

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Unternehmens-Analyse: Handelsbanken

Von Karl-Heinz Thielmann

Unternehmensbeschreibung

Handelsbanken wurde ursprünglich 1871 von einer Anzahl prominenter schwedischer Unternehmen und Geschäftsleute als "Stockholms Handelsbank" gegründet. Die Aktien wurden 1873 erstmals an der Stockholmer Börse notiert.

Vor 40 Jahren wurde die Bank in einer Art umorganisiert, die sie bis heute maßgeblich von den meisten börsennotierten Finanzinstituten unterscheidet: Sie wurde dezentralisiert, die einzelne Filiale zum Mittelpunkt der Geschäftsaktivität erklärt. Derzeit werden 11.000 Mitarbeiter in 22 Ländern beschäftigt. In 746 Filialen wird Privat- und Geschäftskunden ein breites Spektrum an Finanzprodukten angeboten. Hauptmarkt ist nach wie vor Schweden mit 460 Geschäftsstellen, landesweite Filialnetze bestehen auch in Dänemark, Finnland, Norwegen und Großbritannien.



Hauptgebäude, Foto: Bengt Wanselius

Als Unternehmensziel hat sich Handelsbanken vorgegeben, über den gesamten Konjunkturzyklus eine höhere Profitabilität als die direkten Wettbewerber zu haben. Dies soll durch eine höhere Kundenzufriedenheit, niedrigere Kosten sowie ein besseres Risikomanagement erreicht werden.

In den letzten 40 Jahren wurde das Profitabilitätsziel erreicht. Die Eigenkapitalrendite lag in diesem Zeitraum über dem Durchschnitt der direkten Wettbewerber. Hierbei ist auffällig, dass die Profitabilität von Handelsbanken insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten weit überdurchschnittlich war.

Im Hinblick auf die Kundenzufriedenheit erzielt Handelsbanken in allen Tätigkeitsgebieten auch über längere Zeiträume führende Positionen bei Umfragen. So führt seit Einführung vor 23 Jahren Handelsbanken den schwedischen Index für Kundenzufriedenheit SKI deutlich an.

Erfolgreiches Kostenmanagement wird bei Handelsbanken vor allem an der „Cost to Income Ratio“ festgemacht, dem Verhältnis von Kosten zu Einnahmen. Bei dieser Kennzahl wurde 2011 mit 47,1% ein im Sektorvergleich sehr guter Wert erzielt.

Beim Risikomanagement wird ein klarer Fokus auf die Vermeidung von Kreditausfällen gerichtet. Zum einen hat sich Handelsbanken auf Kundensegmente spezialisiert, die relativ risikoarm sind. Zum anderen werden Mitarbeiter und Führungskräfte grundsätzlich nicht abschlussorientiert bezahlt, um falsche Anreize zum Eingehen unnötiger Risiken zu vermeiden. Eine Erfolgsbeteiligung erfolgt nur im Rahmen des Beteiligungsprogrammes Oktogonen, das an den langfristigen Unternehmenserfolg gekoppelt ist.

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Marktposition

In Schweden gehört Handelsbanken zusammen mit Nordea, SEB und Svedbank zu den dominierenden Banken. Diese Institute kontrollieren zwischen 70% und 75% des Finanzmarktes und haben vergleichbare Marktanteile in den einzelnen Produktkategorien. Obwohl Handelsbanken weniger Mitarbeiter als die anderen Banken hat, werden die meisten Filialen betrieben.

In den anderen Ländern agiert Handelsbanken als Nischenanbieter, sodass hier mit dem kundenorientierten Ansatz noch erheblicher Expansionspielraum besteht.

Die Bank wächst in erster Linie organisch durch die Eröffnung von neuen Zweigstellen an Orten, wo sie bisher nicht vertreten war. Durchschnittlich wird eine neue Filiale nach 2 Jahren profitabel. Auch außerhalb von Schweden wird vor allem auf organisches Wachstum durch Filialeröffnung gesetzt. Während der Krise im nordeuropäischen Finanzsektor vor 20 Jahren wurden einige größere Akquisitionen vorgenommen, die insbesondere die Expansion nach Norwegen und Finnland begünstigten.

Management

Alle oberen Führungskräfte haben praktisch ihre gesamte Berufslaufbahn bei Handelsbanken verbracht und haben durchschnittlich 25 Jahre Betriebszugehörigkeit. Sie können als sehr erfahren und eng verbunden mit den langfristigen Zielen angesehen werden.

Nachhaltigkeit

Handelsbanken hat einige Initiativen gestartet, um Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung innerhalb des Unternehmens zu fördern. Im Vergleich dazu, was vergleichbare Finanzinstitute inzwischen in dieser Beziehung tun, erscheinen diese Bemühungen bisher jedoch relativ zurückhaltend. Deshalb kann dieses Kriterium nur mit einem ausreichend bewertet werden.

Abhängigkeit von langfristigen Trends

Handelsbankens Strategie ist nicht von den Megatrends in der Wirtschaft abhängig. Das Geschäftsmodell besteht darin, einen bereits relativ gesättigten Markt besser als die Mitbewerber zu bedienen. Da die Geschäftspolitik der meisten internationalen Banken nach wie vor relativ kurzfristig ausgerichtet ist, erscheint es unwahrscheinlich, dass der Branche als ganzer gelingt, Risiken und Kosten effektiver als vor der Finanzkrise zu kontrollieren. Insofern bestehen für Handelsbanken sehr gute Chancen, sich im Verdrängungswettbewerb der Finanzbranche in Europa in den nächsten Jahren durchzusetzen und durch das kontinuierliche Gewinnen von Marktanteilen weiter zu wachsen.

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Gewinnentwicklung und Bilanz

Übersicht Finanzkennzahlen		2007	2008	2009	2010	2011
Einnahmen	in Mio. SEK	32.636	29.890	32.335	31.296	32.809
Operatives Ergebnis	in Mio. SEK	19.383	15.326	13.727	14.770	16.536
Cost/Income Ratio	in %	40,5%	44,3%	47,1%	48,0%	47,1%
Nettogewinn	in Mio. SEK	15.508	12.131	10.244	11.025	12.323
Eigenkapitalrendite	in %	16,3	16,2	12,6	12,9	13,5
Tier I Kapital (Basel II)	in %	10,6	10,5	14,2	16,5	18,4

Wie andere Finanzinstitute wurde auch Handelsbanken durch die Finanzkrise 2008 getroffen. Mit einem Rückgang der Einnahmen um 8% sowie des Nettogewinns um 21,8% in diesem Krisenjahr konnte sich Handelsbanken aber deutlich besser behaupten als die überwiegende Anzahl der Wettbewerber. In den darauffolgenden Jahren hatte die Verbesserung der Eigenkapitalsituation Vorrang vor Wachstum, um den verschärften Anforderungen der Finanzaufsicht gerecht zu werden. Dementsprechend verschlechterten sich auch Kennzahlen wie die „Cost to Income Ratio“ bzw. die Eigenkapitalrendite. Diese liegen im internationalen Sektorvergleich immer noch auf einem weit überdurchschnittlichem Niveau.

Analyse der Aktie von Handelsbanken

Handelsbanken A		
Website: www.handelsbanken.com/	Kurs: 1.6.2012: 200,90 kr	WKN: 886062
Hauptbörse: Nasdaq OMX (Stockholm)	Land: Schweden	ISIN: SE0000193120

Bewertung

Für die Aktie von Handelsbanken erwarten wir für die nächsten Jahre ein Gewinnwachstum von 6% p.a., wobei sich dieses längerfristig nach Beendigung

Gewinn- und Dividendenentwicklung		Schätzungen		
		2012	2013	2014
Gewinn je Aktie	in SEK	20,70	22,20	23,50
Dividende je Aktie	in SEK	10,10	10,70	11,50

des gegenwärtigen Aufbaus der Eigenkapitalquote auch wieder auf 8-10% p.a. beschleunigen kann.

Die Aktie ist auf Basis des von uns für das nächste Jahr geschätzten Gewinns in Höhe von 22,20 SEK je Aktie mit einem Kursgewinnverhältnis von 9 derzeit deutlich höher bewertet als der Durchschnitt europäischer Finanzwerte. Das Kurs-Buchwertverhältnis liegt mit 1,3 ebenfalls weit über dem Sektorschnitt. Allerdings reflektiert diese Bewertungsprämie derzeit vor allem die Strukturprobleme des übrigen europäischen Finanzsektors, denen sich Handelsbanken aufgrund der defensiven Geschäftspolitik weitestgehend entziehen konnte. Im Vergleich mit der eigenen Vergangenheit liegt die Aktie im Mittelfeld historischer Bewertungen.

Risikokennzahlen:

Das Ausfallrisiko ergibt sich weniger aus dem Unternehmen selbst als aus dem Umstand, das Handelsbanken als Finanzwert in erheblichem Umfang Systemrisiken ausgesetzt ist. Deshalb kann trotz der defensiven Ausrichtung nur eine 3,7 vergeben werden.

Mit ruhiger Hand

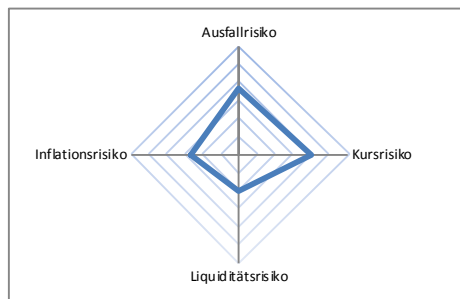
Unternehmensanalyse

Auch bei den Kennziffern für das Kursrisiko machen sich systemische Risiken bemerkbar, da sich die Volatilität europäischer Finanzwerte zeitweise auch auf die Titel von Handelsbanken übertragen hat. Insgesamt werden für Aktien durchschnittliche Werte erzielt. Die Bewertung erfolgt deshalb mit der Note 4.

Die Aktie wird an der Heimatbörse Nasdaq OMX regelmäßig in größeren Volumina gehandelt, der Auf- und Abbau von Positionen für Privatanleger und kleinere Institutionen ist problemlos möglich. Das Liquiditätsrisiko wird daher mit 2 bewertet.

Das Inflationsrisiko ist bei Finanzwerten grundsätzlich schwer zu beurteilen, da es sehr stark von der Art und Weise abhängt, wie Zinssensitivität und Laufzeitenstruktur der Bilanz gemanagt werden. Grundsätzlich sollte aber Handelsbanken in der Lage sein, moderate Inflation relativ problemlos zu überwälzen; daher wird hier Note 2,7 vergeben.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		6%
Bewertungskennziffern		
KGV 2012e	KGV 2013e	KBV aktuell
9,7	9,0	1,3
Divrend. 2012e	Divrend. 2013e	Unt.wert zu Umsatz
5,03%	5,33%	n.a.



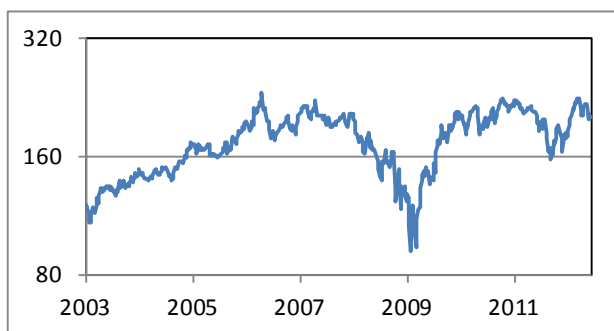
Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,70	2,00
Kurs- risiko	Inflations- risiko
4,00	2,70

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen.

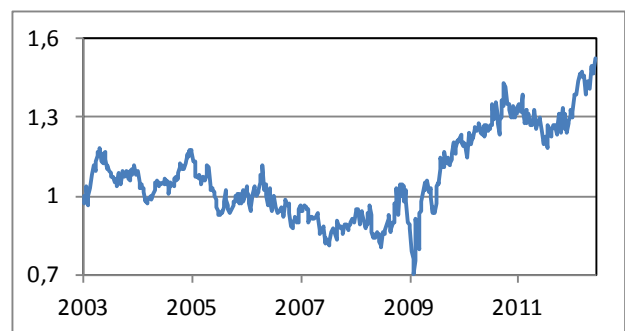
Technische Analyse Langfristtrends:

Die Aktien von Handelsbanken bewegen sich – mit Unterbrechung durch die Finanzkrise 2008/09 – seit 2005 seitwärts in einer Trading Range zwischen 160 SEK und 220 SEK. Im Bereich von 220 SEK bis 230 SEK liegt ein massiver Widerstand, von dem die Aktie mehrfach zurückgeprallt ist. Erst ein nachhaltiges Überschreiten von 230 SEK macht den Weg frei für weitere Kurssteigerungen. Interessant ist die Analyse der relativen Entwicklung in Bezug auf den europäischen Gesamtmarkt. Vor der Finanzkrise entwickelte sich die Aktie leicht unterdurchschnittlich, offenbar, weil das defensive Geschäftsmodell vom Markt nicht gewürdigt wurde. Seit 2009 hat sich hingegen ein konsistenter Trend zur überdurchschnittlichen Performance etabliert.

Langfristige Kursentwicklung in SEK:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Kursdatenquelle: eigene Datenbanken auf der Basis amtlicher Börsenkurse (Erläuterungen im Anhang)

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Handelsbanken ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht)
- für risikobewusste Anleger ist Handelsbanken möglicherweise für eine größere Position zu defensiv ausgerichtet und eignet sich eher als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

Bewertung der Anleihen

Von Handelsbanken sind in € sowohl normale Bank-Anleihen wie auch sogenannte Hybridanleihen erhältlich.

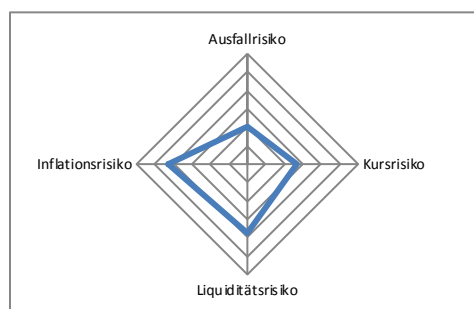
Der Renditeabstand der Bank-Anleihen von Handelsbanken zu Bundesanleihen beträgt derzeit zwischen 150 und 160 Basispunkten. Damit liegt die Risikoprämie für Handelsbanken etwas über derjenigen von Industrieunternehmen vergleichbarer Bonität, aber unter etwas unter derjenigen für ähnliche Finanzwerte.

Unter den Bank-Anleihen sehen wir derzeit dieses Papier mit einer Restlaufzeit von ca. 9 Jahren als am interessantesten an:

Handelsbanken EO-MTN 2011(21)		
Website: www.handelsbanken.com/	Kurs: 1.6.2012: 113,70%	WKN: A1GWEZ
Kleinste Stückelung: 100.000 €	Laufzeitende: 20.10.2021	ISIN: XS0693812355

Mit einer Rendite von 2,7% ist dieser Titel grundsätzlich sehr attraktiv als Kerninvestment für konservative Anleger. Bei einer Geldentwertung von bis zu 2% p.a. ist ein Inflationsausgleich nach Besteuerung möglich, insofern kann auch bei der Bewertung des Inflationsrisikos noch die Note 4,3 vergeben werden.

Bewertungskennziffern		
Zins	Rendite	Duration
4,38%	2,70%	7,82
Renditedifferenz zum Bund in Basispunkten		Modified Duration
164		7,62



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,00	3,70
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,70	4,30

Anlageeinschätzung der Anleihe:

Die Anleihe Handelsbanken EO-MTN 2011(21) ist unserer Einschätzung nach für konservative Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) geeignet. Für chancenorientierte oder risikobewusste Anleger kann sie nach einem Kursrückgang zur Depotbeimischung interessant werden.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen

Mit ruhiger Hand

Unternehmensanalyse

Hybridanleihen sind Anleihen, die in der Haftung schlechtergestellt sind als normale Anleihen und oftmals auch nicht über ein festes Laufzeitende verfügen. Im Konkursfall würden Hybridanleihen wie Eigenkapital behandelt und erst nachrangig zurückgezahlt, d. h. erst, wenn die Ansprüche aller anderen Gläubiger befriedigt sind. Sie sind daher nur für Anleger geeignet, die sich dieser besonderen Haftungssituation bewusst sind.

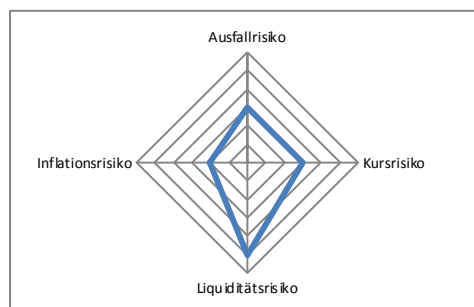
In € ist derzeit diese Hybridanleihe von Handelsbanken erhältlich:

Handelsbanken AB EO-FLR Med.-T. Nts 05(15/Und.)			
Website: www.handelsbanken.com/	Kurs: 1.6.2012: 93,25%	WKN: A0GK0D	
Kleinste Stückelung: 50.000 €	Laufzeitende: unbefr.	ISIN: XS0238196942	

Dieser Titel ist am 16.12.2015 das erste Mal durch Handelsbanken kündbar, danach immer quartalsweise. Bei einer Rückzahlung zum ersten Kündigungszeitpunkt würde sich eine Rendite von 6,4% ergeben. Im Fall eines Verzichts auf die Kündigung wird die Anleihe in ein variabel verzinsliches Papier mit einer Verzinsung, die sich aus dem jeweiligen 3 Monats-Euribor plus 168 Basispunkten ergibt.

Die Börsenumsätze sind bei diesem Papier allerdings sehr gering, sodass wir das Liquiditätsrisiko als weit überdurchschnittlich mit 5 einstufen. Gegen Inflation ist der Titel aber durch die Wandlungsmöglichkeit in eine variable Verzinsung relativ gut abgesichert. Allerdings bieten vergleichbare Papiere einen etwas höheren Zinsaufschlag, sodass hier nur eine 3 vergeben werden kann.

Kündigung: erstmalig am 16.12.2015
Zins bis zum ersten Kündigungsdatum: 4,19%
Zins ab dem ersten Kündigungsdatum: variabel: 3 Monats Euribor + 168 Bp



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,00	5,00
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,00	2,00

Anlageeinschätzung der Hybridanleihe:

Die besprochene Anleihe ist vor allem unter dem Aspekt der Inflationsabsicherung interessant. Angesichts der geringen Liquidität kommen sie aber nicht für in Relation zur Gesamtanlage sehr große Positionen infrage. Da die Mindeststückelung mit 50.000 € gleichzeitig sehr hoch ist, dürfte dieses Papier nur für Investoren mit einem großen Anlagevolumen interessant sein.

Die Anleihe EO-FLR 2006(16/66) von ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% 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: www.handelsbanken.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 INVESTIING 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 7.

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: Handelsbanken-Aktien
- 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.