

Kann die Apple-Story weitergehen?

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine der spektakulärsten Erfolgsgeschichten der letzten Jahre war der Aufstieg von Apple zum nach Marktkapitalisierung wertvollsten Unternehmen der Welt. Mit einem Börsenwert von derzeit ca. 525 Mrd. US\$ ist Apple damit mehr wert als der Erdölgigant Exxon (ca. 365 Mrd. US\$) oder der gesamte schwedische Aktienmarkt (ca. 460 Mrd. US\$).

Mit Überschreiten der 500 Mrd. US\$-Marke bei der Marktkapitalisierung wurden viele skeptische Stimmen laut, die auf Beispiele aus der Vergangenheit verwiesen, bei denen auf eine ähnlich spektakuläre Kursentwicklung eine über mehrere Jahre dauernde Abwärtsbewegung gefolgt war. Insbesondere für Technologieunternehmen wie Microsoft, Intel oder Cisco bedeutete das Übertreffen von 500 Mrd. US\$ bei der Marktkapitalisierung einen Wendepunkt in ihrer Entwicklung. Obwohl sie eine dominante Marktposition verteidigen konnten, waren sie aber nicht mehr in der Lage, die Wachstumserwartungen des Marktes zu erfüllen und büßten erheblich an Wert ein.

Doch ist die Wertentwicklung bei Apple wirklich mit der bei den anderen US Technologie Unternehmen vergleichbar?

Intel war zum Kurshöhepunkt mit dem 40fachen der Gewinne des laufenden Geschäftsjahrs bewertet, Microsoft mit dem 65fachen und Cisco mit dem 200fachen. Apple ist derzeit mit dem 12,7fachen des für das laufende Geschäftsjahr erwarteten Gewinns bewertet, also deutlich niedriger. Aufgrund der extrem hohen Bewertung waren die anderen Technologieunternehmen auch sehr anfällig für eine Korrektur der Wachstumserwartungen nach dem Ende des Technologiebooms im Jahr 2000. Diese Gefahr besteht bei Apple nicht, im Gegenteil erscheint die Bewertung relativ günstig und reflektiert die Skepsis vieler Investoren, dass Apple seine Profitabilität halten kann.

Aber auch Parallelen zu Unternehmen wie Sony und Nokia wurde gezogen, die ähnlich wie Apple mit innovativen und gut gestalteten Produkten für Konsumenten lange ihr Marktsegment (Unterhaltungselektronik bzw. Mobiltelefone) dominiert haben. Die zeitweise Dominanz dieser Firmen wurde aber durch zunehmenden Wettbewerb sowie durch neue Technologien wie MP3-Spieler oder Smartphones gebrochen. Beide Unternehmen sind heute in einer existenzbedrohenden Krise, weil sie inzwischen den Anschluss an die Konkurrenz verloren haben.

Ist Apple tatsächlich ähnlichen Gefahren wie Nokia oder Sony ausgesetzt?



Die Produktstrategie von Apple ist nicht nur darauf ausgerichtet, dem Kunden bestimmte Produkte oder eine bestimmte Technologie zu verkaufen. Es geht vielmehr darum, beim Kunden einen „digitalen Mittelpunkt“ („digital hub“) von Apple zu etablieren, mit dem verschiedene andere Produkte und Dienstleistungen verknüpft werden. So kann z. B. ein Computerprodukt wie der Apple Macintosh als der digitale Mittelpunkt für andere Geräte wie dem iPod, dem iPad oder anderen elektronische Geräte wie Telefone oder Kameras fungieren. Darüber hinaus sind die Geräte mit externen Angeboten von Apple

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

wie Apps oder iTunes verbunden. In Zukunft soll vor allem der Internetspeicherdienst iCloud als ein digitaler Mittelpunkt etabliert werden.

Auf diese Weise unterscheidet sich Apple gravierend von anderen Herstellern dauerhafter Konsumgüter wie Nokia und Sony, weil es gelingt, über den Produktkauf hinaus eine dauerhafte Kundenbeziehung zu etablieren. Apple ist auch nicht von einer bestimmten Technologie abhängig. Allerdings wird es bei dem Erscheinen einer neuen Technologie für Apple darauf ankommen, diese funktional in das eigene System zu integrieren.

Zentral für den Erfolg von Apple ist aber vor allem, dass durch den Gebrauch von Apple Produkten eine bestimmte Erfahrung vermittelt wird: Die Geräte sind immer sehr innovativ, aber gleichzeitig zuverlässig und sehr benutzerfreundlich. Das Design ist ansprechend und vermittelt den Eindruck von Hochwertigkeit. Über Schnittstellen sind Apple-Geräte leicht miteinander zu kombinieren und vermitteln ein ähnliches Gebrauchserlebnis.

Hinzu kommt eine Marken-Strategie, die beim Kunden die Emotionen anspricht. Mit der Marke Apple wird ein bestimmter Lebensstil verbunden. Werte wie Kreativität, Freiheit, Fortschritt, Leidenschaft sowie Mut zur Verwirklichung von Hoffnungen, Träumen und Sehnsüchten werden vermittelt. Apple steht als Marke für eine Vereinfachung des Lebens von Menschen, weil die Komplexität von Technologie für den Anwender deutlich reduziert wird.



Apple hat es also geschafft, sich eine einzigartige Marktposition aufzubauen. Damit aus den durch die Produkte generierten Wettbewerbsvorteilen auch ein überragender wirtschaftlicher Erfolg wurde, waren vor allem zwei Faktoren notwendig:

- Konsequente Ausnutzung der Wettbewerbsvorteile: Verleger, die Zeitungen über Apps anbieten oder Medienkonzerne, die Musikaufnahmen über iTunes verkaufen wollen, müssen ähnlich wie Zulieferer und Vertriebspartner hinnehmen, dass Apple ihnen die Bedingungen diktiert. Darüber hinaus werden rechtliche Mittel wie z. B. Patentklagen aggressiv eingesetzt, um Wettbewerbern den Marktzugang zu erschweren.
- Fokus auf Kernkompetenzen: Apple hat sich auf das Design und Marketing seiner Produkte konzentriert. Die Produktion wurde weitestgehend outgesourct und damit Risiken aus einer hohen Kapitalbindung vermieden.

Doch kann Apple die bisherige Position halten oder sogar ausbauen? Entscheidend für die weitere Entwicklung werden folgende Faktoren sein:

- Abhängigkeit von neuen Produkten: Apple hat in den vergangenen Jahren in regelmäßigen Abständen neuartige Produkte eingeführt, die jeweils einen kräftigen Absatzschub ausgelöst haben. Hierbei wurden aber nie vollständig neue Technologien eingeführt, sondern bestehende Technologien so in Produkte integriert, dass sie ihren Nutzern ganz neue Möglichkeiten eröffneten. Es erscheint durchaus vorstellbar, dass Apple dies auch bei weiteren Anwendungen – wie z. B. dem Fernsehen – schafft. Dabei ist es gar nicht notwendig, einen Erfolg in den Dimensionen zu wiederholen, wie er bei dem iPhone oder dem iPad gegeben war. Jedes neue Produkt erweitert durch die Interkonnektivität die kommerziellen Möglichkeiten für alle Apple

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Angebote. Wichtig ist, das Image permanenter Innovation, das zentral für die mit der Marke verbundenen Emotionen verbunden ist, aufrechtzuerhalten.

- Wettbewerbsintensität: Apple hat es in den vergangenen Jahren verstanden, sich dem selbstzerstörerischen Preiswettbewerb der Konsumgüter- und Computerbranche weitestgehend zu entziehen. Inzwischen versuchen viele Unternehmen Apple zu imitieren und ihre Angebote als Lifestyle-Produkte zu vermarkten. Vor allem Samsung hat sich als ernsthaftester Wettbewerber etabliert. Technisch gesehen stellt der Koreanische Mischkonzern inzwischen auch vergleichbar gute Produkte her, kann aber mit seiner Marke bisher nicht die gleichen Emotionen ansprechen und hat auch kein integriertes Gesamtkonzept, um seine Wettbewerbsvorteile so wie Apple nutzen zu können.
- 
- Neue Geschäftsfelder: Apple könnte die Stärke der eigenen Marke auch dazu nutzen, um Produkte oder Dienstleistungen anzubieten, die über Computer und Unterhaltungselektronik hinausgehen. Dies ist aber mit erheblichen Risiken verbunden, weil der Markenwert hierdurch verwässert werden kann. Bisher gibt es keine Indikationen, dass das Management einen solchen Schritt wagen würde, auch wenn in der Presse zuletzt stark über den Einstieg von Apple in das Segment der Finanzdienstleistungen spekuliert wurde.
 - Erweiterung der Kundenbasis: Von wenigen Ausnahmen abgesehen spricht Apple im Moment vor allem Privatkunden an, während Geschäftskunden nach wie vor andere Systeme vorziehen. Dies hat sehr stark damit zu tun, dass in diesem Segment Emotionen und Design weniger wichtig sind und dafür Kostenüberlegungen eine große Rolle spielen. Dennoch erfreut sich gerade das iPad steigender Beliebtheit für professionelle Anwendungen und könnte die Ausgangsbasis für eine Erschließung dieses Segments darstellen.
 - Internationalisierung: Einen wesentlichen Beitrag zum hohen Wachstum von Apple hat die zunehmende Globalisierung der Umsätze geführt. Wurden 2007 noch 60% aller Umsätze in den USA erzielt, ist der Anteil des Heimatmarktes auf 2011 auf 39% gesunken und wird weiter abnehmen.
 - Aktienrückkäufe: Apple hat derzeit Liquidität in Höhe von ca. 10 Mrd. US\$ und hält Wertpapiere im Umfang von ca. 100 Mrd. US\$. Angesichts des enormen freien Cashflows kommen täglich ca. 150 Mio. US\$ hinzu. Die angekündigte Dividendenzahlung wird das Wachstum der Liquidität nicht abschöpfen. Aktienrückkäufe könnten insbesondere dann für das Management interessant werden, wenn sich die operative Dynamik abschwächt.
 - Erfolgsmanagement: Ein grundsätzliches Problem aller erfolgreichen Menschen oder Organisationen ist, dass sie auf die Dauer selbstgefällig und träge werden. Der unlängst gestorbene Firmengründer Stephen Jobs hat einen sehr direkten und entscheidungsfreudigen Managementstil gepflegt und auf flache Hierarchien geachtet. Es bleibt abzuwarten, ob seine Nachfolger ähnlich agieren oder der Verführung erliegen, sich auf den Erfolgen der Vergangenheit auszuruhen. Möglicherweise hilft Apple sogar, dass mit Samsung ein ernst zu nehmender Wettbewerber herangewachsen ist und Management und Mitarbeitern ständig vor Augen führt, dass man sich keine Fehler leisten kann.
 - Glaubwürdigkeit der Marke. Die von der Marke Apple vermittelten Werte stehen offensichtlich im Widerspruch zu einigen Geschäftspraktiken des Konzerns. So wird in Verhandlungen die dominante Marktmacht

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

aggressiv ausgenutzt; Missstände bei den Arbeitsbedingungen von Zulieferern wurden bisher nur oberflächlich verfolgt. Bei Rankings zur Nachhaltigkeit und ethischem Unternehmensverhalten ist Apple – wenn überhaupt – i.d.R. nur mit schlechten Werten verzeichnet. Hier besteht dringender Handlungsbedarf. Das neue Management unter Tim Cook scheint das Problem erkannt zu haben, ob es hier aber wirklich ernsthafte Änderungen vornehmen wird oder sich vor allem auf PR-Aktionen zum „Greenwashing“ von Apple beschränkt, bleibt abzuwarten.

Grundsätzlich kann unserer Einschätzung nach die Erfolgsgeschichte von Apple weitergehen, auch wenn sich das Wachstum mittelfristig sehr wahrscheinlich abflachen wird, da die Wiederholung eines Erfolges wie des iPad unwahrscheinlich erscheint. Gegenwärtig ist jedoch kein Nachlassen des Momentums zu erkennen. Im 1. Halbjahr des Geschäftsjahrs 2012 (endet am 24.9.) wurden bereits 80% des Umsatzes und 95% des Gewinns des gesamten Geschäftsjahrs 2011 erzielt. Der enorme freie Cashflow, der generiert wird, liefert zumindest weiteren Spielraum für eine Höherbewertung. Selbst wenn Apple das gegenwärtige Niveau bei der Schaffung von freiem Cashflow nur beibehalten kann, wäre das Unternehmen nach gängigen Discounted Cashflow-Bewertungsmodellen massiv unterbewertet.

Übersicht Finanzkennzahlen		Geschäftsjahresende jeweils 24.9.					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012 1Hj.
Umsätze	in Mio. US\$	24.578	37.491	42.905	65.225	108.249	85.519
Operatives Ergebnis	in Mio. US\$	4.407	8.327	11.740	18.385	33.790	33.009
Operative Marge	in %	17,9%	22,2%	27,4%	28,2%	31,2%	38,6%
Nettogewinn	in Mio. US\$	3.495	6.119	8.235	14.013	25.922	24.686
Free Cash Flow	in Mio. US\$	4.502	8.285	8.976	16.474	30.077	28.593

Angesichts der hohen Dynamik bei Apple sind Gewinnschätzungen besonders schwierig. Wir haben bei unseren Schätzungen das Szenario unterstellt, dass 2012 die Gewinne mit 60% steigen (eine Annahme, die nach dem sehr guten ersten Halbjahr bereits konservativ erscheint) und danach mit 20% weiterwachsen.

Auf Basis der für das kommende Jahr geschätzten Gewinne ist die Aktie von Apple mit einem Kursgewinnverhältnis von 10,6 deutlich niedriger bewertet als

Gewinn- und Dividendenentwicklung		Schätzungen		
		2012	2013	2014
Gewinn je Aktie	in US\$	44,29	53,15	63,77
Dividende je Aktie	in US\$	2,65	10,60	12,72

der US-Aktienmarkt oder andere Technologiewerte. Diese niedrige Bewertung reflektiert das enorme Ausmaß an Vorsicht, mit dem die weitere Entwicklung derzeit durch die meisten Investoren eingeschätzt wird.

Anlageeinschätzung der Aktie:

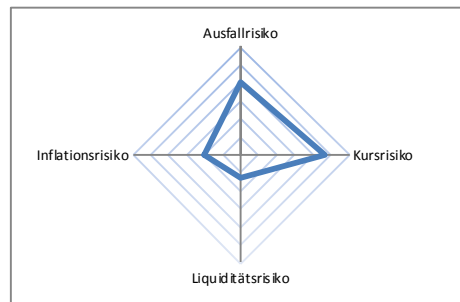
Apple		
Website:	http://investor.apple.com/	Kurs: 1.6.2012: \$560,99
Hauptbörse:	Nasdaq	Land: USA
		WKN: 865985
		ISIN: US0378331005

Grundsätzlich sollte man bei einem Investment in Apple-Aktien keinen Wert auf die Einhaltung ethischer Investmentkriterien legen, da das Unternehmen in Hinblick auf eine nachhaltige Gestaltung von Geschäftsprozessen noch einige Hausaufgaben zu manchen hat.

Mit ruhiger Hand

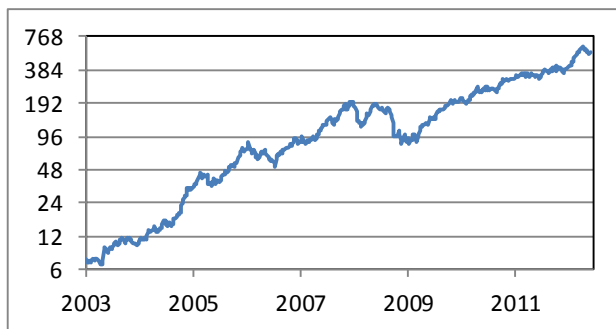
Unternehmensanalyse

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		33%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
12,7	10,6	6,9
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
0,47%	1,89%	3,0

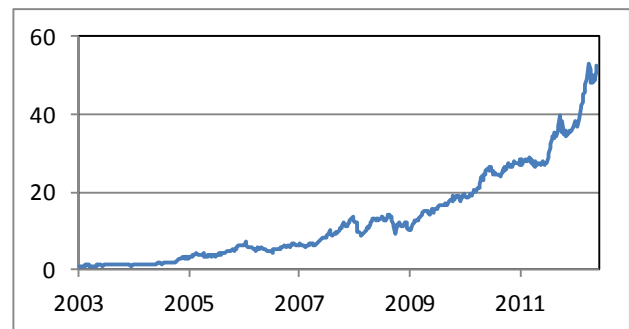


Nachhaltigkeit: mangelhaft	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,00	1,30
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,70	2,00

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Kursdatenquelle: eigene Datenbanken auf der Basis amtlicher Börsenkurse (Erläuterungen im Anhang)

Langfristiger Hauptrisikofaktor ist derzeit vor allem, dass Apple an sich selbst scheitert. Insbesondere die Zunahme von Rechtsstreitigkeiten von Apple mit Konkurrenten in den vergangenen Monaten sowie an die Öffentlichkeit kommende Berichte über exzessive Vergütungsprogramme für Führungskräfte können als Warnsignal dafür gesehen werden, dass sich der Fokus des Managements in eine ungute Richtung verschiebt.

In unserer Risikobewertung kommen wir insgesamt beim Ausfallrisiko mit einer 4 auf eine für Aktien durchschnittliche Bewertung. Positiv sind die hervorragende Marktposition, eine schuldenfreie Bilanz sowie eine sehr gute Profitabilität. Dem stehen vor allem Risiken aus dem Management und der möglichen Beschädigung der Marke gegenüber. Das Kursrisiko ist mit 4,7 überdurchschnittlich, weil für die Aktie immer wieder Phasen stark erhöhter Volatilität zu beobachten sind. Die Aktie wird mit sehr hohen Volumina an der Heimatbörse Nasdaq gehandelt, in Deutschland reichen die Umsätze für den Handel von Privatanlegern aus. Das Liquiditätsrisiko wird deshalb sehr gering mit 1,3 bewertet. Aufgrund niedriger Kapitalintensität und hoher Pricing Power ist das Inflationsrisiko relativ gering und wird mit 2 bewertet.

Die Apple-Aktie ist vor allem etwas für mittelfristig orientierte Investoren, die an eine Fortsetzung der Aufwärtsdynamik glauben und hiervon profitieren wollen. Langfristige Investoren müssen sehr genau die Unternehmensentwicklung mitverfolgen und bei Warnzeichen für eine Erosion der Wettbewerbsposition bereit sein zu verkaufen. Die Aktie von Apple ist unserer Einschätzung nach daher nur geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 1-3: www.apple.com

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell),

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 6.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2. Juni 2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom Vortag des Erscheinungsdatums an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt:
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.