

Quartalsbericht II/2006

— per 30.06.2006 —

Brandlecht-Hestruper Aktienclub GbR
Syenvenweg 10
D-48529 Nordhorn

Ihre Bankverbindung:

Grafschafter Volksbank Nordhorn-Emlichheim-Veldhausen eG
Bahnhofstr. 23, D-48529 Nordhorn
Tel.: 05921-17-20, Fax: -2237
BLZ: 280 699 56, KNR: 233 333 300

Ihr Vermögensverwalter:

FIVV AG
Herterichstraße 101, D-81477 München
Tel.: 089-790863-0, Fax: -49
E-Mail: info@fivv.de

Ihre direkten Betreuer:

Axel Daffner:

Tel.: 089-790863-38, Fax: -47
E-Mail: ad@fivv.de

Markus Ragg:

Tel.: 089-790863-37, Fax: -47
E-Mail: mr@fivv.de

Firma:
FIVV FINANZINFORMATION &
VERMÖGENSVERWALTUNG AG
(kurz: FIVV AG)
Aufsichtsratsvors.
Martin Kölsch, Dipl.-Kfm.

Firmensitz:
Herterichstraße 101
81477 München
Postfach 71 03 20
81453 München
Tel.: 089-790863-0

Fax: 089-790863-49
E-Mail: info@fivv.de
Internet: www.fivv.de
Vorstand:
Andreas Grünewald
Dipl.-Kfm.

Handelsregister:
Amtsgericht München
HRB 128356
**Bundesanstalt für Finanz-
dienstleistungsaufsicht (BaFin):**
Zulassung gem. §32 KWG

Nr.: VII 2 (117661) 100
Bankverbindung:
Dresdner Bank München
Kontoinhaber: FIVV AG
Bankleitzahl: 700 800 00
Kontonr.: 3 208 345 00

Sehr geehrter Herr ten Bosch,

nach 3 Jahren mit praktisch ununterbrochen steigenden Kursen sind die Kapitalmärkte im zweiten Quartal in eine Korrekturphase eingetreten. Dieser konnte sich auch ihr Depot nicht entziehen (siehe Performancerechnung am Ende dieses Berichts), so dass es zu Kursverlusten kam. Grundsätzlich sehen wir die Kursrückgänge nicht als Beginn einer Trendwende, sondern erwarten vor allem im 4. Quartal wieder anziehende Kurse.

- **Rückblick**

Der Hauptgrund für die deutlichen Kursrückgänge war wieder einmal die Zinsentwicklung. Problem Nummer 1 ist, dass die **Zinserhöhungen** der amerikanischen Notenbank am kurzen Ende **länger andauern und umfangreicher ausfallen** als von den Marktteilnehmern erwartet. Der Wechsel der Präsidentschaft von Alan Greenspan zu Ben Bernanke verunsichert zusätzlich, da sich die Kapitalmärkte erst auf seine Art der Kommunikation einstellen müssen. Während Alan Greenspan die Börsen nie im Zweifel über seine nächsten Schritte ließ, fällt es den Börsianern noch schwer, Herrn Bernanke richtig zu deuten.

Problem Nummer 2 ist das Ansteigen der langfristigen Zinsen. Nachdem diese zunächst kaum auf die Zinserhöhungen der Notenbank reagiert hatten (siehe letzten Quartalsbericht), änderte sich dies im 2. Quartal (siehe Abbildung 1).

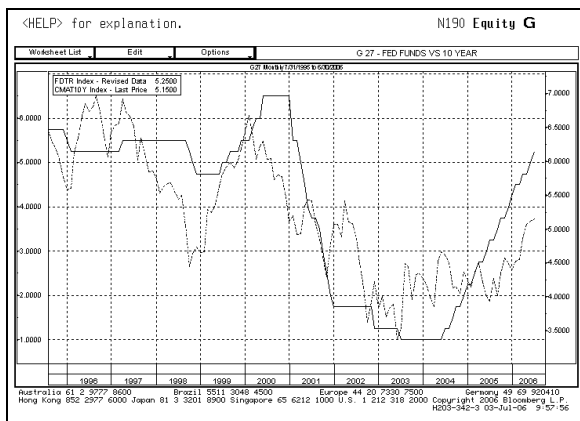


Abb. 1: Fed-Funds vs. 10-jährige US-Rendite (hell)

Nach wie vor glauben wir nicht, dass es zu umfangreichen Erhöhungen kommen wird, allerdings ist das Thema sensibel. Eine Rate von deutlich über 6% würde negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben.

Ebenfalls zu **umfangreichen Korrekturen kam es im gesamten Rohstoffsektor**. Vor allem Industriemetalle waren auf der Verliererseite. Sehr stabil hält sich nach wie vor der Ölpreis. Trotz Anzeichen einer Entspannung im Irankonflikt und der bevorstehenden Sommermonate notiert der Ölpreis über 70 US-Dollar. Wir sehen darin die Bestätigung unserer These, dass die Spekulationsprämie im Ölpreis bei weitem nicht so hoch ist, wie von vielen Marktteilnehmern vermutet (manche sprachen von 20 US-Dollar), sondern der Preis aus fundamentalen Gründen auf diesem Niveau notiert.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass alle 3 Assetklassen im 2. Quartal Federn lassen mussten. Die europäischen Märkte verloren dabei weniger als die amerikanischen Börsen (auf Eurobasis). Neben den Kursrückgängen neigte **der US-Dollar wieder zur Schwäche** und verstärkte so die Verluste für europäische Anleger. Im Einzelnen schließen die Börsen das Quartal wie folgt ab (jeweils in Euro gerechnet): DJ Eurostoxx -3,7%, DAX -4,8%, S&P500 -7,1%, NASDAQ -12,0%. Auch der japanische Aktienmarkt konnte sich dem Verkaufsdruck nicht entziehen und beendet das Quartal mit minus 11,4%.

Bereits das 2. Quartal in Folge verbuchen die Rentenmärkte Kursrückgänge. Der JP-Morgan-Global-Bond-Index verliert deutlich an Boden (-2,5%) und liegt somit seit Jahresbeginn bereits mit 5,2% im Minus!

Alles in allem müssen wir sagen, dass uns der Umfang der Korrektur überrascht hat, wir aber vor allem bei Aktien und Rohstoffen nicht von einer grundsätzlichen Trendwende ausgehen. **Die Kurserholung in**

den letzten Junitagen unterstreicht diese These.

- **Aktuelle Markteinschätzung**

Die Zinsentwicklung wird auch im 3. Quartal das beherrschende Thema bleiben. Die Aktienmärkte sind in den von uns favorisierten Märkten fundamental sehr attraktiv, so dass wir Rückschläge zum Nachkaufen nutzen. Der Rohstoffmarkt hat seine erste wirklich bedeutsame Korrektur seit Beginn des Aufwärtstrends hinter sich. Da wir damit gerechnet haben (siehe zum Beispiel letzten Quartalsbericht), ohne natürlich den Zeitpunkt exakt prognostizieren zu können, ändern wir auch unsere Markteinschätzung nicht. Wir stehen erst am Anfang eines langjährigen Aufwärtstrends in diesem Bereich.

Rohstoffwerte sind fundamental günstig!

Für die hohen Rohstoffpreise werden immer wieder zu einem Teil die so genannten „Spekulanten“ verantwortlich gemacht. Ohne Zweifel ist die Nachfrage nach Rohstoffen seitens der Anleger gestiegen, aber das allein ist unserer Meinung nach keine ausreichende Erklärung. So gibt es durchaus einige Rohstoffe, für die es keine allgemein zugänglichen Märkte gibt und in diesen Fällen ist die Nachfrage seitens der Spekulanten äußerst gering oder gar nicht vorhanden. Trotzdem folgen die Preise in diesem Bereich den gleichen Grundtendenzen: eine **starke Nachfrage in Kombination mit geringen Kapazitäten** treibt die Preise nach oben.

Dass diese fundamentale Neubewertung des Sektors noch keineswegs in den aktuellen Kursen reflektiert wird, zeigt exemplarisch die Bewertung ausgewählter Minenunternehmen (siehe Abbildung 2).

Tabelle 2: KGV- und EV/EBITDA-Prognosen führender Broker für 2006			
	KGV	EV/EBITDA	Kapitalmaßnahmen der Unternehmen
Anglo American	10,3x	6x	Kapitalmaßnahmen der Unternehmen
BHP Billiton	10x	6,1x	Aktienrückkauf in Höhe von 2 Mrd. US\$ und um 86 % höhere Dividende ggü. Vorj.*
Rio Tinto	9,9x	5,5x	Aktienrückkauf in Höhe von 2 Mrd. US\$ und um 30 % höhere Dividende ggü. Vorj.
Xstrata	8,9x	5,8x	Aktienrückkauf in Höhe von 2,5 Mrd. US\$ und um 257 % höhere Dividende ggü. Vorj.*
CVRD	8,8x	7x	Um 56,3 % höhere Dividende ggü. Vorj.
Alcoa	10x	5,9x	Bislang nichts bekannt
Antofagasta	8,5x	3,6x	Um 47 % höhere Dividende ggü. Vorj.
Teck Cominco	6,8x	3,4x	Um 150 % höhere Dividende ggü. Vorj.
Zinifex	5x	3,5x	Aktienrückkauf in Höhe von 53 Mio. US\$ und um 151 % höhere Dividende ggü. Vorj.

Quelle: UBS, Merrill Lynch, Citigroup, JPMorgan, ARN Amro. *Einschließlich Sonderdividende

Abb. 2: Bewertung ausgewählter Minenunternehmen; Quelle: Merrill Lynch

Hinzu kommt, dass die **Konsensschätzungen der Analysten für Rohstoffunternehmen aus unserer Sicht nach wie vor zu niedrig sind**. Beispiel Eisenerz. Nach einem Preisanstieg um 71% im letzten Jahr wurden soeben die Preisverhandlungen für 2006/07 abgeschlossen. Alle „Krokodilstränen“ der Stahlunternehmen halfen nichts, die Produzenten drückten eine weitere Preiserhöhung von 19% durch. Dies liegt wiederum am oberen Ende der Analystenprognosen. Aber auch das reichte offenbar nicht aus, um das Abrutschen des Aktienkurses des weltweit größten Eisenerzproduzenten CVRD um 20% seit seinem Hoch von Anfang Mai aufzuhalten.

Zweifelsohne werden die meisten großen Unternehmen mit sehr niedrigen KGVs gehandelt. Für den Großteil **der führenden Anbieter liegen die KGVs bei 10 oder darunter**, während sie für reine Metallherzeuger in einer Bandbreite von 5-9 rangieren. Unter Berücksichtigung der rasant abschmelzenden Schuldenlast in den Bilanzen erscheint die Branche insgesamt sehr konservativ bewertet.

Hinzu kommen die zahlreichen Kapitalmaßnahmen, die nicht selten eine erhebliche Aufstockung der Dividenden und eine Ausweitung der Aktienrückkäufe zum Ziel haben. BHP Billiton beispielsweise schloss im letzten Monat einen Aktienrückkauf in Höhe von 2 Mrd. US-Dollar ab, Rio Tinto setzt den Rückkauf von Aktien im Wert von 2,5 Mrd. US-Dollar fort und Anglo American verdoppelte im April den Wert seines Rückkaufprogramms auf 2 Mrd. US-Dollar.

In vielen anderen Rohstoffbereichen sieht das Bild ähnlich aus. Wir können daher **keine fundamentale Überbewertung erkennen** und auch keine Spekulationsblase. Wir bleiben somit mittelfristig weiterhin sehr optimistisch für diesen Bereich.

Don't fight the Fed!

Einer der zentralen Sätze an der Börse ist: leg dich nicht mit der amerikanischen Notenbank an, womit vereinfacht gesagt gemeint ist, dass die Zinsentwicklung von zentraler Bedeutung für die Aktienmärkte ist. Daher ist die Nervosität der Börsianer verständlich, wenn Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung herrscht.

Nach 17 Zinserhöhungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte sind die Volkswirte leider unsicherer denn je, ob **das aktuelle Niveau von 5,25 Prozent das Ende des Zinserhöhungszyklus markiert**. Angesichts weiter überraschend stark steigender Preise (vor allem bedingt durch die hohen Energiepreise) mehrten sich zuletzt die Prognosen für eine weitere Anhebung Anfang August, womit sich der Trend weltweit steigender Zinsen fortsetzen würde. An den Aktienmärkten weltweit schwanken die Kurse angesichts dessen so stark wie seit Jahren nicht mehr.

Warum sind die Zinsen so wichtig für die Aktienmärkte? **3 der wichtigsten Gründe sind:**

- 1) Alle Assetklassen konkurrieren um die Gelder der Investoren. Steigende Zinsen erhöhen folglich die Attraktivität der Assetklasse Anleihen. Da Gelder nur einmal investiert werden können, kommt es teilweise zu Abflüssen aus den Aktienmärkten.
- 2) Steigende Zinsen verteuern die Finanzierungskosten der Unternehmen, was wiederum das Gewinnwachstum reduziert.
- 3) Steigende Zinsen erhöhen zudem den so genannten Risikoaufschlag. Dieser ist eine Art geforderte Mindestverzinsung der Investoren, damit sich diese überhaupt am Aktienmarkt engagieren. Ein vereinfachtes Beispiel verdeutlicht das Grundprinzip. Eine Erhö-

hung der Mindestverzinsung von einem Prozentpunkt auf beispielsweise 11% führt bei einem Unternehmen, das 1 Euro Dividende ausschüttet und mit 5% wächst, zu einem Rückgang des fairen Unternehmenswertes um ca. 17% (vorausgesetzt alle anderen Einflussfaktoren bleiben konstant).

Natürlich spielen in der Praxis noch viele andere Faktoren eine Rolle, aber der **grundsätzliche Einfluss der Zinsen auf die Aktienmärkte ist unbestritten**. Die Zinsentwicklung zu ignorieren ist daher einer der größten Fehler, den man als Börsianer machen kann. Noch ist das Niveau nicht gefährlich, aber die Zinserhöhungen sollten langsam zu einem Ende kommen, um den Aufschwung nicht zu gefährden.

China trotz den Kursrückgängen!

Die Börsen in Shanghai und Shenzhen zeigten sich von den Kurskorrekturen der letzten Wochen weitgehend unbeeindruckt und setzen ihren im letzten Jahr begonnenen Aufwärtstrend fort. Der eingeschlagene Reformkurs zum Abbau nicht-handelbarer Staatsaktien, dem Listing qualitativ höherwertigerer Unternehmen und der Stärkung institutioneller Investoren weckt bei den Anlegern Vertrauen. Dies hat, nach über vierjährigem Bärenmarkt, mittlerweile zu einem signifikanten **Turnaround an Chinas Handelsbörsen** geführt.

Fundamental ist der Kursanstieg gerechtfertigt, denn Chinas Wachstumsraten für das erste Halbjahr sind mit über 10% erneut spektakulär! Einem aktuellen Weltbankbericht zufolge hat China nunmehr auch Großbritannien überholt und ist **zur viertgrößten Volkswirtschaft der Welt** aufgestiegen. Und das, obwohl der neue Fünfjahresplan offiziell eine Abkehr vom Wachstum um jeden Preis und eine nachhaltigere Entwicklung fordert. Auch dieser zweite große Trend (neben der Rohstoffentwicklung) wird uns noch lange positiv begleiten.

Das Gesamtbild

Nachdem wir beim letzten Mal an dieser Stelle die Börsen noch gelobt hatten („derzeit verhalten sich die Börsen aus

unserer Sicht sehr rational“), fällt unsere Einschätzung für das vergangene Quartal gegenteilig aus. Die Kursverluste vor allem in Europa waren aus unserer Sicht nicht gerechtfertigt und hatten teilweise irrationale Züge. Obwohl derartige Rückgänge natürlich unschön sind, gehören sie zu einer Aufwärtsbewegung dazu. Beispielsweise hat der DAX 1998 in 3 Monaten über 30% verloren, um sich in den darauffolgenden 1,5 Jahren fast zu verdoppeln. Solange das fundamentale Bild passt gibt es keinen Grund, ebenfalls zu verkaufen.

Die Bewertungen ihrer Depotwerte sind günstig, so dass auch die steigenden Zinsen noch nicht in den Vordergrund rücken müssen. Gleichwohl darf die Problematik nicht unterschätzt werden. Zinssätze von deutlich über 6% in Amerika hatten bisher immer negative globale Auswirkungen. Auch wenn wir langfristig an unserer Aussage („Asien entzaubert Amerika“) festhalten, ist die Bedeutung von Asien und China im Moment noch nicht so hoch, dass Amerika als Impulsgeber für die Weltwirtschaft ersetzt werden könnte.

Der Ausblick für das 2. Halbjahr ist insgesamt somit positiv, allerdings mit Abstrichen für den Rentenmarkt. Trotz unserer hier dargestellten Markteinschätzung darf das Risiko von Kursverlusten, z.B. bedingt durch neue Terroranschläge oder eine weltweite Rezession, zu keinem Zeitpunkt bei der Anlageplanung übersehen werden.

Bei Fragen zu den Anlageformen und den damit verbundenen spezifischen Risiken des Brandlecht-Hestruper Aktienclubs sollte sich jeder Gesellschafter z.B. direkt an die Geschäftsführung des Brandlecht-Hestruper Aktienclubs sowie zusätzlich die Broschüre „Basisinformationen über die Vermögensanlagen in Wertpapieren“ der Grafschafter Volksbank Nordhorn-Emlichheim-Veldhausen eG lesen. Sollten Sie aufgrund unzureichender eigener wirtschaftlicher, steuerlicher oder juristischer Kenntnisse weitere Fragen haben, emp-

fehlen wir Ihnen einen entsprechenden Berater zu konsultieren.

Vielen Dank für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Axel Daffner

Markus Ragg

Performancerechnung:

Datum 2006	Gesamtvermögen inkl. Kasse Monatsanfang	Gesamtvermögen inkl. Kasse Monatsende	Ein-/Aus- zahlungen	Vergütung Geschäfts- führung	Entwicklung vor Steuern	Rendite im Monat				
Jan.	1.936.466,82 €	2.009.473,04 € -	451,12 €	2.329,64 €		3,78%				
Feb.	2.006.692,28 €	2.022.921,38 €	751,32 €	2.345,11 €		0,81%				
Mrz.	2.021.327,59 €	2.057.475,05 € -	13.176,97 €	2.385,11 €		1,80%				
Apr.	2.041.912,97 €	2.075.676,65 € -	6.734,78 €	2.406,09 €		1,75%				
Mai.	2.066.535,78 €	1.936.792,55 €	28.604,22 €	2.244,95 €		-6,09%				
Jun.	1.963.151,82 €	1.933.327,40 €	31.345,91 €	2.240,92 €		-1,45%				
Jul.	1.962.432,39 €									
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td style="text-align: center;">Rendite im Zeitraum 31.03.06 - 30.06.06:</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">-5,83%</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">Rendite im Zeitraum 31.12.05 - 30.06.06:</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">0,29%</td> </tr> </table>							Rendite im Zeitraum 31.03.06 - 30.06.06:	-5,83%	Rendite im Zeitraum 31.12.05 - 30.06.06:	0,29%
Rendite im Zeitraum 31.03.06 - 30.06.06:										
-5,83%										
Rendite im Zeitraum 31.12.05 - 30.06.06:										
0,29%										

Eine komplette Aufstellung Ihrer Depotwerte per Ende Vorquartal finden Sie in dem Depotauszug, der Ihnen in den letzten Tagen von Ihrer Depotbank zugesandt wurde.

Das gemäß §8 unseres Vermögensverwaltungsvertrages jeweils festgelegte Honorar für das vergangene Quartal in Höhe von 0,1% pro Monat des oben berechneten Gesamtvermögens (Wert aus der Performancerechnung) zuzüglich der gesetzlichen Mehrwertsteuer in Höhe von 16% werden wir in den kommenden Tagen vereinbarungsgemäß per Lastschrift von Ihrem Konto abbuchen.