

Newsletter Langfristiger Anlagefonds, Januar 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

Zur Ansicht unseres letzten Newsletters (August 2002) klicken Sie bitte hier:
www.ltif.com/August2002.pdf

Anmerkungen zum Januar 2003

Wir haben zurzeit einen Halbjahreswert für die innere Performance, da die Unternehmen Zeit benötigen, um ihre Jahresabschlussberichte vorzulegen. Wir sollten die Ergebnisse zur inneren Performance für das Jahr 2002 Ende Februar haben. Wir werden dann dazu in der Lage sein, das Wachstum des inneren Wertes unserer Anlagen in den vergangenen sechs Monaten des Jahres 2002 zu berechnen.

Einige Unternehmen haben trotzdem einige Ergebnisse vorher präsentiert und wir haben den Eindruck, dass fast alle Unternehmen trotz der derzeitigen Schwierigkeiten ein gutes Jahr hatten.

- **ABN AMRO** war Anfang des Jahres von Betrügereien betroffen (Worldcom, Enron...), hat aber beeindruckende Kosteneinsparungen vorgenommen und wird am Ende ein „akzeptables“ Jahr mit einem ähnlichen Betriebsergebnis wie im Jahr 2001 haben und einen Bilanzgewinn, der aufgrund von ungedeckten Verschuldungskosten etwas niedriger ausfallen wird. Man muss jedoch anmerken, dass die Eigenkapitalrendite im Jahr 2001 bei fast 30% lag. Selbst ein niedrigeres Ergebnis wird daher im Jahr 2002 immer noch einen hohen Gewinn bringen.
 - **Banco Andalucía** wird das Jahr mit seinem typischen Gewinnzuwachs in Höhe von 10-15% beenden und ein weiteres Rekordjahr anreihen.
 - **Boskalis** (war vorher nicht mit dabei, da wir das Unternehmen Ende des Jahres erworben haben) hat für das Jahr 2002 bereits einen geschätzten Gewinnzuwachs in Höhe von 5-10% angekündigt und somit auch alle vorangegangenen Jahre übertroffen. Das Unternehmen sieht ein „schwieriges“ Jahr 2003 voraus, geht aber davon aus, dass es die Profitabilitäts- und Dividendenerträge behauptet (zurzeit mehr als 6%), die mit denen des Jahres 2002 vergleichbar sind. Für eine Erörterung des Unternehmens verweisen wir auf unsere Internetseite www.ltif.com/investments.
 - **Clinton Card** hat ein gutes Jahr und erwartet erneut Rekordgewinne.
 - **Depfa Bank**, ein weiteres Unternehmen, das kürzlich hinzugefügt wurde, hat für das Jahr 2002 bereits eine voraussichtliche Profitabilität von 20% Eigenkapitalrendite angekündigt. Für eine Erörterung des Unternehmens verweisen wir ebenso auf unsere Internetseite www.ltif.com/investments.
 - **Deswell Industries** schneidet gut ab, steigert seinen Umsatz und beendet vor allem seine neue Fertigungsanlage für die Kapazitäten, für die es bereits Verträge abgeschlossen hat. Das Unternehmen hat im August einen Aktiensplit vorgenommen und die Dividende im Laufe des Jahres erhöht.
-

- **Dinamia** hat in der zweiten Jahreshälfte keine wichtige Investition vorgenommen. Die Barmittel machen zurzeit 75% seiner Marktkapitalisierung aus. Die Unternehmen in seinem Portfolio schneiden einigermaßen gut ab.
- **Hunter Douglas** hat ein schwieriges Jahr: Umsätze und Gewinne werden etwas niedriger als im vergangenen Jahr sein (zwischen 2 und 5%).
- **McCarthy & Stone** entwickelt sich sehr stark und steigert seine Umsätze, Gewinne und Dividenden, die alle Rekordstände erreichen. Dem Vorstandsvorsitzenden zufolge übertreffen die Aussichten für das Jahr 2003 (gemessen an Berechnungen und Neukonstruktionen) die des vergangenen Jahres um 20%.
- **Petroleum Development** hat enttäuscht: Die Gewinne sind aufgrund der hohen Abschreibungskosten gesunken, allerdings auf einer Cashflow-Basis, die es dem Unternehmen wahrscheinlich ermöglichen wird, das Jahr auf dem gleichen Stand wie das Jahr 2001 zu beenden. Aber der Schlüsselfaktor, der Erdgaspreis, verbessert sich und wenn die derzeitige Stärke weiter anhält, dann könnte das Unternehmen in diesem Jahr seinen Durchbruch erleben.
- **Sjaelsoe** hat weiterhin eine starke Profitabilität, hat neue Rekordwerte erreicht und sagt für das Jahr 2003 bereits ähnliche Ergebnisse voraus.
- **Teleplan** ist bei seinen Umstrukturierungsplänen in Europa kräftig vorangekommen und wird das Jahr mit einer Erfüllung seiner Prognosen beenden (erneut Rekordgewinne). Im Jahr 2003 werden seine Gewinne erneut steigen.
- Letztlich hat **Uniland** gut abgeschnitten (die Gewinne werden zum Ende des Jahres um etwa 15% gestiegen sein, ein neuer Rekord). So gut, dass die Aktieninhaber beschlossen haben, das Unternehmen zu privatisieren und wir in einigen Wochen verkaufen müssen. Der Vermögenszuwachs lag jedenfalls in diesem Jahr bei mehr als 60%.

Es folgt die detaillierte Analyse der Performance zum 30. Juni 2002, in Erwartung der Zahlen zur Erstellung der Gesamtjahresanalyse. Sie wurde bereits im Newsletter vom August 2002 vorgelegt und wird hier noch einmal zur Erinnerung beigefügt.

Performance des inneren Wertes zum 30. Juni 2002.

Performance-Übersicht

Während dieser ersten sechs Monate des Jahres 2002, die von einer lauen wirtschaftlichen Lage gekennzeichnet waren, haben alle unsere Unternehmen relativ gut abgeschnitten: Alle waren profitabel und einige haben bedeutend mehr Geld verdient.

Kapitalrendite 5,76% (Halbjahreswert).

Die Gesamtkapitalrendite lag in den ersten sechs Monaten bis zum 30. Juni bei 5,76%. Bitte beachten Sie, dass es sich dabei um einen *Halbjahreswert* handelt. Um sich ein Bild von der jährlichen Profitabilität zu machen, muss man den Wert verdoppeln. Dieser Wert beruht lediglich auf der Grundlage des investierten Kapitals. Zum 30. Juni waren 8% des Fondskapitals in befristete Depots angelegt.

Innere Wert 69,13 Euro

Der innere Wert pro Fondsaktie beträgt 69,13 Euro.

Gewinne pro Fondsaktie 4,34 Euro (Halbjahreswert)

Die Gewinne pro Fondsaktie lagen bei 4,34 Euro.

Einzelheiten zur inneren Performance unserer Anlagen zum 30. Juni 2002

Company	Market cap	Cost of purchase	Earnings per share 1,shalf	Intrinsic value	Return on cost (%)
ABN AMRO (€)	26,754	19.17	0.59	7.15	3.08
B. Andalucía (€)	1,010	41.35	2.39	27.37	5.79
Clinton Cards (£)	128	2.26	0.16	1.009	6.86
CAF (€)	117	32.85	1.51	36.97	4.61
Deswell Ind. (\$)	121	13.23	0.63	8.32	4.78
Dinamia (€)		11.56	1.00	20.50	8.65
OHL (€)	526	6.25	0.34	5.42	5.45
Hunter Douglas (€)	1,142	30.86	1.32	21.09	4.28
McCarthy & St. (£)	338	3.02	0.22	1.66	7.39
Pet. Development (\$)	81	6.08	0.34	6.25	5.53
Sjaelso (DKK)	610	291.63	2.46	176.59	0.84
Uniland (€)	280	7.82	5.93	55.21	10.26

Liquidationswert oder Net Asset Value zu Marktpreisen, zum 31. Dezember 2002

Der Marktwert des Fonds ist im Laufe des Jahres 2002 einschließlich aller Kosten und Ausgaben um 6,9% gesunken

Wie weiter oben erneut erwähnt wurde, zeigt der Net Asset Value einfach nur den Wert, den einige Anleger bereit waren, für einige unserer Aktien am 31. Dezember 2002 zu zahlen (oder entgegenzunehmen). Daher handelt es sich kurzfristig um einen schlechten Indikator für die Performance. Aber langfristig wird der Markt natürlich den Wert unserer Unternehmen erkennen und an einem bestimmten Punkt werden einige unserer Anleger ihre Positionen liquidieren wollen, aus welchem Grund auch immer. Deshalb ist es logisch, den Marktwert unserer Anlagen im Auge zu behalten, obwohl dies besonders für dieses erste Jahr nicht so wichtig ist: Unsere Anlagen werden langfristig gemacht und in diesem ersten Jahr sind alle höchstens ein Jahr alt.

Es handelt sich um eine relativ gute Performance, obwohl der Fonds eigentlich hohe Renditen anstrebt.

Andererseits hat sich der Marktwert unseres Fonds im Vergleich zu den Indizes außerordentlich gut entwickelt, sogar mehr als 20% besser als alle großen Indizes. Dies an sich ist kein besonderer Trost, da wir unsere Rechnungen nicht mit der „relativen Performance“ bezahlen können: Das Ziel dieses Fonds ist das Erreichen wirklicher Gewinne, unabhängig von der Entwicklung der Indizes. Deshalb werden wir nicht enttäuscht sein, wenn die Indizes in einem Jahr auf irrationale Art und Weise in die Höhe schnellen, so wie in den späten 90er Jahren: Wir streben unsere Wertsteigerung von 15% an. Aber in seinem ersten Jahr hat der Fonds mit einem sehr negativen Marktumfeld kämpfen müssen, was wahrscheinlich seine Performance belastet hat.

Die negative Performance lässt sich im Wesentlichen auf den Betrug eines Unternehmens zurückführen, worüber wir im August-Newsletter berichtet haben.

Was den Fonds wirklich belastet hat, war der Betrug bei Actrade, wie wir im August-Newsletter erläutert haben: Wir haben ein Unternehmen gekauft, das über eine scheinbar brillante Leistungsbilanz über 12 Jahre verfügte und es hat sich als Betrug herausgestellt. Ohne diesen Verlust hätte der Fonds unter Marktbedingungen das Jahr etwa gleich beendet, bei einer ausreichenden Wertsteigerung zur Deckung aller Ausgaben.

Die Neuaufnahmen in den Fonds sollten im Jahr 2003 für eine gute Wertsteigerung sorgen

Für das nächste Jahr haben wir einige Aktien, die wir gerade erste gekauft haben und die sich äußerst gut entwickeln sollten, wie beispielsweise Boskalis und Depfa (siehe die Beschreibung in „Anlagen“), aber die Philosophie des Fonds besteht darin, dem Markt nicht voranzueilen: Die Preise dieser Aktien können genauso gut für einige Zeit auf einem Stand bleiben, den wir als sehr niedrig betrachten...aber wenn die Performance der Unternehmen sich nach unseren Erwartungen entwickeln wird, dann wird der Markt dies zu würdigen wissen.

Dass Uniland privatisiert wird (und uns einen Vermögenszuwachs in Höhe von 65% bringt), wird wahrscheinlich kein einmaliger Vorfall sein

Mit Uniland ist mehr oder weniger Folgendes passiert: Die Mehrheitsaktionäre haben einfach entschieden, das Unternehmen zu privatisieren, zu einem Preis, der für den Fonds einen jährlichen Wertzuwachs in Höhe von 66% ausmacht. In gewisser Hinsicht ist es schade, ein so ausgezeichnetes Unternehmen verkaufen zu müssen, aber zumindest wird relativ gut dafür bezahlt.

Nebenbei bemerkt: Auch wenn wir Aktien niemals kaufen oder behalten werden, um mit der Marktentwicklung zu spekulieren haben wir eine Reihe von Aktien, die eindeutige Kandidaten für eine Privatisierung oder einen Verkauf zu einem viel höheren Preis sind: Die meisten unserer Unternehmen sind stark unterbewertet und viele haben einen Mehrheitsaktionär, der der Versuchung unterliegen könnte, dies auszunutzen. Banco de Andalucía, Dinamia, Clinton Card und Sjaelsoe sind eindeutige Kandidaten. Wir betrachten dies als kleine, an die Aktien gekoppelte „Option“.

Was die Marktperformance angeht, gibt es im Übrigen nicht viel zu sagen. Teleplan ist stark gesunken (3,5 Euro), hat seinen Preis aber seitdem verdoppelt. Es handelt sich um unseren größten „nicht verwirklichten Verlust“, aber das Unternehmen entwickelt sich sehr gut und es gibt keinen Grund, warum sein Aktienpreis zu gegebener Zeit nicht steigen sollte.

Sjaelsoe ist wahrscheinlich das Unternehmen mit der erstaunlichsten Performance: Das Geschäft boomt, alles läuft gut und der Preis ist gesunken. Es wird nun bei einem PE von 4 gehandelt, mit bereits abgeschlossenen Verträgen, die für das Jahr 2003 ein stabiles Gewinnniveau sichern. Wir haben einige weitere Positionen gekauft, wollen aber keine allzu starke Einzelposition schaffen. Da das Unternehmen steigt, wird sein Gewicht sich offenkundig erhöhen.

Die folgende Tabelle zeigt die Performance aller unserer Aktien zum Dezember 2002. Die nicht verwirklichten Gewinne (oder Verluste) beziehen sich auf das Gesamtjahr oder seit wir die Aktien gekauft haben.

Entwicklung der Marktperformance unserer Aktien zum 31. Dezember 2002

Company	Price	Shares	Value	Purchase	Gain (€)	Gain (%)	Dividend	Total gain %
ABN.AX	15.58	19,108	297,703	19.17	-68,598	-18.73%	2.35%	-16.38%
AND.MC	52.70	3,363	177,230	41.35	38,163	27.44%	3.06%	30.51%
BOSK	19.27	20,000	385,400	18.72	10,950	2.92%	-	2.92%
CC.LON	1.67	119,500	305,334	1.42	45,562	17.54%	5.28%	22.82%
DPFA	51.20	6,000	307,200	42.50	49,851	19.37%	-	19.37%
DSWL	14.50	16,650	230,561	13.23	21,146	10.10%	6.83%	16.93%
DIN.MC	11.45	25,000	286,250	11.56	-2,750	-0.95%	4.97%	4.01%
HUDN	28.55	10,000	285,500	30.86	-23,060	-7.47%	1.83%	-5.64%
MCCS	3.13	80,500	384,952	3.02	13,610	3.67%	4.36%	8.03%
PETD	5.30	72,000	364,428	6.08	-53,770	-12.86%	-	-12.86%
Sjaelsoe	248.00	12,000	400,801	292.54	-71,986	-15.23%	-	-15.23%
TEL	6.41	50,000	320,500	10.22	-190,585	-37.29%	-	-37.29%
UND.MC	93.25	6,500	606,125	57.82	230,280	61.27%	4.13%	65.40%
TOTAL					-1,187	-0.03%	2.17%	2.15%

Anmerkung: Dies stimmt nicht mit dem Net Asset Value überein, da es verwirklichte Verluste gibt, plus Barmittel und Hedging-Geschäfte für Aktien, die nicht in Euro gelistet werden.

Für eine detaillierte Ansicht des Net Asset Value des Fonds zum 31. Dezember 2002, die von den unabhängigen Verwaltern erstellt wurde, klicken Sie bitte hier: [www.ltif.com/ NAV 31.12.02.pdf](http://www.ltif.com/NAV_31.12.02.pdf)

Kontaktdaten

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