ beschrieben werden, verweisen wir Sie auf unserer Internetseite unter www.ltif.com. Sie finden dort auch unsere letzten Newsletter sowie die detaillierten Ergebnisse des Fonds seit seinem Beginn.

Für alle weiteren Fragen schreiben Sie bitte an info@ltif.com.

Ergebnisse unseres Portfolios

Profitabilität verbessert sich weiterhin bei nahezu allen Unternehmen

Fast alle Unternehmen in unserem Portfolio haben im vergangenen Quartal wieder sehr gut abgeschnitten. Dies gilt mit der Ausnahme von Bachoco, bei dem die allgemeinen Preise für sein Hauptprodukt (Hähnchenteile) gefallen sind, das aber immer noch einen guten Cashflow erzielt hat, und von Boskalis, das eine erwartete zyklische Nachfrageminderung erlebt. Abgesehen davon erzielen unsere Unternehmen Rekordgewinne, mit Zuwachsraten, die im Jahresvergleich in einigen Fällen 30% und mehr erreichen (Barrat, McCarthy & Stone, Depfa, Posco...). Ihr Ausblick für den Rest des Jahres ist im Allgemeinen sehr positiv, weshalb wir davon ausgehen, dass wir das Jahr 2004 mit einem starken Zuwachs beim inneren Wert des Portfolios beenden werden. Wie immer können Sie alle Details unter www.ltif.com nachsehen.

Der Liquidationswert des Fonds ist seit dem 1. Januar kostenbereinigt um 8,37% gestiegen.

Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Net Asset Value des Fonds pro Aktie seit Beginn des Fonds im Vergleich zum weltweiten MSCI-Aktienindex, mit Dividenden (bereinigt), in Euro. Seit Anfang des Jahres ist der Net Asset Value pro Aktie (Liquidationswert) kostenbereinigt um 8,37% gestiegen, was bedeutet, dass er in diesem Quartal nahezu flach geblieben ist (+0,16%). Diese flache Performance reflektiert einen Zuwachs bei einigen Aktien (meistens unsere Erdölunternehmen und einige unserer Schweizer Aktien, wie

Kontaktdaten für langfristige Anlagefonds

Verwalter:

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Niederlande

Investment Manager:

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
British Virgin Islands

Eingetragener Firmensitz:

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
British Virgin Islands

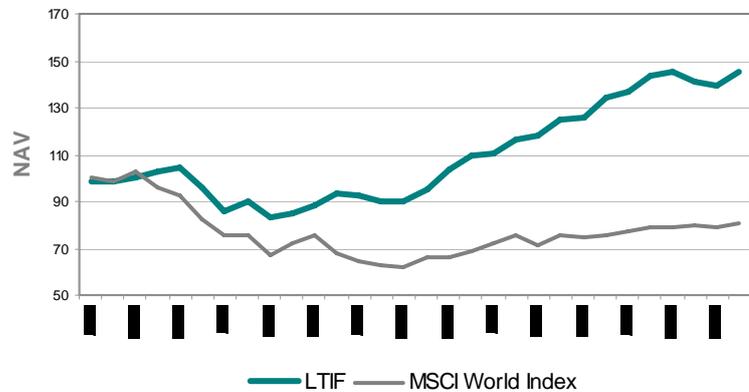
Hinterlegungsstelle:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Genf
Schweiz

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

beispielsweise SIG und Zehnder) und einen Rückgang des Aktienpreises bei einigen unserer Hauptpositionen, nämlich bei Depfa und McCarthy & Stone. Wir sind in keiner Weise besorgt über diese Preisfälle, da wir glauben, dass der innere Wert der Unternehmen weiter steigen wird. Vielmehr haben wir diese Entwicklung genutzt, um unseren Bestand zu ausgezeichneten Preisen zu vergrößern.



Die Gesamthöhe des Net Asset Value ist von 14.981.483 Euro zum Ende des vergangenen März auf 17.742.176 Euro zum 30. Juni 2004 gestiegen.

Der Fonds wächst weiter und hat nun eine Höhe von 17.742.176 Euro erreicht. Für das restliche Jahr prognostizieren wir ein noch schnelleres Wachstum durch neue Geldmittel.

Portfolio-Nachrichten

Wir haben Natuzzi verkauft (etwa 30% Wertsteigerung in zwei Jahren)

Wir haben Natuzzi, S.p.A. verkauft. Obwohl wir immer noch denken, dass es sich um ein ausgezeichnetes Unternehmen handelt, glauben wir, dass der Rückgang der Profitabilität im letzten Jahr dauerhaft ist: 50% der Unternehmensumsätze gehen in die USA und wir denken nicht, dass der Dollar wieder den Stand erreicht, den er vor 2002 hatte. Außerdem antwortet das Unternehmen der kostengünstigen Konkurrenz aus China mit erheblich gesteigerten Marketingausgaben. Das ist vielleicht die angemessene Strategie, aber es wird die Gewinne in absehbarer Zukunft herabdrücken. Wenn man berücksichtigt, dass der Aktienpreis um mehr als 30% gestiegen ist, seit wir das Unternehmen gekauft haben und dass der zukünftige PE jetzt bei etwa 12-15 steht und unserer Meinung nach in den kommenden Jahren nicht zurückgeht, haben wir uns dazu entschieden, zu verkaufen, da es für unser Geld bessere Kaufgelegenheiten gibt.

Wir haben Samsung Electronics und Imperial Sugar gekauft

Samsung Electronics ist weltweiter Marktführer bei Flachbildschirmen und verschiedenen Arten von Halbleitern und ein sehr erfolgreicher Neueinsteiger im Handymarkt (14% Weltmarktanteil). Für ein Unternehmen mit diesen Eigenschaften wird es zu absolut lächerlichen Preisen verkauft (PE bei etwa 5), besonders für ein so profitables Unternehmen (Eigenkapitalrendite über 35%!).

Wir glauben, dass es eine Reihe von Gründen für einen so niedrigen Preis gibt: Der gesamte koreanische Markt ist niedrig, da ausländische Investoren ihn verlassen haben; Technologieaktien stehen auf der ganzen Welt niedrig (aus gutem Grund –Bewertung– können wir hinzufügen); und es gibt

eine weitverbreitete Meinung, dass die Preise für Flachbildschirme fallen werden, inmitten von zukünftigen Überkapazitäten. Ohne diesen letzten Punkt zu verleugnen, glauben wir, dass eine Kombination aus steigender Nachfrage (eben dank niedrigerer Preise), technologischer Führungsstellung (Sony hat zugesagt, seine Bildschirme von Samsung zu beziehen) und vor allem einer extrem niedrigen Bewertung Samsung zu einer soliden Anlage machen. Das Unternehmen wirft in unglaublichem Maße Geld ab (ziemlich selten bei einem Technologiemarktführer) und hat gerade eine Sonderdividende und einen Aktienrückkaufplan angekündigt.

Ein anderes Unternehmen, das wir gekauft haben, ist Imperial Sugar, ein amerikanischer (trotz seines Namens) Produzent und Verpacker von Zucker sowohl für industrielle als auch für häusliche Zwecke. Es handelt sich um ein kleines Unternehmen (Marktkapitalisierung von knapp über 100 Millionen Euro), das gerade eine Restrukturierungsphase hinter sich hat. Wie so oft bei solchen kleinen Unternehmen weiß der Markt nach einer drastischen Restrukturierung nicht, wie er sie bewerten soll... weil es niemanden wirklich interessiert. Wir glauben, dass der derzeitige Preis bei sehr konservativen Annahmen 30% unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt. Wir betrachten dies nicht als langfristigen Bestand, da die Industrie viel zu wünschen übrig lässt, aber es handelt sich um eine sichere Art, eine interessante Rendite bei sehr niedrigem Risiko zu erzielen.

Erdölunternehmen machen jetzt 15% des Portfolios aus.

Wir haben Canadian Oil Sands Trust, Suncor Energy, und Petrocanada hinzugefügt

Wir arbeiten weiter an unseren Erdölbeständen. Wir kaufen Erdölunternehmen nicht wegen kurzfristiger Preiserhöhungen (auch wenn das vorkommt). In Wirklichkeit hedgen die meisten Erdölunternehmen einen Großteil ihrer Produktion (Terminverkauf). Das bedeutet, dass sie in diesem Jahr unter Umständen nicht die Gewinnsteigerung haben werden, auf die die derzeitigen Ölpreise hindeuten, da sie mit den Preisen aus dem vergangenen Jahr gehedgt haben (durchschnittlich etwa 25 Dollar pro Barrel). Wir kaufen, weil wir glauben, dass die Energiepreise langfristig nur steigen können und der Aktienpreis der meisten dieser Unternehmen reflektiert diesen Umstand nicht. Viele Börsianer *wollen* glauben, dass Erdöl auf 20 Dollar pro Barrel sinkt und die Unternehmen, die wir für den Fonds kaufen, haben einen Marktpreis, der in etwa von diesem Stand ausgeht. Wir denken aber nicht, dass dies der langfristige Erdölpreis sein wird, selbst wenn der derzeitige Stand zeitweise fällt.

Daher kaufen wir Unternehmen mit dem besten Preis-Reserve-Verhältnis, die gut geführt werden und die keine politischen Risiken mit sich bringen. Dies führt uns nach Kanada, wo wir einige Unternehmen gefunden haben, deren Besitz sehr interessant ist.

Darunter zeichnen sich Canadian Oil Sands und Suncor durch ihre gewaltigen Ölsandreserven aus. Dieses Öl ist teuer in der Produktion und hat eine Reihe von Vorteilen: Keine Ausgaben für die Suche danach, weil es bereits vorhanden ist; die Reserven sind enorm (Canadian Oil Sands verfügt über Reserven für mindestens 65 Jahre, im Vergleich zu 7 Jahren bei Shell); und es wird äußerst profitabel, wenn die Erdölpreise ein wenig ansteigen: Die „Hebelwirkung“ ist am größten, wenn die Kosten am höchsten sind (ein Preisanstieg um 1 Dollar erhöht die Gewinnmargen, wenn sie bei 4 Dollar lagen und hat

geringere Auswirkungen, wenn sie schon bei 15 Dollar lagen).

Außerdem haben alle Unternehmen, die wir kaufen, solide Expansionspläne und sie werden zu niedrigen Multiplern verkauft. Dies bedeutet, selbst wenn die Erdölpreise kurz- bis mittelfristig etwas sinken, dass die Gewinne steigen werden (mit der Hilfe von Mengenzuwächsen und besseren Hedgingbedingungen) und unsere Profitabilität als Anleger ist garantiert, da wir sie zu einem sehr niedrigen Preis kaufen.

Im Laufe der nächsten Quartale werden wir weiterhin an diesem Thema arbeiten und unser Portfolio an Erdöleigentum umgestalten, wenn wir eine Feinabstimmung unserer Bewertungen all dieser Unternehmen vornehmen.

Unser nächster Newsletter wird sich ausführlich mit der Erdölindustrie aus der Sicht eines Value-Anlegers auseinandersetzen

Wir haben vielleicht die Grenze des Anteils von Erdölinvestitionen in unserem Portfolio erreicht, aber das Thema ist so wichtig, dass wir den nächsten Newsletter einer gründlichen Analyse dieser Industrie widmen werden.

Ausblick

Die Märkte werden korrigiert: Gewinne sind gestiegen und Aktienpreise haben sich nicht bewegt, aber sie sind immer noch teuer.

Die Märkte sind immer noch teuer: Ein durchschnittlicher PE von über 15 ergibt eine implizite Rendite von weniger als 7%. Hohes Gewinnwachstum verbessert natürlich die Rendite, aber der Gesamtmarkt kann die Gewinne nicht schneller als das Bruttosozialprodukt der Wirtschaftskonjunktur steigern. Wir prognostizieren daher eine lange Phase mit mittelmäßiger Performance der Indizes. Dies kann in zwei unterschiedlichen Arten erfolgen: indem sie heftig fallen und steigen, so wie in den Jahren 2002 und 2003, um am Ende auf demselben Stand wie vorher zu sein... oder, indem sie einfach auf dem gleichen Stand bleiben, so wie in der ersten Hälfte dieses Jahres. In beiden Fällen ist eine Investition in die Indizes aber ein Vorschlag, bei dem man langfristig nicht gewinnen kann, wenn man in einem teuren Moment beginnt.

Als Ergebnis sehen wir kein gutes Potenzial für eine langfristige Wertsteigerung der Indizes

Unser Portfolio ist mittelfristig sehr gut positioniert

Wie unser Portfolio beweist, lässt sich jedoch immer noch Wert finden. Das Gesamtgewinnwachstum wird in diesem Jahr 20% übersteigen, während der PE unter 10 liegt. Was auch immer die Märkte machen, was auch immer der Preis unserer Aktien macht, wir glauben, dass dieses Portfolio eine solide langfristige Anlage ist.