

# Langfristiger Anlagefonds

## Newsletter April 2003

Um zu beurteilen, wo wir stehen, 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), so wie dies in der Anleitung für Eigentümer beschrieben wird. 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 unsere Internetseite unter

[www.ltif.com](http://www.ltif.com)

Zur Ansicht unseres letzten Newsletters (August 2002) klicken Sie bitte hier: [www.ltif.com/January2003.pdf](http://www.ltif.com/January2003.pdf)

Für alle weiteren Fragen schreiben Sie bitte an [info@ltif.com](mailto:info@ltif.com).

### **Ergebnisse unseres Portfolios**

Unsere Schlüsselmesswerte sind der „Gewinn pro Aktie“ des Fonds, die „Kapitalrendite“ und der „innere Wert“ jeder Aktie des Fonds (sie werden im Abschnitt **„Benutzerhandbuch“** auf unserer Internetseite genauer erklärt). Wir könnten auch die Einkünfte aus Dividenden hinzufügen, da wir bei den meisten Anlagen eine großzügige Dividende zahlen (der durchschnittliche Ertrag liegt bei über 3%), aber wir reinvestieren diese Dividenden in mehr Aktien, sodass sie in den vorherigen Messwerten erscheinen: wir haben höhere Gewinne, weil wir mehr Aktien eines Unternehmens haben, ohne dass unsere Anleger mehr Geld in ihren Fonds investieren müssen.

Unsere Ergebnisse für das Jahr 2002 sehen folgendermaßen aus

Gewinn pro Aktie	€ 13.04
Kapitalrendite	16.10 %*
Innerer Wert	€ 70.14

\* Bezieht sich auf die Aktien, die wir behalten. Wir haben einige Aktien mit Verlust verkauft.

### **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

## ***Ergebnisse unseres Portfolios (Fortsetzung)***

2002 war unser erstes Geschäftsjahr. Als wir angefangen haben, lag unser innerer Wert bei 100 Euro pro Aktie: unsere gesamten Einnahmen waren Barmittel. Da wir dieses Geld in den Kauf von Unternehmen investiert haben, mussten wir oft ein Aufgeld zahlen: Es gibt nicht viele Unternehmen, die für weniger als ihren Buchwert erhältlich sind (auch wenn wir einige gekauft haben). Im Wesentlichen haben wir 100 Euro, die selbst sehr wenig abwerfen (wenn man sie bar behält), in Unternehmensanteile im Wert von €70,14 eingetauscht, die eine durchschnittliche Rendite von 18,4% erzielen. Wenn diese Rendite konstant bleibt (wovon wir ausgehen, weil das die Grundlage für unsere Wahl war), werden wir sehr bald sehen, dass der innere Wert unserer Anlage weit über dem Betrag liegt, den wir eingesetzt haben. Unsere Profitabilität ist natürlich zeitweise abgeschwächt, da neue Anleger dem Fonds beitreten, wir erwarten jedoch keinen massiven Zulauf (der Fonds ist seit seinem Beginn um etwa 15% gewachsen).

Die Zukunft sieht eigentlich sehr gut aus. In den ersten drei Monaten des Jahres 2003 ist die Profitabilität aller unserer Unternehmen angestiegen. Wir haben diese Unternehmen zu einem sehr niedrigen Preis gekauft: Der durchschnittliche PE des Fonds liegt bei 6,5, seine Gewinne wachsen sogar um mehr als 10%. Ungeachtet der Richtung, in die sich die Märkte bewegen, sind wir uns ziemlich sicher, dass unsere Anlagen am Ende des Jahres bedeutend mehr wert sein werden als heute.

Aus der Sicht des Liquidationswertes (der Wert, den der Markt dem Portfolio zu einem bestimmten Zeitpunkt gibt) hat sich das Portfolio im Laufe des Jahres 2002 gut behauptet (-6,8%) und ist im Jahr 2003 stabil (-2,8% zum 31. März, aber +2,2% zum Ende der ersten Aprilwoche).

Unsere Anleger wissen, dass der Liquidationswert nicht der angemessene Messwert für dieses Portfolio ist, zumindest nicht für die ersten drei Jahre: Der Grund hierfür ist, dass wir gute Unternehmen kaufen, die vom Markt falsch verstanden werden und zu Preisen gekauft werden können, die niedriger als ihr innerer Wert sind. Man sollte aber nicht denken, dass der Markt, kurz nachdem wir sie gekauft haben, plötzlich seinen Fehler entdeckt. Viele dieser Unternehmen brauchen eine gewisse Zeit, bis sie zu einem Preis gehandelt werden, der ihren wirklichen Wert widerspiegelt. Aber es wird passieren. Ihre Gewinne und Dividenden werden jedenfalls weiterhin wachsen. Selbst wenn der Markt sie nie besser bewerten wird, der bloße Gewinnzuwachs sollte einen mittelfristigen Anstieg des Marktwertes der Aktien gewährleisten.

## ***Portfolio-Nachrichten***

Seit dem letzten Newsletter (Januar 2003) haben wir nur ein Unternehmen verkauft und ein anderes gekauft. Wir haben jedoch unsere Positionen in verschiedenen Unternehmen erhöht, die wir bereits hatten.

Wie bereits im Januar-Newsletter erwähnt, haben wir Uniland verkauft, weil wir mussten: Die Mehrheitsaktionäre haben für das Unternehmen ein Take-Private beschlossen und „berauben“ uns so einer hervorragenden Anlage. Wir haben Uniland bei einer Bewertung gekauft, die so billig war, dass der PE (4) niedriger als der Dividendenertrag (5%) war. Es ist ein Trost,

dass wir angesichts der Profitabilität des Unternehmens belohnt wurden, wenn auch nicht besonders großzügig: Der Endpreis lief auf einen Gewinn von 70% hinaus, einschließlich der erhaltenen Dividenden. Es ist schade, diese Anlage zu verlieren, aber die Jahresrendite ist nicht schlecht. Es handelte sich um unseren größten Bestand.

Wir haben Natuzzi SpA gekauft. Natuzzi ist ein italienisches Unternehmen mit Sitz in der Nähe von Neapel, mit dem weltweit größten Marktanteil im Bereich Ledersofas, die weltweit unter den Markennamen Natuzzi, Divani&Divani und Italsofa verkauft werden. Das Unternehmen hat Fabriken in Italien, Brasilien und China. Seine Verkäufe gehen fast zu gleichen Teilen in die USA und nach Europa, mit kleineren Transaktionen in den restlichen Weltregionen. Es wird an der New Yorker Börse gehandelt und verfügt über eine Marktkapitalisierung von etwa 500 Millionen Euro.

Die Finanzsituation des Unternehmens ist sehr solide: am Ende des Jahres 2002 verfügte es über Barmittel in Höhe von 100 Millionen Euro, ohne Schulden. Es ist extrem profitabel: Seine Eigenkapitalrendite lag während der vergangenen 10 Jahre bei knapp über 20%. Das Unternehmen zahlt regelmäßig eine gute Dividende aus (Rendite von etwa 3%) und darüber hinaus relativ häufig Sonderdividenden, wenn die Barmittel sich einfach akkumulieren.

In den vergangenen fünf Jahren bestand die Unternehmensstrategie in einer "vorwärts gerichteten Integration": Es wird Geld in die Entwicklung einer bekannten Marke und das eigene Vertriebsnetz investiert. Es hat in den vergangenen fünf Jahren Dutzende von Fachgeschäften eröffnet und hat für die nahe Zukunft Pläne zur Eröffnung weiterer, zusätzlich zu einer Reihe von „Galerien“, bei denen es sich um „Fachgeschäfte in Geschäften“ in den wichtigsten US-amerikanischen Kaufhäusern handelt. Wir halten dies für eine ausgezeichnete Strategie, da kostengünstige Hersteller am Ende einen bedeutenden Teil des Marktes einnehmen könnten (obwohl hohe Transportkosten den Kostenvorteil durch billige Arbeitskräfte abschwächen). Die Marke, das Design und die Distribution anzugreifen, ist jedoch schwieriger (denken Sie nur an Nike, die keinen einzigen Schuh herstellen). Es scheint, als ob die Umsetzung der Strategie bisher gut verläuft.

Wir haben es geschafft, diese Anlage zu einem extrem niedrigen Preis aufzunehmen, etwa 4,5 mal die Gewinne aus dem Jahr 2002. Wie bei unseren Anlagen üblich, ist es für uns schwer verständlich, warum der Markt dieses Unternehmen zurzeit so billig bewertet, aber wir gewöhnen uns daran, in diesen höchst unbeständigen Zeiten solche Kaufgelegenheiten zu sehen. Das Unternehmen hat soeben seine vollständigen Zahlen für das Jahr 2002 veröffentlicht, die gut sind, und erwartet für das Jahr 2003 einen etwas höheren Gewinn. Selbst wenn es die Performance dieses Jahres einfach wiederholt, handelt es sich gewiss um ein sehr gutes Ergebnis.

### ***Performance unserer Unternehmen***

Die meisten unserer Unternehmen haben im Jahr 2002 sehr gut abgeschnitten. Mit Ausnahme der unten erwähnten haben sogar alle Unternehmen Rekordgewinne erzielt. Und was noch besser ist: Die Unternehmen erwarten ein starkes Jahr 2003, mit

Gewinnen mindestens auf dem gleichen Niveau.

ABN AMRO hatte im Jahr 2002 eine starke Gesamtperformance, auch wenn die Nettogewinne im ersten Halbjahr von Abschreibungen im Zusammenhang mit Worldcom und Enron und anderen Problemen heruntergezogen wurden. Das zweite Halbjahr war bereits sehr stark und die Erwartungen für das Jahr 2003 sind gut.

Für Hunter Douglas sind es keine guten Zeiten: Die Gewinne im Jahr 2002 lagen bei 3,07 Euro gegenüber 3,08 Euro im Jahr 2001. Das Unternehmen gibt keine klaren Leitlinien für das Jahr 2003 vor, obwohl es darauf besteht, dass es eine starke langfristige Position hat. Es kauft weiterhin andere Unternehmen zu angemessenen Preisen und trägt so zur Konsolidierung des Sektors bei.

Petroleum Development ist als Erdgasproduzent stark vom Preis dieses Rohstoffs abhängig. Die Ergebnisse für das Jahr 2002 waren nicht gut (Gewinn pro Aktie: 0,57 Dollar gegenüber 0,9 Dollar im Jahr 2001), aber die Energiepreise liegen hoch und dieses erste Quartal entwickelt sich sehr stark. Das Unternehmen könnte seine Gewinne im Jahr 2003 leicht verdoppeln.

Und schließlich hatte Teleplan, wie viele andere „Hightech“-Unternehmen, einen Großteil des übernommenen Goodwill abschreiben müssen, als es vor vier Jahren eine Reihe von Unternehmen zu erhöhten Preisen erwarb. Diese Abschreibungen betreffen den derzeitigen Cashflow nicht (das Geld wurde damals ausgegeben, aber jetzt anerkannt), aber drücken die Nettogewinne: Eigentlich hätten die Gewinne aus dem Kaufjahr gedrückt werden sollen. Aber für die Zukunft ist die Gesamtperformance wichtig, und die war beeindruckend. Das Unternehmen ist auf ein organisches Mindestwachstum von 20% im Jahr 2003 eingerichtet. Zu seinem derzeitigen Preis handelt es sich um eine ausgezeichnete Anlage, die dazu in der Lage sein sollte, ihre Gewinne innerhalb von vier Jahren zu verdoppeln.

Positiv war, dass Boskalis, Depfa, McCarthy and Stone und Sjaelsoe alle Rekordgewinne zu verzeichnen hatten, mit Steigerungen von über 15% und sehr starken Cashflows.

Eine detaillierte Beschreibung der Performance aller unserer Unternehmen im Jahr 2002 finden Sie auf unserer Internetseite unter

[www.ltif.com/investments](http://www.ltif.com/investments).

### ***Liquidationswert***

Eine detaillierte Beschreibung des Net Asset Value oder des Liquidationswertes des Fonds zum 31. März 2003 finden Sie unter:

[www.ltif.com/NAV\\_March\\_2003.pdf](http://www.ltif.com/NAV_March_2003.pdf)

