

Global Value

Informationen für Anleger

Q3/06

Rendite im dritten
Quartal 2006: 4,39%

Die Wirtschaft

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

im dritten Quartal 2006 schnitten die Aktienmärkte gut ab, und der Sparinvest Global Value Fonds erzielte eine Rendite von 4,39%. Für das laufende Jahr betrug die Rendite 8,39%. Der MSCI World Index erzielte im dritten Quartal 5,45%, wodurch unsere ansonsten zufriedene Rendite etwas an Glanz einbüßt. Allerdings liegen wir für das laufende Jahre weit vor den 3,17% des Referenzindex.

Aus nachstehender Tabelle geht die Rendite des Fonds für das dritte Quartal, die Rendite für das laufende Jahr und die Rendite des Fonds für 2005 gegenüber den verschiedenen Börsenindizes hervor:

Sparinvest Global Value gegenüber Index			
	3. Quartal 2006	Lfd. Jahr	2005
Sparinvest Global Value	4,39%	8,39%	31,39%
MSCI World Index	5,45%	3,17%	26,17%
MSCI World Value Index	7,16%	6,69%	26,24%
MSCI World Small Cap Index	1,18%	-0,65%	33,33%

Die Indizes MSCI World Index, MSCI World Value Index und MSCI World Small Cap Index beinhalten alle eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen weltweit. Alle Renditeberechnungen in EUR. ■

Nach einer beispiellosen Serie von 17 Anhebungen des Leitzinses in Folge gebot die Federal Reserve schließlich im August der restriktiven Geld- und Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten Einhalt. Mitarbeiter der Fed behaupteten, dass sich das Wirtschaftswachstum von seinem recht hohen Tempo zu Beginn des Jahres abgeschwächt habe, und verwiesen auf die Abkühlung des Wohnungsmarktes und die verzögerten Auswirkungen früherer Steigerungen bei Zinsen und Energiepreisen. Auf seiner Sitzung im September ließ der Offenmarktausschuss der Fed den Leitzins erneut unverändert.

Inzwischen sind sich die Marktteilnehmer über den nächsten Schritt der Fed uneins. Bedeutende Banken wie Morgan Stanley und JP Morgan Chase vertreten die Auffassung, dass die Zinsen vor Jahresende erneut steigen werden, während sowohl Goldman Sachs als auch Merrill Lynch damit rechnen, dass die Fed die amerikanischen Zinsen bis Juni nächsten Jahres um 50 Basispunkte senken wird. Im Durchschnitt ergaben die Zinsterminkontrakte, dass die Händler eine Zinssenkung für wahrscheinlicher halten als eine Zinssteigerung. Der Wohnungsbau ist keineswegs die einzige Erklärung, weshalb die Fed die Zinsanhebungen stoppte. Seit seinem Höchststand Mitte August ist der Ölpreis um 25% zurückgegangen, und die Verbraucherausgaben scheinen sich schließlich abzuschwächen. Zum Quartalsende wiesen amerikanische Schuldtitel mit durchschnittlich 3,65% die besten Renditen in vier Jahren aus.

In Europa rührte die EZB im Juli ebenfalls nicht an den Zinsen, entschied sich jedoch dann Anfang August zu einer Anhebung um 25 Basispunkte auf 3,0%. Unmittelbar nach dem Quartalsende hob die EZB die Zinsen um weitere 25 Punkte an, und trotz dem ersten Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa seit 2003 und dem Rückgang der Ölpreise auf breiter

Das derzeitige Portfolio

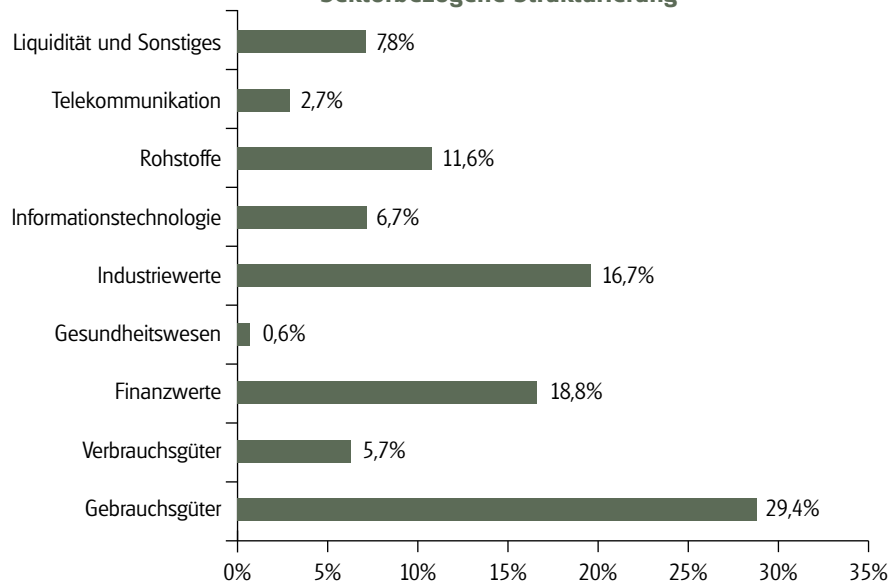
Zwei neue Anlagen
und zusätzliche Übernahme-
Aktivitäten

Front wird damit gerechnet, dass die EZB vor dem Jahresende die Zinsen um weitere 25 Basispunkte anheben wird.

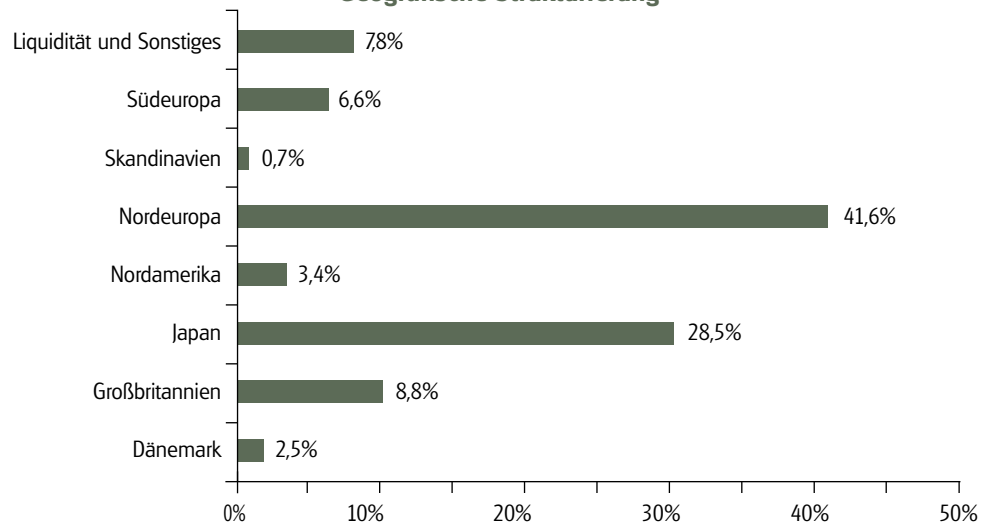
Im Juli hob die japanische Zentralbank die Zinsen zum ersten Mal in sechs Jahren an, doch trotz einem Außenhandelsüberschuss von 130 Mrd. EUR verlor der japanische Yen weiterhin gegenüber EUR und USD an Wert. Aus dem vierteljährlichen Wirtschaftsbericht der japanischen Zentralbank Anfang Oktober ging hervor, dass die Unternehmen beabsichtigen, im seit 16 Jahren höchsten Tempo zu investieren, und das Vertrauen stieg auf den seit zwei Jahren höchsten Stand. Finanzminister Koji Omi erklärte, dass die sechs Jahre lang anhaltende Deflation in Japan vorbei sei. Inzwischen halten es die Marktteilnehmer für wahrscheinlich, dass die Zinsen entweder im Dezember oder im März steigen werden. ■

Zu Ende des dritten Quartals lag die Liquiditätsrate bei 7,8% des verwalteten Vermögens. Der Fonds verfügte über 102 Bestände mit der folgenden sektorbezogenen und geografischen Strukturierung:

Sektorbezogene Strukturierung



Geografische Strukturierung



In Bezug auf die Handelsaktivität verlief das Quartal lebhaft. Im Laufe des Quartals verkauften wir unsere Beteiligungen an BAA, De Vere, Hardys & Hanson, Bunka Shutter, Nihon Kohden, Nagase & Co., Kesko Oyj, Fimalac, Metall-Zug und Kimball.

Bei 40 Unternehmen stockten wir unsere Anlagen auf, und von zwei neuen Unternehmen kauften wir Aktien. Die neu erworbenen Unternehmen sind der bekannte niederländische Hersteller von Unterhaltungselektronik, Beleuchtung, medizinischen Geräten und Halbleitern, Philips, und die deutsche DePfa-Bank, die sich auf die Finanzierung der öffentlichen Hand spezialisiert hat.

Zu Ende des dritten Quartals machten die 10 größten Positionen 28,86% der gesamten Portfolio-Bestände aus.

Die 10 größten Positionen		
Unternehmen	Sektor	Anteil
Volkswagen AG	Automobilhersteller	3,52%
Man AG	Industrieanlagen	3,48%
Hochtief AG	Hoch- und Tiefbau	2,87%
J.Sainsbury plc	Lebensmittel-Einzelhandel	2,85%
Mitsui Sumitomo Insurance Co., Ltd.	Sach- und Haftpflichtversicherung	2,78%
Peugeot S.A.	Automobilhersteller	2,75%
Nippon Tel&Tel	Telekommunikation	2,74%
Nipponkoa Insurance Co., Ltd.	Sach- und Haftpflichtversicherung	2,73%
Salzgitter AG	Stahl	2,62%
Agfa-Gevaert N.V. Mortsel	Fotomaterial	2,53%

Im zweiten Quartal gingen Übernahmeangebote an vier unserer britischen Beteiligungen ein. Der Flughafenbetreiber BAA nahm schließlich ein Angebot des spanischen Baukonzerns Grupo Ferrovial an. Der Brauerei- und Gaststättenbesitzer Hardys & Hansons wurde von seinem größeren Konkurrenten Greene King Plc übernommen. Der Hotelbetreiber De Vere nahm ein Angebot des Bauträgers Richard Balfour Lynn an, und schließlich wartet das isländische Unternehmen Baugur Group auf die Genehmigung zum Kauf der Warenhauskette House of Fraser. ■

BAA Übernahme

Im Juli ging die Zahlung für unsere Aktien der British Airport Authorities (BAA) ein. Das Unternehmen, damals unsere größte Beteiligung, wurde von dem spanischen Baukonzern Grupo Ferrovial übernommen, nachdem BAA mit einer von Goldman Sachs angeführten konkurrierenden Bietergruppe Gespräche aufgenommen hatte.

BAA ist der weltgrößte Flughafenbetreiber. Das Unternehmen besitzt einen umfassenden Bestand an Flughäfen in Großbritannien, die bekanntesten sind Heathrow, Gatwick und Stansted im Großraum London. Zu den weniger bekannten Flughäfen gehören Glasgow, Edinburgh, Aberdeen und Southampton sowie Beteiligungen an Flughäfen in Australien und Ungarn. BAA erzielt Erträge aus Dienstleistungen für den Fluglinienverkehr, aber auch aus Restaurantbetrieben, steuerfreiem Verkauf und Parkeinrichtungen.

2003 wurden die BAA-Aktien unter ihrem Buchwert gehandelt. Gleichzeitig erzielte das Unternehmen einen stabilen und positiven Cash flow und wies eine solide Bilanz in Bezug

auf Vermögenssubstanz und stille Reserven auf. Unsere ersten Aktien kauften wir im Oktober 2003 zum Kurs von 4,71 GBP und stockten den Bestand zu einem durchschnittlichen Ankaufskurs von 6,26 GBP auf.

Ende 2006 legte Grupo Ferrovial BAA ein Angebot vor. Zunächst lehnte der Verwaltungsrat das Angebot mit der Begründung ab, dass es weit von der angemessenen Bewertung des Unternehmens entfernt sei. Dann interessierte sich eine von der amerikanischen Investitionsbank Goldman Sachs angeführte Investorengruppe für das Geschäft, und Grupo Ferrovial war gezwungen, sein Angebot mehrfach zu erhöhen. Schließlich hatte Goldman Sachs effektiv das höchste Angebot vorgelegt, doch der BAA-Verwaltungsrat gab dem Ferrovial-Angebot zu 950 Pence je Aktie einschließlich einer Dividende in Höhe von 15 Pence den Vorzug. Seit dem Beginn des Angebotsverfahrens am 7. Februar stieg der Wert von BAA um 45% auf 10,3 Mrd. Pfund. Dieser Vorgang ist ein eindeutiges Beispiel dafür, dass es sich auszahlt, wenn der Verwaltungsrat seine Sache richtig macht, indem er eine abwartende Haltung einnimmt und dadurch andere Investoren zum Angebot auffordert.

Einschließlich der Neuanlage der Dividende erzielte BAA von unserer ersten Anlage bis zur Übernahme in diesem Sommer eine jährliche Rendite von 33,7%.

De Vere Übernahme

Ferner ging die Zahlung für unsere Aktien der britischen De Vere Group ein. Das Unternehmen besitzt und betreibt zahlreiche Hotels und Freizeiteinrichtungen in Großbritannien mit mehr als 6.000 Mitarbeitern.

Ende 2001 wurde die De Vere Group zum Kurs-/Buchwert-Verhältnis von 0,5 gehandelt, sie erzielte einen positiven Cash flow, zahlte Dividenden und wies unter Berücksichtigung ihres bedeutenden Immobilienbesitzes nur in begrenztem Umfang Fremdkapital auf. Darüber hinaus hatte die Geschäftsführung bereits historisch nachgewiesen, dass sie aus den Veräußerungen eine außerordentliche Dividende zahlen würde. Zwar lehnte das Unternehmen 2004 ein Übernahmeangebot ab, doch im Februar 2005 kündigte sie den Verkauf von The Belfry -bekannt für die Ausrichtung der 4 Ryder Cup-Turniere- in Höhe von 186 Mio. GBP an, und zahlte den gesamten Erlös als Sonderdividende aus – wie es die Geschäftsführung bereits vor fünf Jahren getan hatte.

Unsere Investition bei De Vere begann 2002, als wir unsere ersten Aktien zum Kurs von 3,76 GBP kauften; anschließend stockten wir die Beteiligung zum Durchschnittskurs von 419 Pence auf. Im Juni 2006 akzeptierte das Unternehmen ein abschließendes Übernahmeangebot des Bauträgers Richard Balfour-Lynn, mit dem der Kurs des Unternehmens auf 875 Pence je Aktie festgesetzt wurde.

Seit unserer ersten Investition hatte die De Vere-Aktie einschließlich der Wiederanlage der Dividende eine jährliche Rendite von 27,6% erzielt.

Hardys & Hanson Übernahme

Die Übernahme von Hardys & Hanson durch Greene King verlief wie geplant, und die Zahlung ging Mitte September ein. Das in Nottingham ansässige Unternehmen Hardys & Hanson ist eine Brauerei mit einem Netz von Gaststätten, größtenteils in Ostengland; wir hielten die Aktie seit 2001. Greene King legte Hardys Anfang Juni ein Angebot in Höhe von 10,59 GBP vor, das etwa 48% über dem durchschnittlichen Schlusskurs sechs Monate vor dem Angebot lag und ungefähr den 10fachen Gewinn vor Zinsaufwand, Steuern und Abschreibungen ausmachte.

House of Fraser Übernahme

Bunka Shutter, Nihon Kohden, Nagase & Co., Kimball, Kesko, Fimalac und Metall-Zug Kursziel erreicht

Unsere ersten Aktien kauften wir im Dezember 2001, als die Aktie zu etwa 3 GBP und nur 60% des Buchwertes gehandelt wurde. Das Unternehmen verfügte über eine solide Bilanz ohne Fremdkapital und Geschäftswert. Gleichzeitig fielen die Erträge seit den 1980er Jahren stabil und positiv aus.

Während unserer Haltedauer erzielte die Aktie nach der Neuanlage der Nettodividende eine jährliche Rendite von 36,8%.

Das isländische Unternehmen Baugur Group überbot einen privaten Beteiligungsfonds, vermutlich Apax Partners, und dürfte jetzt die drittgrößte britische Warenhauskette übernehmen. Durch das Geschäft wird House of Fraser mit 351 Mio. GBP veranschlagt, und zu den zehn anderen Einzelhandelsbeteiligungen von Baugur Group kommen weitere 60 Geschäfte hinzu. Wir kauften House of Fraser Anfang Juli letzten Jahres zu 105 Pence je Aktie, so dass das Baugur-Angebot in Höhe von 148 Pence bedeutet, dass House of Fraser seit unserer ersten Investition um 41% zugelegt hat.

Im Laufe des Quartals verkauften wir drei unserer japanischen Beteiligungen. Dazu gehörte seit der Auflegung des Global Value Fonds Bunka Shutter, ein in Tokio ansässiger Hersteller von Rolltoren und Rolljalousien, Garagentoren und Schiebetüren. Die Aktie erwies sich als ein stetiger Gewinnbringer und Aufsteiger mit einer soliden Bilanz, die fast ein Jahrzehnt lang weit unter ihrem Buchwert gehandelt wurde. Während unserer Haltedauer betrug die Rendite von Bunka Shutter einschließlich Dividende jährlich 32,3% in nationaler Währung.

Nihon Kohden ist eine weitere japanische Aktie, die wir 2002 und 2003 sehr preiswert kaufen konnten. Das Unternehmen stellt medizinische Geräte her und machte Ende der 1990er Jahre eine Trendwende durch. Seitdem verbesserte sich das operative Geschäft bedeutend, obwohl es eine Zeit lang dauerte, bis sich die Qualität des Unternehmens im Aktienkurs niederschlug. 2002 wurden die Aktien zum 6fachen EBITDA und nur zum 0,6fachen Buchwert gehandelt, was für ein Unternehmen dieser Branche außerordentlich niedrig ist. Seit unserem ersten Kauf stieg die Aktie von 360 JPY auf 2000 JPY, und die jährliche Rendite einschließlich Dividende betrug 44,2% in nationaler Währung.

Weiterhin verkauften wir in Japan Nagase & Co., einen Hersteller von Chemikalien, Elektronik und Schönheitsprodukten. Auch dieses Unternehmen war in Bezug auf die Qualität der Gewinne und der Bilanz sehr solide, als wir Ende 2001 unsere ersten Aktien für den Global Value Fonds kauften. Damals wurde Nagase zum Kurs von 550 gehandelt, und im Juli verkauften wir unsere Beteiligung beim Stand von 1350. Die jährliche Rendite während der Haltedauer betrug 23,6% in JPY.

Trotz unserer durchschnittlichen Haltedauer von nahezu vier Jahren erreichte die Investition bei dem amerikanischen Möbel- und Elektronikhersteller Kimball nur eine sehr kurze Zeitspanne vom ersten Kauf im Dezember 2005 bis zum endgültigen Verkauf Ende Juli. Dies beweist, dass wir nicht vorhersagen können, wann eine unserer Beteiligungen ihren angestrebten Substanzwert erreicht – es könnte eine Frage von Wochen, aber auch von Jahren sein. Unmittelbar nachdem wir unsere ersten Aktien zu 10,40 USD gekauft hatten, hob Kimball ab, und sieben Monate später verkauften wir schließlich beim Stand von 18,30. Während unserer Haltedauer betrug die Rendite 75%.

Kesko verfügt in Finnland über einen weit reichenden Geschäftsbereich beim Lebensmittel Einzelhandel. Wir hielten die Aktie seit 2001, als sie unter ihrem Buchwert gehandelt

wurde, jedoch eine sehr hohe Liquidität und eine hohe Dividendenrendite erzielte. In diesem Quartal erreichte sie den von uns analysierten Wert, so dass wir unsere Aktien beim Stand von 32-33 EUR verkauften. Mit einem Kurs von 10,30 EUR im Dezember 2001 erbrachte die Aktie während unserer Haltedauer etwa 44,5%.

Den französischen Mischkonzern Fimalac, der generell über einen weit reichenden Geschäftsbereich verfügt, wozu Bonitätsprüfungen, breit gefächerte Produktionen, Möbel und die Lagerung von Chemikalien gehören, hielten wir lange im Portfolio. 2001 kauften wir unsere Aktien als Komplettpaket. Seitdem stieß Fimalac mehrere Geschäftsbereiche ab, und die Aktie stieg von 35 auf 65 im Juli, als wir beschlossen, unsere Aktien zu verkaufen. Dies schlägt sich in einer jährlichen Rendite von 14,1% nieder.

Im August verkauften wir unsere Beteiligung an dem schweizerischen Unternehmen Metall-Zug, einem Mischkonzern mit Beteiligungen an Haushaltsartikeln, Heizsystemen, Kunststoffbehältern, Industriereinigung und Immobilien. Die Aktie hielten wir seit der Auflegung des Global Value Fonds. Ende 2001 wurde Metall-Zug zum 0,62fachen Buchwert gehandelt. Mit nur sehr geringem Fremdkapital und einem Kassenbestand von 260 Mio. EUR fiel die Bilanz außerordentlich solide aus. Die Börsenkapitalisierung betrug lediglich 308 Mio. EUR, so dass eine sehr gute Absicherung nach unten bestand. Darüber hinaus fielen die Gewinne so hoch aus, dass das Unternehmen zu einem EV/EBITDA-Verhältnis von unter 2 veranschlagt wurde. Dieses Unternehmen erfüllte unsere Anlageanforderungen in jeder Hinsicht. Die Kombination aus solider Bilanz und sehr hohen Gewinnen zahlte sich aus. Während unserer Haltedauer erzielte Metall-Zug eine Rendite von 36,7%. ■

Aussichten

In den letzten Jahren stieg der Euro gegenüber dem amerikanischen Dollar und dem japanischen Yen im Wert. In einem nicht kursgesicherten Portfolio beeinflusst dies – bei ansonsten gleich bleibenden Parametern – die Rendite eines weltweit diversifizierten Aktienbestandes. Wir verzichten auf den Versuch, künftige Wechselkurse vorherzusagen. Unser strikter bottom-up-Ansatz ermöglicht uns, die besten Value-Aktien in allen Regionen zu ermitteln, und wir machen uns keine Sorgen um eine regionale Gewichtung unserer Aktien, die bedeutend von der unseres Referenzindex abweicht. Wir weisen nicht deshalb ein übermäßiges Engagement in Japan und unterdurchschnittliches Engagement in den Vereinigten Staaten auf, weil wir den JPY für unterbewertet und den USD für überbewertet halten. Für die Investition in unsere japanischen Beteiligungen entschieden wir uns aufgrund der Vorzüge der Unternehmen und nicht aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Bewertung der Währung.

Obwohl wir bei unseren japanischen Beteiligungen ausgezeichnete Renditen erzielten – wie aus den oben stehenden Angaben zum derzeitigen Portfolio hervorgeht –, wurden unsere auf EUR lautenden Renditen durch die JPY-Abwertung in Mitleidenschaft gezogen. Für das laufende Jahr beträgt der JPY-Rückgang gegenüber dem EUR über 7%. Wir werden oft um unsere Meinung zur Entwicklung bei den großen Währungen gebeten. Obwohl es unsere Aufgabe ist, die besten Value-Aktien und nicht die besten Währungen zu ermitteln, sollte man doch fairerweise hinzufügen, dass die japanische Wirtschaft erst jetzt nach einem längeren Zeitraum der Rezession und Deflation wieder auftaucht. Darüber hinaus wies Japan Ende Juli einen Außenhandelsüberschuss für das laufende Jahr in Höhe von 130 Mrd. EUR auf, und die Zentralbank hebt gerade jetzt die Zinsen an, wodurch der Besitz der Währung attraktiver wird. Im Juli wiesen die Vereinigten Staaten jedoch ein Außenhandelsdefizit in einer Rekordhöhe von 54 Mrd. EUR aus, wodurch sich das Defizit für das laufende Jahr auf über 325 Mrd. Dollar erhöhte. Dennoch erwarten wir aufgrund unserer

Fremdwährungspositionen keine bessere oder schlechtere Wertentwicklung, was auch Sie als Kapitalanleger nicht tun sollten. Für ein gut diversifiziertes globales Portfolio wird der Langzeiteffekt neutral ausfallen.

Im dritten Quartal erholten sich die weltweiten Aktienmärkte von ihrem Tiefstand im Mai und Juni, so dass der durchschnittliche Aktienanleger 5% oder mehr verdiente. Trotzdem bestehen weiterhin zahlreiche Ungewissheiten in Bezug auf die Weltwirtschaft, und die Aktienmärkte bleiben weiterhin anfällig und entwickelten sich 2006 zunehmend volatil. Allerdings sind wir bei der Qualität unserer derzeitigen Beteiligungen sehr zuversichtlich. Beim Sparinvest Global Value ist das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlusts begrenzt, und das Kurspotenzial fällt weiterhin sehr zufrieden stellend aus. Für die Zukunft schätzen wir unser Anlagepotenzial deutlich positiv ein. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen
Head of Equities and Lead Portfolio Manager
10. Oktober 2006

Notizen

Der angegebene Fonds ist Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen nach der BVI-Methode in Fondswährung ermittelt. Zeichnungen dürfen nur auf Grundlage unseres aktuellen Verkaufsprospektes sowie des aktuellen Rechenschaftsberichtes/Halbjahresberichtes, die bei der Gesellschaft oder bei den berechtigten Vertriebsstellen erhältlich sind, erfolgen. Quellen: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg, zum jeweils angegebenen Datum.