

Langfristiger Anlagefonds

Newsletter April 2004

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). 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

Außerordentliche Gewinne bei fast allen Unternehmen

Der Liquidationswert des Fonds ist seit dem 1. Januar kostenbereinigt um mehr als 8,21% gestiegen.

Wir haben nun die vollständigen Zahlen für alle unsere Unternehmen für das Jahr 2003. Mit nur ganz wenigen Ausnahmen haben alle Rekordgewinne erzielt. Unternehmen wie beispielsweise McCarthy & Stone, Depfa Bank oder Canadian Natural Resources (unsere drei größten Positionen) haben ihre Gewinne um mehr als 25% gesteigert und die Dividenden erhöht. Selbst die Unternehmen, die enttäuscht haben (Boskalis, Natuzzi), hatten gute Gewinne, haben ihre finanzielle Situation verbessert und befinden sich in einer günstigen Lage, um sich dieses Jahr zu verbessern. Wie immer stehen Ihnen alle Details auf unserer Internetseite unter www.ltif.com zur Verfügung.

Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Net Asset Values des Fonds pro Aktie seit Beginn des Fonds, im Vergleich zum weltweiten MSCI-Aktienindex, mit Dividenden (bereinigt), in Euro:

Kontaktdaten für langfristige Anlagefonds

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

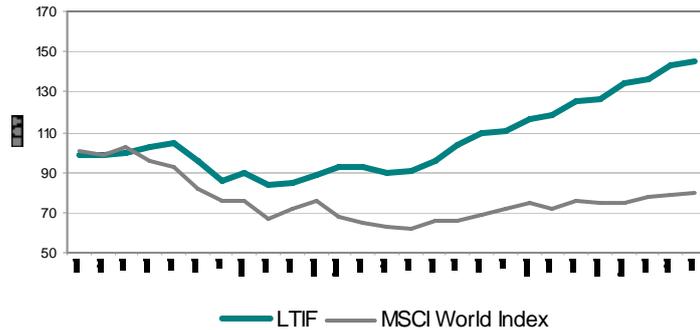
Investment Manager:
J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
British Virgin Islands

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

Gesamthöhe des Net Asset Value ist von 12.497.584 Euro zu Beginn des Jahres auf 14.981.483 Euro zum 31. März 2004 angestiegen



Weiterhin eintretende Geldmittel und die Jahreswertsteigerung um 8% bis heute sind verantwortlich für den Anstieg der Fondsgröße um 15% in den ersten drei Monaten des Jahres.

Auf der Grundlage von Gesprächen mit institutionellen Anlegern prognostizieren wir für den Rest des Jahres kontinuierliche Geldzuläufe.

Portfolio-Nachrichten

Wir haben seit dem letzten Newsletter zwei Unternehmen verkauft, Dinamia und Hunter Douglas. Wir haben unserem Portfolio sechs neue Unternehmen hinzugefügt: Encana und Nexen, Posco, SIG, Bam und Barratt Development.

Zusätzlich zu den Erläuterungen weiter unten stehen Ihnen alle Informationen über die neuen Unternehmen auf unserer Internetseite unter www.ltif.com im Abschnitt „Investment“ zur Verfügung.

Dinamia und Hunter Douglas wurden mit einem angemessenen Gewinn verkauft (etwa 30% Wertsteigerung in zwei Jahren)

Wir glauben, dass der Preis beider Unternehmen voll ausgeschöpft war. Im Falle von Dinamia, ein Private Equity Fund, der an der Madrider Börse gehandelt wird, hatten wir den Eindruck, dass die Manager nicht viel damit angestellt haben, da sie im ganzen Jahr 2003 nur eine Investition (und unserer Meinung nach keine besonders spannende) getätigt haben. Mit einem Marktwert in der Nähe des eigenen herabgesetzten Net Asset Value und nur wenigen neuen Kaufgelegenheiten hatten wir den Eindruck, dass nicht viel mehr Wert übrig ist.

Hunter Douglas hat am Ende bessere Ergebnisse gemeldet, aber der Anstieg des Aktienpreises hat diese mehr als wiedergegeben. Unserer Meinung nach wird das Unternehmen durch den derzeitigen Preis völlig ausreichend bewertet.

Mit zwei kanadischen Unternehmen, die nach Erdöl- und Erdgas suchen und diese produzieren, fügen wir weiterhin Rohstoffpositionen hinzu

Mit einem Unternehmenswert von mehr als 25 Milliarden Dollar ist Encana eines der weltweit führenden unabhängigen Unternehmen, die sich der Suche nach und der Produktion von Erdöl und Erdgas widmen. Als größtes Unternehmen dieser Art in Kanada verfügt es über eine sehr gute Rücklagenposition und starke Wachstumspläne. Der Kaufpreis war niedrig, vor allem wenn man die Erdöl-Sandprojekte berücksichtigt (siehe die Erläuterungen zu Canadian Natural Resources in unserem letzten Newsletter).

Nexen ist ein unabhängiges kanadisches Unternehmen, das sich der Suche nach und der Produktion von Erdöl widmet. Es ist in

Kanada und im Ausland tätig, besonders im Golf von Mexiko, in Nigeria und im Yemen. Es hat eine gute Leistungsbilanz bei wachsenden Rücklagen und einen sehr angemessenen Preis.

Posco, Koreas größter Stahlproduzent, ist eine weitere Möglichkeit, um vom chinesischen Wirtschaftswachstum zu profitieren

Posco mit Sitz in Korea ist der weltweit viertgrößte Stahlproduzent, und der Effizienteste. Posco ist eine Möglichkeit, auf den Chinaboom „zu setzen“, aber auf sichere Art und Weise. Wir glauben, dass China in der Tat zu einer starken Wirtschaftsmacht wird, aber dass direkte Investitionen zu riskant sind. Deshalb versuchen wir, in Dinge zu investieren, die China kaufen muss, wie beispielsweise Eisenerz (Caemi) oder Stahl. Posco war äußerst preisgünstig, wie der gesamte koreanische Markt, bei PEs unter 6 und Dividendenerträgen über 6%.

SIG ist ein schweizer „Restructuring Play“, mit einer interessanten positiven Preisentwicklung und sehr begrenzten Risiken

SIG ist ein Zulieferer von Material und Anlagen für die Getränkeindustrie mit Sitz in der Schweiz. Das Unternehmen hat im Laufe der Jahre eine Wachstumsstrategie durch Übernahmen und Diversifizierung verfolgt. Dies führte wie immer zu einem Wachstum des Umsatzes aber nicht der Gewinne.

Das Unternehmen hat seine Strategie vor einigen Monaten geändert und sich dazu entschieden, außer zwei profitablen Unternehmensbereichen alles zu verkaufen. Zum derzeitigen Preis glauben wir, dass es sich um eine ausgezeichnete Anlage handelt, sobald die verlustbringenden Bereiche abgeworfen wurden.

BAM ist ein unterschätztes holländisches Bauunternehmen mit beeindruckender Profitabilität und beeindruckendem Cashflow

Royal BAM Group gehört zu den größten Bauunternehmen in Europa. Die Firmengruppe ist ein Marktführer in den Niederlanden und hat bedeutende Marktstellungen in Großbritannien, Irland, Belgien, Deutschland und in den USA erlangt. In jedem dieser Binnenmärkte gibt es separat tätige Unternehmen, die auf unabhängige Art und Weise für ihre eigene Profitabilität verantwortlich sind.

Das Unternehmen hat mehrere Umwandlungen, die Fusion mit HBG und dann die Ausgliederung seiner Baggerabteilung durchgemacht, meistens, um dies zu bereuen. Unserer Meinung nach hat dies das Verständnis seiner Zahlen erschwert und hat dazu geführt, dass der Markt das Unternehmen stark unterbewertet hat. Sein Aktienpreis wurde auch durch eine Anti-Trust-Untersuchung in den Niederlanden negativ beeinflusst.

Barratt Development ist ein führendes britisches Wohnungsbauunternehmen mit einer ausgezeichneten Leistungsbilanz und starken Wachstumsaussichten

Gegründet im Jahr 1958 ist Barratt mit dem Bau und Verkauf von über 250.000 Wohnungen zu einem der größten Wohnungsbauunternehmen in Großbritannien geworden. Das Unternehmen baut und verkauft zurzeit über 13.000 neue Wohnungen pro Jahr und arbeitet an über 400 neuen Bauvorhaben in ganz Großbritannien. Es bietet Wohnungen für alle Marktbereiche sowie Mietwohnungen und geteilte Eigentumswohnungen an. Die Firmengruppe ist seit 1980 auch in Südkalifornien tätig und hat dort über 14.000 Wohnungen errichtet.

Sehr profitabel, starkes Wachstum, niedriger Preis. Der Markt lässt ein Einschmelzen der Immobilienpreise in Großbritannien unberücksichtigt. Dies kann sich durchaus ereignen, aber wir glauben, dass der niedrige Aktienpreis und die geografische Diversifizierung diese Möglichkeit mehr als kompensieren.

Richtig zu kaufen ist die Essenz von value- orientierten Anlagen

***Dies trifft zu, wenn der Markt
die Unterbewertung nicht
erkennt...***

Wie unsere Anleger sehen können, investieren wir in Sektoren, die "in Ungnade gefallen sind", da in diesen Sektoren der Wert gefunden werden kann. Bisher haben sich unsere Vermutungen als richtig herausgestellt: die Erdölpreise kollabieren nicht und die Bauunternehmen behaupten ihre Gewinne. Es ist wichtig zu beachten, dass Anleger ihre Gewinne mit einer jährlichen Rate von 20% aufzinsen, wenn man ein Unternehmen mit einem PE von 5 kauft, dass seine Profitabilität beibehält, selbst wenn der Markt seine Einschätzung des Unternehmens nie verbessert. Dies wäre bei McCarthy and Stone der Fall: Wir haben bei einem PE von 6 gekauft, die Gewinne sind um mehr als 30% pro Jahr gewachsen und der Markt gibt immer noch einen PE von 6: Unsere Anlage ist in zwei Jahren um 70% gewachsen.

...wenn er sie erkennt...

Von Zeit zu Zeit erkennt der Markt jedoch, dass es nicht angemessen ist, ein Unternehmen mit einer Eigenkapitalrendite von über 20% mit einem PE von 6 einzuschätzen, und er geht dazu über, diesen Faktor anzuheben. Dann explodiert der Aktienpreis: Die Gewinne sind viel höher (da das Unternehmen sehr profitabel ist) und sie werden durch eine höhere Zahl vervielfacht. Dies wäre bei Depfa Bank der Fall. Wir haben dieses Unternehmen gekauft, als es eine Eigenkapitalrendite von über 20% und einen PE von 6 hatte. 18 Monate später ist die Eigenkapitalrendite auf 30% gestiegen (d. h. die Gewinne wachsen sehr stark) und der Markt zahlt nun das Zehnfache für diese Gewinne. Als Ergebnis hat sich unsere Anlage in diesen 18 Monaten mehr als verdreifacht.

***...und selbst wenn das
Unternehmen nicht
besonders gut abschneidet.***

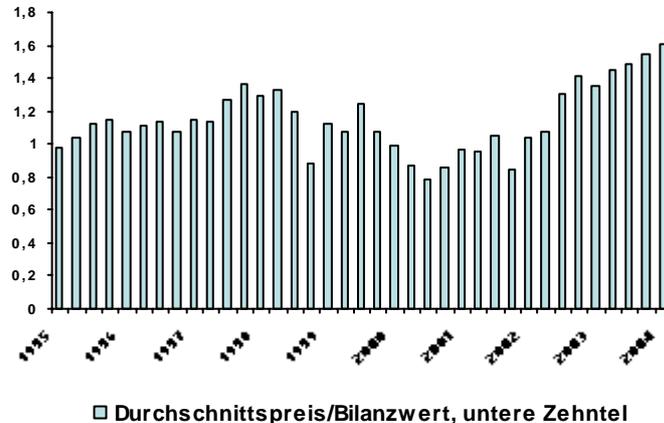
Interessanterweise ist der Kursrückgang selbst dann akzeptabel, wenn sich die Situation verschlechtert, wenn man sehr preiswerte Unternehmen mit guten Leistungen im Hinblick auf ihre Profitabilität kauft. Beispiele hierfür sind Boskalis oder Natuzzi. Wir haben sie mit sehr niedrigen PEs gekauft (um die 6). Der Markt dachte, dass ihre sehr hohe Profitabilität für einige Jahre einbrechen würde. Nun, der Markt hatte recht: Auch wenn die Ergebnisse beider Unternehmen immer noch positiv sind, waren sie im Jahr 2003 schlechter als in der Vergangenheit. Aber da dies unberücksichtigt gelassen wurde, ist der Aktienpreis sogar angestiegen (um etwa 30%), seit wir sie gekauft haben. Hinzu kommt, dass wir immer noch Dividenden einsammeln und einen Kursanstieg erwarten. Nicht schlecht, wenn es sich dabei um das Worst Case Szenario handelt (dies setzt natürlich voraus, dass die Unternehmen korrekt analysiert wurden und dass ihre strategischen Positionen nicht zu schwach sind).

Ausblick

Die Märkte sind immer noch sehr teuer. In gewisser Hinsicht sind sie teurer als je zuvor. Wenn es stimmt, dass die Hauptindizes niedriger als im Jahr 2000 sind, dann ist dies so,

Die Märkte sind sogar noch teurer als in der Vergangenheit...

weil einige große Unternehmen (die in den Indizes schwer wiegen) damals teurer waren. Aber wenn wir uns das durchschnittliche Unternehmen ansehen, oder eher noch die relativ preiswerten Unternehmen (die, die uns interessieren), dann erzielen sie heute Rekordpreise, wie aus der folgenden Grafik ersichtlich wird:



Quelle: Compustat, LTIF research

Diese Grafik zeigt den Durchschnittswert des Aktienpreises zum Bilanzwert pro Aktie (eine typische Größe, um zu messen, wie viel der Markt bereit ist, für Unternehmen zu zahlen) für die 50 "preisgünstigsten" Unternehmen im S&P 500 Index (die "preisgünstigsten" sind die, bei denen dieser Durchschnittswert am niedrigsten ist), pro Quartal, über die vergangenen acht Jahre. Kurz gesagt, die preisgünstigeren Unternehmen werden teurer, selbst wenn die sehr teuren Unternehmen jetzt ein bisschen weniger teuer sind (dies erklärt teilweise, warum viele value-orientierte Anlagestrategien die Indizes in den vergangenen drei Jahren übertroffen haben).

Dies gilt nebenbei bemerkt in allen anderen wichtigen Märkten.

...was uns zu einer leichten Änderung unserer Anlagepraxis (und nicht unserer Anlagephilosophie!) veranlasst

Unternehmen zu finden, die für uns interessant sind, wird also etwas schwieriger, was uns zu einer leichten Änderung unserer Anlageform veranlasst.

Idealerweise würden wir ausgezeichnete Unternehmen zu einem sehr niedrigen Preis kaufen und sie ewig behalten. Aber es gibt zwei Gründe, warum dies jetzt schwieriger ist: Es gibt sehr wenige ausgezeichnete Unternehmen zu einem niedrigen Preis; und wenn es sie gibt, dann neigen sie dazu, im Hinblick auf ihren Preis sehr schnell anzusteigen.

Dies zwingt uns dazu, Unternehmen mit einem Wertsteigerungspotenzial von 20-40% zu kaufen (weil sie einfach unterbewertet sind) und sie relativ schnell zu verkaufen, sobald dieses Potenzial ausgeschöpft wurde. Unsere Profitabilität sollte also weiterhin gut sein, aber wir müssen uns damit abfinden, uns schneller von unseren Unternehmen zu trennen... und dass wir härter an der Suche nach neuen Unternehmen arbeiten müssen, die sie ersetzen.

Wir glauben jedenfalls aufrichtig, dass wir immer noch genug Kaufgelegenheiten finden können, um unseren Anlegern solide Ergebnisse anzubieten: Trotz des exponentiellen Wachstums

von LTIF ist er in absoluten Zahlen immer noch sehr klein und Geldmittel können sicher angelegt werden. Wie wir bereits gesagt haben, solange wir unsere Rücklagen in solide Unternehmen investieren, die zu einem angemessenen Preis gekauft werden, können wir ignorieren, was die Märkte machen. Langfristig gibt es für unsere Gewinne eine Aufzinsung, bis der Markt den Wert unserer Anlagen erkennt.