

## Pfeiffer Vacuum und Edwards: die Weltmarktführer für Vakuumtechnologie im Vergleich

Von Karl-Heinz Thielmann

Die Vakuumtechnologie spielt in der modernen Industrie eine wesentliche Rolle. Durch sie entstehen weltraumähnliche Druckbedingungen, die für die Herstellung vieler Hightech-Produkte unerlässlich sind. So sind die Herstellung von Solarzellen, Halbleitern, DVDs, Wärmeschutzgläser sowie die Beschichtung von hoch belastbaren Spezialwerkzeugen oder auch Brillengläsern ohne die Vakuumtechnologie nicht denkbar. Auch in der Forschung sowie der Entwicklung von neuen Werkstoffen und Umwelttechniken spielt Vakuum eine wichtige Rolle.

Der globale Markt für Vakuumtechnik wird derzeit von vier Unternehmen dominiert: Pfeiffer Vacuum, Edwards, Oerlikon Leybold Vacuum (Deutschland) sowie Agilent-Vacuum (Italien).

Oerlikon Leybold Vacuum ist ein deutsches Tochterunternehmen der Oerlikon Management AG aus der Schweiz, Agilent-Vacuum gehört zum US-Messtechnik-Konzern Agilent. Beide Gesellschaften sind also nicht mehr unabhängig, sie liegen zudem beim Umsatz deutlich hinter Edwards und Pfeiffer Vacuum. Allen Unternehmen gemeinsam ist, dass sie inzwischen eine mindestens sechzigjährige Erfahrung mit Vakuumtechnologie haben.

Pfeiffer Vacuum ist seit 1996 börsennotiert, Edwards ist im Mai 2012 in den USA an die Technologiebörse Nasdaq gegangen. Insofern bietet es sich an, die beiden Marktführer in einem grundsätzlich sehr interessanten Bereich einem Vergleich zu unterziehen.

Pfeiffer Vacuum wurde 1890 in Wetzlar (Hessen) durch Arthur Pfeiffer gegründet. Innerhalb weniger Jahre wurde es zu einem führenden Unternehmen in der entstehenden Vakuumtechnologie. 1958 gelang mit der Erfindung der Turbomolekularpumpe, die als „Turbopumpe“ zum Gattungsbegriff wurde, ein technologischer Durchbruch. Im Verlauf der kommenden Jahre entwickelte sich die Gesellschaft zu einem Anbieter von



führenden Produkten in einzelnen Segmenten der Vakuumtechnologie. Mit dem Jahr 2010 kam nicht nur das 120. Firmenjubiläum, es wurden auch zwei Großakquisitionen durchgeführt. Zum einen wurde die Trinos Vakuum-Systeme GmbH gekauft, des weiteren wurde der Geschäftsbereich Vakuumtechnologie "adixen" von Alcatel-Lucent herausgelöst. Mit diesen Neuerwerbungen verdoppelte Pfeiffer Vacuum zum einen seine Größenordnung. Zum anderen avancierte die Gesellschaft zum einzigen Komplettanbieter von Systemlösungen für Vakuumtechnologie und hat sich damit einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Konkurrenten gesichert.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Edwards wurde 1919 durch F.D. Edwards zunächst nur für den Import von Vakuumanlagen gegründet. Erst 1939 begann die eigene Herstellung von Vakuumanlagen. 1968 wurde Edwards von Industriegaskonzern BOC (British Oxygen Corporation) erworben. 1984 wurde die trockenlaufende (ölfreie) Vakuumpumpe Drystar patentiert. Mit ihrer Einführung konnten auf den neu entstehenden Halbleitermarkt große Marktanteile gewonnen werden.

2006 wurde die BOC Group von der Linde AG erworben, um einen auf Industriegase fokussierten Konzern zu schaffen. Die nicht mehr zum Kerngeschäft gehörenden Edwards wurden 2007 an den Private Equity Fonds CCMP Capital verkauft. Im Mai 2012 wurden im Rahmen einer Kapitalerhöhung zum Schuldenabbau ca. 11% der Gesellschaft an der Technologiebörse Nasdaq eingeführt.

## Managements

Die Vorstandsmitglieder bei Pfeiffer Vacuum sind seit mehreren Jahren dem Unternehmen verbunden. Vorsitzender Manfred Bender hat praktisch alle wichtigen Stationen seiner Karriere bei dem Unternehmen verbracht und hat vor seiner jetzigen Rolle mit dem vorherigen Führungsteam intensiv zusammengearbeitet. Seit 2005 wird er durch Dr. Matthias Wiemer unterstützt, der für Forschung & Entwicklung, Marketing, Produktion, Schulung, Service und Vertrieb verantwortlich ist. Dr. Wiemer hat vor dieser Tätigkeit vielfältige Erfahrungen im Maschinenbau gesammelt. Hervorzuheben ist, dass die Integration der Großakquisitionen adixen und Trinos bisher relativ reibungsarm verlief. Zum 1. Januar kommt Nathalie Benedikt als Finanzvorstand hinzu. Sie ist zwar erst 36 Jahre alt, hat aber bereits 13 Jahre bei Pfeiffer Vacuum im Finanzbereich verbracht.

Bei Edwards wurden die führenden Manager 2010 ausgetauscht. Vorstandsvorsitzender Matthew Taylor und Finanzvorstand David Smith sind zwar beides sehr erfahrene Manager mit internationalem Hintergrund, ihre bisherigen Karrierestationen waren aber im Wesentlichen in der Autoindustrie. Insbesondere David Smith gilt als Restrukturierungsspezialist. Insofern muss stark bezweifelt werden, ob beide Personen wirklich geeignet sind, in einem auf längerfristiges Wachstum ausgerichteten Technologieunternehmen zukunftsweisende Entscheidungen zu treffen.

## Nachhaltigkeit

Grundsätzlich gehört die Vakuumtechnologie zu den Verfahrensweisen, die umweltschonende Produktionstechniken und sparsamen Ressourcenverbrauch fördern. Pfeiffer Vacuum scheint sich mit dieser Tatsache zu begnügen und hat keine besonders ernsthaften Aktivitäten in Hinblick auf Nachhaltigkeit entwickelt. Das Unternehmen schneidet bei Nachhaltigkeitsratings normalerweise auch relativ durchschnittlich ab. Edwards hingegen geht das Thema Nachhaltigkeit mit verschiedenen Initiativen offensiv an und hat sehr viel getan, um sowohl seine eigenen Herstellungsweisen als auch die angebotenen Produkte schadstoffarm, ressourcenschonend und möglichst recyclingfähig zu gestalten. Während Pfeiffer Vacuum hier nur mit einem knappen ausreichend bewertet werden kann, ist bei Edwards eine positive Einschätzung vertretbar.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Gewinnentwicklung und Bilanz

Der Geschäftsverlauf beider Gesellschaften wurde in den letzten Jahren stark durch die zyklischen Schwankungen in der Halbleiterbranche beeinflusst. Als Belastungsfaktor kam in den vergangenen Monaten noch die Branchenkrise in der Solarindustrie hinzu.

Umsätze in Mio.:					
	2008	2009	2010	2011	9M 2012
Pfeiffer Vacuum	198 €	182 €	220 €		
Adixen	181 €	134 €	271 €		
zusammen	379 €	316 €	491 €	520 €	354 €
ggü. Vj.	-12,1%	-16,6%	55,4%	5,9%	-12,6%
Edwards	£510	£371	£641	£701	£464
ggü. Vj.	n.b.	-27,3%	72,8%	9,4%	-14,9%

Traditionell war das Kerngeschäft von Pfeiffer Vacuum viel stabiler als dasjenige der Wettbewerber, was sich aber nach der Akquisition von Adixen geändert hat.

Gewinnschätzungen je Aktie:		
	Pfeiffer Vacuum in €	Edwards in \$US
2012e	4,83	0,63
2013e	5,60	0,74
2014e	6,70	0,83

Beim Vergleich der Finanzkennzahlen fällt auf, dass sowohl die Profitabilität wie auch die Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bei Pfeiffer Vacuum etwas besser sind. Angesichts eines sehr schwierigen Jahres stehen aber beide Unternehmen im Vergleich mit anderen Industrieunternehmen in Abschwungphasen relativ gut da. Hierin kommt die herausragende Markt-

position beider Gesellschaften zum Ausdruck. Daher gehen wir auch bei beiden Firmen wieder von einer deutlichen Ertragerholung in den nächsten Jahren aus, die aber bei Pfeiffer Vacuum aufgrund der Nutzung von Synergien aus den Akquisitionen von 2010 etwas stärker sein dürfte.

Die Bilanzanalyse zeigt deutliche Unterschiede zwischen beiden Gesellschaften auf. Während Pfeiffer Vacuum nur eine sehr geringe Netto-Verschuldung aufweist, ist diese bei Edwards sehr hoch. Hier wirkt sich für die englische Gesellschaft negativ aus, dass sie eine Private Equity Gesellschaft als Hauptaktionär hat, die offensichtlich in den vergangenen Jahren massiv Kapital aus dem Unternehmen herausgezogen hat. Die hohe Belastung mit Verbindlichkeiten ist ein klarer Nachteil für Edwards. Die finanzielle Flexibilität ist erheblich eingeschränkt. Die Gesellschaft muss zudem ihren Cashflow in den nächsten Jahren vor allem dafür nutzen, den Verschuldungsgrad herunterzubringen. Ein Problem für Edwards könnten auch die in der Bewertung sehr hoch angesetzten immateriellen Vermögenswerte (Patente, kapitalisierte Forschungsaufwendungen, Goodwill aus Übernahmen etc.) werden. Bei einer insbesondere in Relation zum Eigenkapital sehr hohen Zahl besteht immer das Risiko, dass unerwartete Entwicklungen einen erheblichen Abschreibungsbedarf verursachen. Auch hier scheint die aggressive Bewertung vor allem in Interesse des Hauptaktionärs begründet zu sein, Kapital aus der Firma abzuziehen, ohne die oberflächlichen Bilanzrelationen völlig zu ruinieren. Im Gegensatz dazu erscheinen die immateriellen Vermögenswerte bei Pfeiffer Vacuum als sehr konservativ bewertet. Hier gibt es eher stille Reserven, als dass die Gefahr von unerwarteten Abschreibungen besteht.

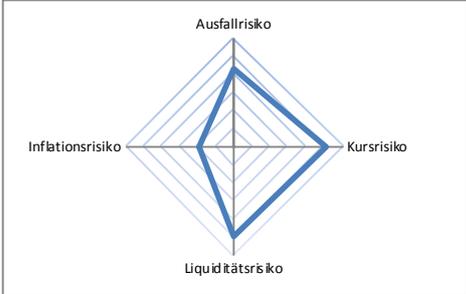
Finanzzahlen nach Abschluss der ersten 3 Quartale 2012 zum 30. September 2012		
	Pfeiffer Vacuum	Edwards
Nettogewinn in Mio.	35,3 €	£41,4
ggü. Vorjahr	1,0%	-21,5%
in % des Umsatzes	10,0%	8,9%
Free Cashflow in Mio.	35,6 €	£39,8
in % des Umsatzes	10,1%	8,6%
Nettoverschuldung in Mio.	73,3 €	£526,8
in % des Eigenkapitals	26%	203%
Immat. Vermögenswerte in Mio.	88,9 €	£410,5
in % des Eigenkapitals	31,2%	157,8%

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Kennzahlenübersicht

<b>Edwards</b>		
Website:	<a href="http://www.edwardsvacuum.com/Kurs">http://www.edwardsvacuum.com/Kurs</a>	Kurs 30.11.2012: \$6,73
Hauptbörse:	Nasdaq	Land: Großbritannien
		WKN: A1JXYL
		Börsenwert (Mrd.€): 584,8
		ISIN: US2817361080
Gewinnänd. bis 2014e p.a.: 1%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
10,7	9,1	<b>2,2</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
0,0%	0,0%	<b>1,3</b>



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	5,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
5,0	2,0

Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,3	5,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
5,0	2,0

<b>Pfeiffer Vacuum Technology AG</b>		
Website:	<a href="http://www.pfeiffer-vacuum.de/">http://www.pfeiffer-vacuum.de/</a>	Kurs 30.11.2012: 87,35 €
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland
		WKN: 691660
		Börsenwert (Mrd.€): 862,1
		ISIN: DE0006916604
Gewinnänd. bis 2014e p.a.: 8%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
18,1	15,6	<b>3,0</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
4,1%	4,8%	<b>2,0</b>



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,0	2,0

Anmerkung: Die Angaben für die erwarteten Gewinnänderungen und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen.

## Bewertung

Im Rahmen einer Fair Value Analyse auf Basis eines Discounted Cash Flow (DCF)-Modells kommen wir bei Pfeiffer Vacuum auf einem inneren Wert von 98 € je Aktie (12% über dem aktuellen Kurs); bei Edwards auf einen inneren Wert von £ 7,40 (10% über dem aktuellen Kurs). Beide Gesellschaften scheinen auf Basis dieser Analyseverfahren also ähnlich bewertet.

Beim Vergleich von Kennziffern wie den prognostizierten Kursgewinnverhältnissen oder der Relation Unternehmenswert zu Umsatz erscheint Edwards auf den ersten Blick deutlich billiger. Allerdings kann bei diesen Kennzahlen nicht wie beim DCF-Modell der Einfluss des Hauptaktionärs auf die Verwendung des Cashflows berücksichtigt werden. Sie signalisieren aber, dass bei Edwards nach Wegfall dieses Belastungsfaktors eine deutliche Höherbewertung möglich wäre.

Insgesamt erscheinen beide Aktien auf derzeitigem Niveau geringfügig unterbewertet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Risikobeurteilung

Edwards:

Ausfallrisiko: Edwards ist Marktführer in einem Wachstumsmarkt mit hohen Zutrittsschranken. Dies würde normalerweise für ein eher niedriges Ausfallrisiko sprechen, wenn nicht der Hauptaktionär CCMP Capital die Gesellschaft so stark geschwächt hätte. Die Bilanzqualität ist mangelhaft, eine 4,3 angesichts der hervorragenden Fähigkeit zur Schaffung von freiem Cashflow aber noch zu rechtfertigen.

Kursrisiko: In der noch jungen Börsengeschichte war die Aktie schon heftigen Kursschwankungen ausgesetzt. Da hier keine Besserung in Sicht ist, muss eine 5 gegeben werden.

Liquiditätsrisiko: Nach dem Börsengang sind die Umsätze ausgetrocknet, wurden zeitweise nur noch Volumina von einigen US\$ 1.000 gehandelt. Dies ist für ein Unternehmen, das immerhin noch einen Free Float von ca. 60 Mio. € hat, nicht akzeptabel. Note 5.

Inflationsrisiko: Angesichts einer nur mäßigen Kapitalintensität und relativ guter Möglichkeiten zur Weitergabe von Preiserhöhungen ist das Inflationsrisiko mit 2 eher als gering anzusehen.

Pfeiffer Vacuum:

Ausfallrisiko: Ist angesichts der sehr soliden Bilanz und der Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow grundsätzlich im Vergleich mit anderen Aktien relativ niedrig. Allerdings könnten unter Extremumständen die Abhängigkeit von bestimmten Technologien und die Konjunktursensitivität den Geschäftsverlauf negativ beeinflussen. Daher nur 3,7.

Kursrisiko: Zeitweise sind heftige Kursschwankungen zu verzeichnen gewesen, ohne allerdings den für eine Aktie üblichen Rahmen zu überschreiten. Deswegen gibt es hier eine 4.

Liquiditätsrisiko: Die Aktie zeigt eine für mittlere Marktkapitalisierungen übliche Liquiditätslage. Unter normalen Umständen sind kleine und mittlere Ordergrößen relativ gut handelbar, leider aber nicht immer. Deswegen hier nur eine 3.

Inflationsrisiko: Wie bei Edwards ist angesichts einer nur mäßigen Kapitalintensität und vergleichsweise guter Möglichkeiten zur Weitergabe von Preiserhöhungen das Inflationsrisiko mit 2 als eher gering anzusehen.

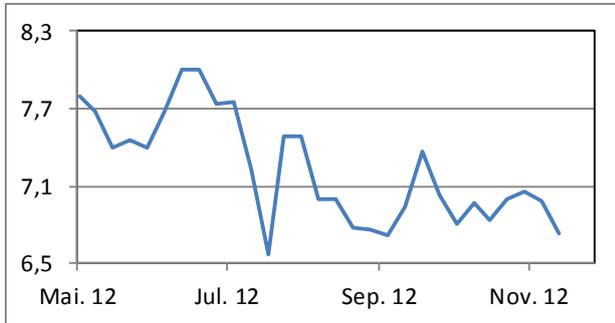
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

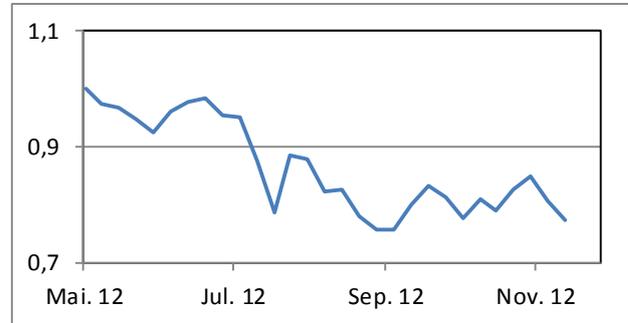
## Technische Analyse der Langfristrends

Edwards:

Kursentwicklung (in \$US):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:

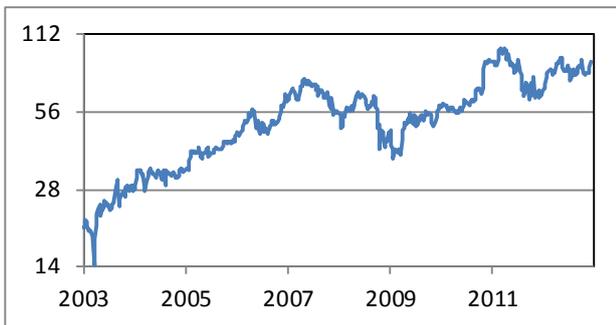


Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

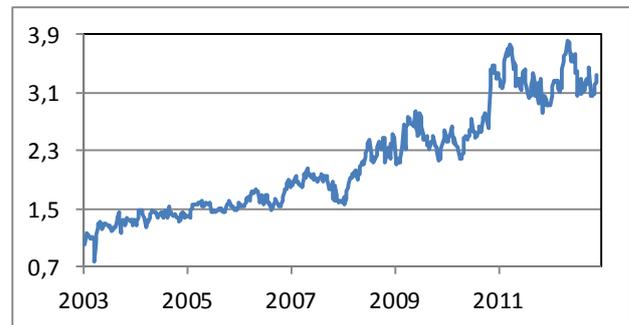
Edwards ist erst seit ca. einem halben Jahr börsennotiert, insofern ist eine langfristige Analyse bisher nicht möglich. Allerdings ist der Aktienkurs im Betrachtungszeitraum schon deutlich zurückgegangen und hinter dem Vergleichsindex zurückgeblieben. Dies ist kein gutes Signal für die weitere Entwicklung.

Pfeiffer Vacuum:

Langfristige Kursentwicklung (in €):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Die Aktie von Pfeiffer Vacuum zeigt sowohl in der absoluten wie auch in der relativen Betrachtung zum Vergleichsindex Stox 600 einen eindeutigen Aufwärtstrend. Nach der Übernahme von adixen zum Jahresende 2010 war der Kurs stark gestiegen, was als kurzfristige spekulative Überhitzung eingeschätzt werden kann. Inzwischen hat sich das Bild aber wieder normalisiert. Sowohl in der absoluten wie auch in der relativen Anschauungsweise tendiert die Aktie am unteren Ende des langfristigen Trendkanals. Die Aktie erscheint damit aus technischer Sicht als sehr attraktiv für den Aufbau von Positionen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Anlageeinschätzung der Aktien

Eine sehr alte Börsenweisheit lautet: Wenn es einen Goldrausch gibt, dann kaufe nicht die Aktien der Goldförderer, sondern diejenigen der Hersteller von den Schaufeln. Analog kann man heutzutage sagen: Wenn die Computerisierung der Welt immer weiter voranschreitet, dann kaufe nicht die Anteilscheine der Hardwarehersteller, die sich in ruinösem Konkurrenzkampf befinden, sondern die Aktien derjenigen Firmen, die von einem immer weiter ansteigenden Bedarf an Produktionsstätten für die moderne Technologieinfrastruktur profitieren.

Die Aktie von Pfeiffer Vacuum stellt vor diesem Hintergrund ein sehr solides und moderat bewertetes Investment dar. Allerdings sollten sich Anleger bewusst sein, dass die Ertragsentwicklung relativ unstetig ist und es daher immer einmal wieder zu kurzfristigen Verunsicherungen kommen kann.

Sie ist daher unserer Einschätzung nach geeignet für:

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

Edwards ist aufgrund der Marktposition grundsätzlich ein sehr interessantes Unternehmen für Langfristinvestoren. Darüber hinaus erscheint die Aktie nach Kennziffern wie dem Kursgewinnverhältnis oder der Relation Unternehmenswert zu Umsatz als sehr günstig bewertet. Dennoch gibt es gravierende Argumente, die gegen eine Anlage sprechen. Der Hauptaktionär, die Private Equity Gesellschaft CCMP Capital, hat der Firma hohe Schulden aufgebürdet, die abgetragen werden müssen. Die Qualifikation des durch CCMP Capital eingesetzten Managements ist fragwürdig. Hinzu kommt, dass die Liquidität der Aktie für ein Unternehmen der Größenordnung von Edwards indiskutabel ist.

Man sollte die Gesellschaft aber im Auge behalten. Möglicherweise könnte eine Trennung von CCMP Capital in der Zukunft zu einer Verbesserung der Situation führen. Dennoch bleibt die Aktie auf absehbare Zeit nicht für eine Anlage geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen bei beiden Titeln.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 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](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 15: Pfeiffer Vacuum Pressebild

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## 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), 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  $\beta$ , 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.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Für den Beitrag „Wollen die Kunden belogen werden?“ wurde auf folgende Quellen zurückgegriffen: George A. Akerlof: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500 ([https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar\\_/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf](https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar_/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf)); Bernd Ankenbrand: „Watches and alpha males: 5 things selectors look for in a manager“; Interview mit Emily Blewett, Juli 2012. ([www.citywire.co.uk/global/watches-and-alpha-males-5-things-selectors-lookfor-in-a-manager/a604633](http://www.citywire.co.uk/global/watches-and-alpha-males-5-things-selectors-lookfor-in-a-manager/a604633)); Center for Applied Science: The Influential Investor, November 2012 (<http://statestreet.com/centerforappliedresearch/doc/the-influential-investor.pdf>)

Für den Beitrag „Basiskonzepte der Strukturierung einer Vermögensanlage“ wurden vor allem verwendet: David F. Swensen: Unconventional Success, New York 2005 sowie Guy Fraser-Sampson: Multi Asset Class Investment Strategy, Chichester 2006. Auszüge dieses Beitrags wurden schon vor dem Erscheinungstag auf der Website: <http://www.long-term-investing.de/deutsch/langfristig-anlegen/> veröffentlicht. Die empirischen Grundlagen, warum mit steigendem Risiko die Erträge zunächst steigen und dann fallen, sind erläutert bei:

<http://www.robeco.com/professionals/insights/quantitative-investing/low-volatility-investing/index.jsp>. Wir danken Herrn Oliver Clasen von HVC Management Ltd. für viele wertvolle Anregungen und Hinweise zu diesem Beitrag.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

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 22.

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 3.12.2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum 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: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **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.