

Investmentkommentar

Vontobel Fund – Emerging Markets Equity

1. Quartal 2007
20-04-2007

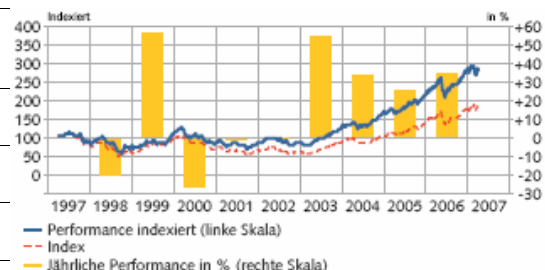
Vontobel Asset Management, Inc., 450 Park Avenue, New York, Telephone +1-212-415 70 00, Telefax +1-646-840-58 93

Vontobel Fund – Emerging Markets Equity

Performance in %

%		2004	2005	2006	2007	seit Lanc. 3/2007	29.12.2006- 30.03.2007
USD	Fonds	33.7	25.2	35.0	-0.5	344.3	-0.5
	Index	22.0	31.1	30.5	2.3	206.3	2.3
CHF	Fonds	21.7	45.5	25.0	-0.5	290.2	-0.5
	Index	11.1	52.5	20.9	2.3	169.0	2.3
EUR	Fonds	22.9	44.6	20.7	-1.4	320.7	-1.4
	Index	12.2	51.5	16.7	1.3	190.0	1.3

Index: MSCI Emerging Markets TR net



Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

Performance von globaler Marktkorrektur beeinträchtigt

Der Vontobel Fund - Emerging Markets Equity hat sich im ersten Quartal 2007 mit einer negativen Performance von 0.5% schlechter als der MSCI Emerging Markets Index entwickelt, der ein Plus von 2.3% verzeichnete. Die relative Schwäche resultierte in erster Linie aus der weltweiten Marktkorrektur, die auch Schwellenländer wie Indien und Mexiko traf.

Zwar war der Vontobel Fund – Emerging Markets Equity nicht in chinesischen Aktien investiert, die Schwäche der chinesischen Märkte strahlte aber auf andere Schwellenländer wie Indien und Mexiko aus und trug damit zur unterdurchschnittlichen Performance des Portfolios im Berichtsquartal bei. Der MSCI Emerging Markets Index legte im Berichtsquartal um 2.3% zu, während der Vontobel Fund – Emerging Markets Equity 0.5% einbüsste. Trotz dieser Underperformance gehen wir davon aus, dass sich die Emerging Markets im zweiten Quartal als resistent erweisen werden.

Regionale Entwicklungen

China

Der Verzicht auf chinesische Aktien leistete im Berichtsquartal einen positiven Beitrag zur Performance des Portfolios. Der Fonds verfügte bereits seit geraumer Zeit über keine direkten Engagements in chinesischen Titeln. Mit der Schwäche der chinesischen Märkte im ersten Quartal könnte sich daher in Zukunft eine Gelegenheit bieten, neue Namen in das Portfolio aufzunehmen. Die von uns favorisierten Unternehmen waren gemessen an ihrem Ergebniswachstum bereits über einen Zeitraum von 12 bis 18 Monaten vor der Marktkorrektur unterbewertet, wurden von dem Ausverkauf aber gleichwohl hart getroffen. Die Kombination dieser Faktoren führte zu attraktiven Bewertungen, die innerhalb unserer Kaufspannen lagen. Dabei handelt es sich – in Einklang mit unserer Philosophie – um erstklassige Qualitätsunternehmen mit attraktiven Bewertungen.

Malaysia

Die Performance profitierte im Berichtsquartal von einer Übergewichtung und einer starken Marktentwicklung in Malaysia. Knapp 6% der Fondsmittel waren in Malaysia investiert und die starke Entwicklung von **Genting Group** sowie **BAT Malaysia** stützten die Fondsperformance. **BAT Malaysia** wies im Berichtsquartal eine über den Erwartungen liegende Volatilität auf, da erstklassige Titel aus dem Bereich nicht-zyklische Konsumgüter für ihre geringere Liquidität abgestraft wurden. Der Wert erholte sich jedoch rasch, nachdem der Ausverkauf in den Schwellenmärkten ein Ende gefunden hatte.

Brasilien

Brasilien war das Land mit der besten Performance innerhalb des Fonds, was massgeblich auf einer sehr guten Titelselektion beruhte. Zu den Beständen des Vontobel Fund – Emerging Markets Equity gehören **CIA Souza Cruz**, ein Tabakkonzern mit 70% Marktanteil, **Banco Itau Holding Financeira**, eine führende brasilianische Bankengruppe mit der höchsten Profitabilität der verwalteten Vermögen in ganz Lateinamerika, sowie **Porto Seguro**, eine der grössten Versicherungsgesellschaften Brasiliens.

Indien

Indien schloss das Quartal auf USD-Basis mit leicht negativem Vorzeichen. Unsere dortigen Positionen hatten sich im Januar noch gut entwickelt. Der Februar ist allerdings die "Budget-Saison" in Indien – der Monat, in dem die indische Regierung ihren neuen nationalen Haushalt präsentiert. Dies ist gewöhnlich eine schwierige Phase, da die Unsicherheit der Investoren über neue fiskalpolitische Vorhaben für Marktvolatilität sorgt. In diesem Jahr tendierte der Markt bereits Anfang Februar nach unten. Als der Haushalt vorgestellt wurde, waren keine Massnahmen auszumachen, die nennenswerte Auswirkungen auf unsere Positionen oder die Konjunktur insgesamt haben sollten. Der Markt hat auch bereits wieder angefangen sich zu erholen. Mit einem Multiple von 16 auf Basis der künftigen Gewinne ist der indische Markt in unseren Augen im Vergleich zu anderen Anlagealternativen weiterhin attraktiv.

Südkorea

Der Fonds war im Berichtsquartal in Südkorea übergewichtet, unsere Performance hielt allerdings mit dem Index nicht Schritt. Zwar wartete keines der von uns gehaltenen Unternehmen mit einer absolut negativen Entwicklung auf, aber ihre Wachstumsraten haben sich auf bereinigter Basis abgeschwächt. Daher sind wir dabei, Mittel innerhalb der Region umzuschichten, indem wir Bestände in Titeln mit schlechteren Wachstumsprofilen abbauen und durch Unternehmen ersetzen, die unseres Erachtens ein höheres Aufwärtspotenzial und/oder grössere Bewertungsabschläge aufweisen.

Mexiko

Wir verfügen über umfangreiche Bestände in Mexiko, einschliesslich **Grupo Modelo**, die im Berichtsquartal unter der Marktschwäche litt. Der Titel ging sogar um mehr als 12% zurück, womit er zu den Performance-Schlusslichtern des Fonds gehörte. Ungeachtet der Kursentwicklung im ersten Quartal verfügt die Gesellschaft weiterhin über 50% Marktanteil in Mexiko, notiert bei einem KGV von 14 und wächst mit einer zweistelligen Rate. Wir sind

weiterhin in **Grupo Modelo** investiert, das für uns ein grundsolides Unternehmen aus dem Bereich nicht-zyklische Konsumgüter bleibt, welches auch in Zukunft unsere Wachstumserwartungen erfüllen dürfte.

Sektoren

Das Meiden des Energiesektors hat dem Portfolio geholfen, während die Untergewichtung des Grundstoffsektors der Performance schadete.

Nicht-zyklische Konsumgüter

Nicht-zyklische Konsumgüter haben sich etwas besser als der Index entwickelt, erwiesen sich aber für das Gesamtportfolio im Berichtsquartal als Negativfaktor. Aus unserer Sicht beruhte das schlechte Abschneiden qualitativ hochwertiger Positionen in diesem Sektor auf kurzfristig geringen Handelsvolumina und wir gehen davon aus, dass sich viele der betroffenen Titel in den kommenden Quartalen als resistent erweisen werden.

Finanzdienstleister

Finanzwerte hatten im Berichtsquartal aufgrund der allgemeinen makroökonomischen Volatilität einen negativen Einfluss auf das Portfolio. **HDFC Bank** in Indien leistete einen negativen Beitrag; wir bleiben allerdings zuversichtlich, dass die Bank langfristig ein anhaltend kontinuierliches Wachstum aufweisen wird.

Gesundheit

Der Gesundheitssektor war im Berichtsquartal ein schwaches Segment, was vor allem an der Performance von **Yuhan Corporation** lag, einem Pharmaunternehmen in Südkorea. Der Aktienkurs der Gesellschaft erlitt im Berichtsquartal infolge der negativen Marktstimmung eine Korrektur von 15%.

Währungen

Die Währungen waren im Berichtsquartal ein Positivfaktor, da die meisten von ihnen gegenüber dem US-Dollar stiegen. Wir sind weiterhin der Überzeugung, dass eine Reihe asiatischer Währungen, insbesondere der malaysische Ringgit, gegenüber dem Dollar deutlich unterbewertet ist.

Portfolioveränderungen

Positionen, die einen positiven Beitrag leisteten

Bharti Airtel (Telekommunikation – Indien): Wir halten weiterhin einen hohen Bestand in dieser führenden indischen Telekomgesellschaft. Der Mobilfunkbereich bleibt ein attraktives Segment in Indien. Die Branche ist von einer geringen Durchdringungsrate und einem enormen Wachstumspotenzial gekennzeichnet. Viele Menschen, die nie einen Festnetzanschluss hatten, können inzwischen mobiltelefonieren. **Bharti Airtel** ist die Nummer eins im Markt und hat vor dem Hintergrund der Konsolidierung in der Branche ihre Position sukzessive weiter ausgebaut.

Ihr Erfolg beruht auf einer aggressiven, marketinggetriebenen Strategie, die ihr bei der Erschliessung von Nischenmärkten gegenüber dem Wettbewerb mehr Beweglichkeit verleiht. Sie war zudem eine der ersten Gesellschaften, die passive Infrastruktureinrichtungen mit anderen gemeinsam nutzte. So wurden langfristige Kosten gesenkt und die Profitabilität gesteigert.

Genting Group (zyklische Konsumgüter – Malaysia): Genting Group gehörte im Berichtsquartal zu den Performance-Spitzenreitern. Singapur hat der **Genting Group** jüngst den Zuschlag für das zweite Casinoprojekt des Landes erteilt. Die Gesellschaft notiert bei einem EV/EBITDA-Multiple¹ von 7-8, was sie gegenüber internationalen Vergleichsunternehmen, die gewöhnlich mit einem Multiple im knapp zweistelligen Bereich bewertet werden, sowohl absolut als auch relativ günstig erschienen lässt. Das Casinogeschäft ist relativ konjunkturunabhängig, wirft hohe Gewinne ab und weist erhebliche Eintrittsbarrieren auf. Daher erwirtschaftet die Gesellschaft hohe Liquiditätsüberschüsse, die reinvestiert oder in andere Bereiche gelenkt werden können.

Verkaufte oder reduzierte Positionen

Kangwon Land Inc. (zyklische Konsumgüter – Südkorea): Reduziert haben wir unsere Position in **Kangwon Land**, einem südkoreanischen Casinobetreiber mit einem lokalen Glücksspielmonopol. Ein öffentlicher Aufschrei gegen illegale Glücksspielaktivitäten veranlasste ironischerweise die Regierung, eine Reform des legalen Glücksspielmarkts anzukündigen. Unsicherheit über die Zielrichtung der Reform liess den Aktienkurs um 15% einbrechen. Wir haben aus Vorsichtsgründen unsere Position verkleinert, bis mehr Klarheit über die Reformvorhaben der Regierung herrscht.

Bharat Heavy Electricals (Industrie – Indien): Bharat, der grösste Investitionsgüterhersteller in Indien, ist mit einem Marktanteil von 70% ein Kraftprotz. Allerdings hat die Gesellschaft gerade eine Ausschreibung für ein Ultra-Grosskraftwerk an ein Konsortium verloren, dem ein chinesischer Wettbewerber angehört. Dies könnte den Chinesen die Möglichkeit eröffnen, einen Fuss in den Markt zu bekommen und die künftige Wettbewerbsstruktur ändern. Wir haben die Position mit Gewinn verkauft und die Mittel in Finanz- und Telekommunikationsunternehmen in Indien neu angelegt – Sektoren, von denen wir stärker überzeugt sind.

Nong Shim Company (nicht-zyklische Konsumgüter – Südkorea): Die Gesellschaft produziert und vermarktet Nahrungsmittel, darunter Nudeln, Snacks, Fertigreis und Fruchtsaft. Zwar war das Unternehmen attraktiv bewertet, sein Ergebniswachstum aber schwächer als von uns erwartet, weshalb wir das Kapital auf andere Anlagemöglichkeiten mit grösserem Kurssteigerungspotenzial umgeschichtet haben, wie etwa die **Kookmin Bank**.

¹ Unternehmenswert/Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte

Neue Positionen

Kookmin Bank (Finanzdienstleistungen – Südkorea): Wir sehen in Südkoreas Bankensektor zahlreiche attraktive Anlagemöglichkeiten und haben uns daher mit der Aufnahme der **Kookmin Bank** ins Portfolio zu einer Ausweitung unseres Engagements entschlossen. In dieser äusserst gut geführten Bank waren wir bereits in der Vergangenheit investiert. Sie notiert derzeit bei einem KGV von rund 9 und einer Dividendenrendite von etwa 4.5%. Die Gesellschaft weist eine Eigenkapitalverzinsung von 20% und ein nachhaltiges Ergebniswachstum im hohen einstelligen Bereich auf.

Titel, die zur Performance beitrugen

Die Fondsbestände in **Bharti Airtel**, **Genting**, **BAT Malaysia** und **CIA Souza Cruz** leisteten im Berichtsquartal die grössten positiven Beiträge.

Titel, unter denen die Performance litt

Grupo Modelo war im Berichtsquartal für den grössten negativen Performancebeitrag verantwortlich.

Fazit

Wir halten die weltweiten Bewertungen derzeit für attraktiv und gehen davon aus, dass sich die Schwellenmärkte im zweiten Quartal als resistent erweisen werden. Der Fonds bleibt voll investiert, da die Korrektur im ersten Quartal die Möglichkeit bot, qualitativ hochwertige Unternehmen auf attraktiven Bewertungsniveaus aufzustocken. Trotz der relativen Underperformance des Fonds im zurückliegenden Quartal sind wir weiterhin zuversichtlich, dass wir mit unserer Investmentphilosophie und unserem Anlagestil langfristig attraktive Renditen erwirtschaften werden.

Repräsentative Portfoliobestände zum 31.03.2007:

Wertpapiername	% des Portfolios
Bharti Airtel	2.52
Genting Group	2.24
Kangwon Land Inc.	0.98
Kookmin Bank	1.03
Souza Cruz	2.89
Grupo Modelo	3.72

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation ist keine Offerte zum Kauf oder zur Zeichnung von Anteilen. Zeichnungen von Anteilen an Teilfonds des luxemburgischen Vontobel Fund, SICAV erfolgen nur auf der Grundlage des Prospektes, der vereinfachte Prospekte, der Statuten sowie des Jahres- und Halbjahresberichtes (Italien zusätzlich Documento Integrativo und Modulo di Sottoscrizione). Diese Unterlagen sind kostenlos bei der Vontobel Fonds Services AG, Dianastrasse 9, CH-8022 Zürich, bei der Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Vadianstrasse 17, CH-9001 St. Gallen, bei der Bank Vontobel Österreich AG, Rathausplatz 4, A-5024 Salzburg und bei B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Grosse Gallusstrasse 18, D-60311 Frankfurt/Main, und bei den autorisierten Vertriebsstellen in Italien oder am Sitz des Fonds in Luxemburg erhältlich.

Potenzielle Anleger werden darauf aufmerksam gemacht, dass Anlagen in den Vontobel Fund – Emerging Markets Equity mit einem höheren Risiko verbunden sind. Aktienmärkte und Volkswirtschaften in aufstrebenden Märkten (Emerging Markets) sind allgemein volatil. Zudem können Anlagen des Fonds in gewissen aufstrebenden Märkten von politischen Entwicklungen und/oder Änderungen der Gesetzgebung, Steuern und Devisenkontrollmassnahmen der jeweiligen Länder beeinträchtigt werden. Der Anleger wird daher darauf aufmerksam gemacht, den Risikohinweis im Verkaufsprospekt zur Kenntnis zu nehmen.