

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 9, 7. Januar 2013

Im „**Klartext: Die fetten Jahre sind vorbei**“ werden Parallelen bei den Fehlentwicklungen in Südeuropa und Deutschland aufgezeigt. Die Ursachen für die Strukturprobleme in den Krisenländern sind auch in den bisher relativ stabilen Euro-Staaten vorhanden, werden aber durch Sonderfaktoren überdeckt.

In Deutschland scheinen die Gründe für den Erfolg als Exportnation immer mehr in Vergessenheit zu geraten. Anstatt konsequent das zu fördern, was deutsche Unternehmen international erfolgreich macht, werden politische Entscheidungen immer noch nach traditionellen Mustern getroffen, obwohl gerade diese in Südeuropa kläglich gescheitert sind. Im internationalen Vergleich mit den aufstrebenden Nationen Asiens führt dies zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsposition.

Der Beitrag **„Das DAX-Prognose-Paradox – oder, warum es heute einfacher ist, einen DAX-Stand von 20.000 vorherzusagen, als eine treffsichere Jahresendprognose zu machen –“** geht der Frage nach, wie die zum Jahreswechsel beliebten Jahresprognosen für den Leitindex des deutschen Aktienmarktes DAX zustande kommen, was sie mit historischen Renditen zu tun haben und warum sie praktisch nie auch nur annähernd stimmen.

Hierbei wird gezeigt, dass die Jahresprognosen sich sehr stark an der historischen Durchschnittsrendite deutscher Aktien orientieren. Diese Durchschnittsrendite ergibt sich aber aus Jahren mit starken Kursschwankungen, die keinem erkennbaren Muster folgen. Für das einzelne Jahr ist es viel wahrscheinlicher, dass es eine starke Abweichung vom langjährigen Mittel gibt, als dass dieses tatsächlich erreicht wird. Auf Jahressicht ist eine seriöse Prognose daher praktisch nicht möglich.

Seit 1990 ergibt der deutsche Aktienmarkt über einen längeren Zeitraum relativ konstant jährliche Renditen um nominal 8% (real 6%). Diese Performance entspricht in etwa auch den Langfristrenditen, die am deutschen Aktienmarkt seit 1950 zu verzeichnen waren. Insofern führt die Fortschreibung dieses Trends zu der Aussage, dass in 12-15 Jahren ein DAX-Stand von über 20.000 realistisch ist. Da sich eine Langfristprognose an strukturellen Trends orientiert, während die Jahresentwicklung durch erratische Schwankungen verzerrt ist, liegt die scheinbar paradoxe Schlussfolgerung nahe, dass eine auf sehr lange Sicht ausgelegte DAX-Prognose sehr viel treffsicherer sein wird als eine auf Sicht eines Jahres angelegte Vorhersage.

Abschließend werden in der Analyse **„Keiner mag uns –Value-Aktien für 2013“** fünf Unternehmen aus den Bereichen Gesundheitswesen, Energie und Finanzen vorgestellt, die derzeit relativ niedrig bewertet sind, weil sie das Vertrauen von Investoren verloren haben. Allen Gesellschaften ist gemeinsam, dass ihre Bewertungen ein sehr negatives Szenario für die weitere Entwicklung widerspiegeln, das unter einigermaßen realistischen Annahmen als zu pessimistisch betrachtet werden kann.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Die fetten Jahre sind vorbei

Liebe Langfristanleger,

auf der Suche nach den Ursachen der Eurokrise scheinen deutsche Medien eine Spur gefunden zu haben. Seit einigen Monaten kommen verstärkt Berichte über spanische Provinzflughäfen, die ohne nennenswerten Flugbetrieb vor sich hinvegetieren. Mit ihnen kann man prima illustrieren, wie Verschwendungssucht und Geltungsdrang ein Land ruiniert haben.

Leider vergisst man dabei eines: Ökonomisch irrwitzige Prestigeprojekte von Politikern sind keine spanische Spezialität. Und was die Einrichtung von Flughäfen ohne nennenswerten Flugbetrieb betrifft, kann auch manche deutsche Kleinstadt Aufregendes berichten. So hat beispielsweise Lahr mit dem Black Forest Airport schon seit über 10 Jahren ein schönes Beispiel aufzuweisen, das perfekt in jede aktuelle Reportage über die spanische Schuldenmisere passen würde.



Merken Sie was? Wenn es uns hier besser geht als in Spanien, dann hat das mit einem garantiert nicht zu tun:

### *Inhalt:*

*Seite 4: Das DAX-Prognose-Paradox*

*Seite 8: Keiner mag uns – Value-Aktien für 2013*

*Seite 18: Impressum, Anhang*

*Seite 21: Disclaimer*

dass öffentliche Mittel effektiver eingesetzt werden. Ob Flughäfen, Bahnhöfe, Rennstrecken oder Philharmonieneubauten; wenn es darum geht, Hunderte von Millionen an Steuergeldern zu versenken, stehen unsere Politiker den spanischen in nichts nach. Vieles ist in Deutschland genau so marode wie in den Krisenländern. Und die Situation verschlechtert sich sukzessive: So hat das Handelsblatt am 4. Dezember 2012 in einem lesenswerten Artikel zusammengestellt, wie die Infrastruktur aufgrund fehlender Investitionen langsam erodiert.

Leider vergisst man allzu oft, dass der deutsche Erfolg relativ zu den anderen Euro-Ländern auf einige spezifische Faktoren zurückzuführen ist. Hätten wir nach wie vor die DM, würde sie schätzungsweise 10%-20% höher stehen als der €. Dadurch, dass man mit ökonomisch schwächeren Ländern in einer Währungsunion ist, hat man nicht nur innerhalb dieser Region Vorteile, die Basiswährung ist auch gegenüber dem Rest der Welt massiv unterbewertet. Das wird nicht immer so bleiben. Darüber hinaus wurden durch die Hartz-IV Reformen Vorteile bei der Arbeitsproduktivität gesichert. Die Flexibilisierung der Arbeitsmärkte wird jetzt aber durch die Eurokrise in den südeuropäischen Ländern zwangseingeführt. Des Weiteren hat man hat einen leistungs- und qualitätsorientierten Mittelstand, der es gelernt hat, weltweit auf anspruchsvolle Kundenwünsche individuell einzugehen. Weiterhin gibt es eine auf Innovationen ausgerichtete Bildungskultur, die es immer wieder ermöglicht, dass deutsche Wissenschaftler und Unternehmen bei der Entwicklung neuer Technologien eine führende Rolle einnehmen.

Will man die starke Stellung Deutschlands bewahren, müssen Mittelstand und Innovationskraft langfristig gefördert werden. Hierzu gibt es von den Entscheidungsträgern in diesem Land aber nur Lippenbekenntnisse. Stattdessen geht die deutsche Politik den „griechischen Weg“: Anstatt in die Zukunft zu investieren, werden die in guten Zeiten erwirtschafteten Überschüsse lieber dazu verwandt, in populistischer Manier unproduktive

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Staatsausgaben aufzublähen. Beispiele hierfür sind das nach dem Muster traditioneller Klientelpolitik zustande gekommene Betreuungsgeld oder die neue zentrale Transparenzstelle für Benzinpreise. Insbesondere letzterer Schuldbürgerstreik ist ein gutes Beispiel dafür, dass man hier rein gar nichts aus den strukturellen Ursachen für die tiefe Krise Griechenlands gelernt hat. Die ständige Schaffung von neuen Behörden und Kontrollstellen zur Beschäftigung von ansonsten überflüssigen Beamten hat dort zu einem immer stärkeren Zurückdrängen der produktiven Wirtschaft geführt. Irgendwann musste sich das Land im Ausland verschulden, um die parasitär wuchernde Bürokratie zu finanzieren. Als die Kreditgeber nicht mehr mitspielten, war die Krise da.

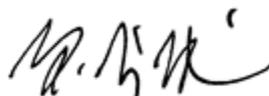
Soweit wird es in Deutschland zwar nicht kommen. Allerdings kann eine solche Politik zum globalen Bedeutungsverlust beitragen. In den letzten Jahrzehnten hat ein gewaltiger Wissens- und Kulturtransfer aus den USA und Europa nach Asien stattgefunden. Dort hat man nicht nur kopiert, sondern gelernt und östliches und westliches Denken zu neuen Erfolgsrezepten verbunden. Und so konkurrieren wir weltweit mit Nationen, die noch nicht die Angewohnheit angenommen haben, Geld auszugeben, das man nicht vorher selbst erarbeitet hat. Wahrscheinlich haben es die meisten in Europa noch nicht mitbekommen, aber beim kaufkraftadjustierten Bruttosozialprodukt pro Kopf liegt Hongkong inzwischen auf dem gleichen Niveau wie die Schweiz, in Taiwan ist es ähnlich hoch wie in Deutschland und Südkorea hat 2012 Länder wie Spanien oder Italien hinter sich gelassen. Und die asiatischen Nationen werden sich nicht damit begnügen, zu den Europäern aufzuschließen. Bald haben sie uns überholt und werden mitleidig auf uns herabblicken.

Vor einigen Monaten war im Internet ein heimlich gedrehtes Video zu sehen, das VW-Chef Winterkorn auf der IAA beim Besuch des Hyundai-Standes zeigte. „Da scheppert nix ... BMW kann's nicht, wir können es nicht ... Warum kann's der?“ lautet sein inzwischen sprichwörtlich gewordener Kommentar zur Verarbeitung eines koreanischen Wagens. Das Erlebnis, dass deutsche Produkte nicht mehr die besten sind, steht uns demnächst auch bei anderen bevor. In einer Nation, deren internationaler Erfolg wie bei keiner anderen von der Qualität der Erzeugnisse abhängt, sollte dies zu denken geben.

Die fetten Jahre sind vorbei, und das nicht nur in Südeuropa. Gerade in Deutschland und Frankreich tut man sich mit dieser Erkenntnis schwer. Politiker – egal welcher Richtung – können aber mit einer solchen Botschaft keine Wahlen gewinnen und werden weiter versuchen, uns ein heiles Weltbild zu vermitteln. Die eine Seite tut so, als ob alles bestens wäre; die andere Seite verkauft immer noch Umverteilung und starken Staat als universelle Lösungsrezepte für alle Probleme der Welt. Und wenn sich eine auf Phantasmen gegründete Wirtschaftspolitik dann nicht durchsetzen lässt, dienen als Sündenböcke für das eigene Versagen abwechselnd die Rating-Agenturen, die Globalisierung, die Finanzmärkte und insbesondere die Spekulanten.

Für Sie als Investor müssen diese Entwicklungen aber keine Gefahr darstellen, wenn Sie sich darauf vorbereiten. Die neue Lage eröffnet auch jede Menge Chancen, gerade für innovative deutsche Unternehmen. Fette Jahre sind vielleicht für Westeuropa und Nordamerika vorbei, für den Rest der Welt können sie aber noch kommen. Eins aber ist klar: Der Aufstieg vieler Schwellenländer und die Staatsschuldenkrisen in USA und Europa sind Symptome einer tiefer gehenden Umwälzung. Darauf muss man sich einstellen. Ein Schwerpunktthema im „Mit ruhiger Hand“ wird deshalb in 2013 sein, wie man seine Anlagestrategie auf diejenigen langfristigen strukturellen Trends ausrichtet, die zunehmend die weltwirtschaftliche Entwicklung bestimmen.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Das DAX-Prognose-Paradox

*– oder, warum es heute einfacher ist, einen DAX-Stand von 20.000 vorherzusagen, als eine treffsichere Jahresendprognose zu machen –*

Von Karl-Heinz Thielmann

Es ist ein alljährliches Ritual. Zum Jahresende können wir in den Zeitungen die Prognosen der Anlagestrategen von Banken und Investmentfirmen lesen. Sie müssen uns mitteilen, wie sich ihrer Ansicht nach die Zinsen sowie die Kurse von Aktien, Währungen und Rohstoffen entwickeln werden. Manchmal können wir auch noch ihre missglückten Vorhersagen vom Vorjahr begutachten, meist mit einem hämischen Kommentar versehen, dass sie ja wohl dieses Mal völlig schief gelegen haben. In der Tat zeigt die Vergangenheit, dass es praktisch nie gelingt, die Entwicklungen an den Kapitalmärkten auch nur einigermaßen richtig vorherzusagen.

Schaut man sich die Prognosen der sogenannten Börsenexperten genauer an, so stellt man eine erstaunliche Tatsache fest: In jedem Jahr sagt die überwiegende Anzahl der Spezialisten für ihren Aktienmarkt eine Kurssteigerung von ca. 3% - 10% vorher. So finden sich auch in diesem Jahr die meisten Prognosen in einem Bereich von 7.800 bis 8.400 für den DAX zum Jahresende 2013. Laut einer am 2.1.2013 veröffentlichten Handelsblatt-Umfrage liegt die durchschnittliche Schätzung bei 8.029, also bei einem Plus von knapp ca. 5,5%. Zwar gibt es für dieses Ergebnis immer die unterschiedlichsten Argumente, aber komischerweise kommen immer ähnliche Vorhersagen heraus. Nur gelegentlich wagt sich einmal ein Pessimist mit einer negativen Prognose heraus, wie in diesem Jahr die Saxo-Bank mit einem DAX-Stand von 5.000. Vorhersagen, dass der Aktienmarkt 20% oder noch mehr zulegen könnte, sind relativ selten. Allerdings gab es zu diesem Jahreswechsel einige wenige davon, die jedoch – soweit es sich feststellen lässt – alle mit rein charttechnischen und nicht mit fundamentalen Argumenten begründet und auch nicht in die Übersicht vom Handelsblatt aufgenommen wurden.

Dass die Prognosen jedes Jahr trotz der Volatilität der Finanzmärkte so gleichförmig sind, hat einen Grund: Empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass viele Analysten und Strategen an ihre Vorhersagen selbst gar nicht glauben, sondern sie als ein lästiges Ritual betrachten. Nur weil Kunden und Presse von Ihnen angeblich exakte Punktprognosen erwarten, nehmen sie diese vor. Sie orientieren sich dann bei ihren Vorhersagen am Marktkonsens, also dem Durchschnitt der Meinungen der anderen Analysten. Dieser wiederum scheint sich relativ stark an historischen Durchschnittswerten für die Rendite zu orientieren. Hiervon machen einige Strategen noch einen Abschlag von einigen Prozentpunkten, um eher vorsichtig zu erscheinen. Wenn man also eine historische Aktienmarkt-Rendite von 8% p.a. hat und einen Risikoabschlag von 3% macht, ist man bei einer Renditeprognose von 5%. So einfach ist das. Und wenn man sich bewusst gegen den Konsensus positionieren will, schätzt man einfach eine sehr große Abweichung zur Konsensusmeinung.

Doch können die Prognostiker mit einer solchen Methode überhaupt richtig liegen?

Von André Kostolany stammt ein schönes Bild, indem er Wirtschaft und Börse mit einem Spaziergänger vergleicht, der mit seinem Hund einen Weg entlang geht.

Wie der Spaziergänger vorankommt, ist schon nicht ganz einfach vorherzusagen. Es gibt zwar Faktoren, die man kennt und deshalb gut einschätzen kann, so z. B. sein Alter und die Beschaffenheit des Schuhwerks, ob er trainiert oder unsportlich und ob er motiviert oder lustlos ist.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Viel schwieriger ist es, die Beschaffenheit des Weges einzuschätzen, die noch vor ihm liegt. Ist der Weg gerade und flach oder gibt es Hindernisse, die man überwinden bzw. umgehen muss? Allerdings kann man davon ausgehen, dass der Spaziergänger zumindest die eingeschlagene Richtung weiter verfolgt.

Wie der Hund vorankommt, ist praktisch unmöglich vorherzusagen. Mal läuft er voraus, mal bleibt er lange zurück. Mal verschwindet er im Gebüsch, mal geht er eng bei seinem Herrchen. Vielleicht lässt er sich auch von einem anderen Hund ablenken. Bleibt er beharrlich zurück, zwingt er gelegentlich den Spaziergänger sogar zu einem kurzen Halt.

Der Mann ist ein Bild für die Wirtschaft, der Hund für die Börse. Der Spaziergänger folgt einem relativ stabilen Ablauf, hat aber mit Unterbrechungen zu kämpfen. Diese sind schon schwer vorherzusagen, wie die vielen ungenauen Konjunkturprognosen jedes Jahr belegen. Die Anlagestrategen müssen aber den Weg des Hundes vorherzusagen, der völlig erratisch umherläuft. Dies ist kurzfristig praktisch unmöglich, nur langfristig kann

man sagen, dass er sich an seinem Herrchen orientiert.

| Dax-Renditen | Inflations- |      |        |
|--------------|-------------|------|--------|
|              | nominal     | rate | real   |
| 1991         | 12,9%       | 2,6% | 10,3%  |
| 1992         | -2,1%       | 5,0% | -7,1%  |
| 1993         | 46,7%       | 4,4% | 42,3%  |
| 1994         | -7,1%       | 2,8% | -9,9%  |
| 1995         | 7,0%        | 1,8% | 5,2%   |
| 1996         | 28,2%       | 1,4% | 26,8%  |
| 1997         | 46,2%       | 1,9% | 44,3%  |
| 1998         | 18,4%       | 1,0% | 17,4%  |
| 1999         | 39,1%       | 0,6% | 38,5%  |
| 2000         | -7,5%       | 1,4% | -8,9%  |
| 2001         | -19,8%      | 1,9% | -21,7% |
| 2002         | -43,9%      | 1,5% | -45,4% |
| 2003         | 37,1%       | 1,0% | 36,1%  |
| 2004         | 7,3%        | 1,7% | 5,6%   |
| 2005         | 27,1%       | 1,5% | 25,6%  |
| 2006         | 22,0%       | 1,6% | 20,4%  |
| 2007         | 22,3%       | 2,3% | 20,0%  |
| 2008         | -40,4%      | 2,6% | -43,0% |
| 2009         | 23,8%       | 0,4% | 23,4%  |
| 2010         | 16,1%       | 1,1% | 15,0%  |
| 2011         | -14,7%      | 2,3% | -17,0% |
| 2012         | 29,1%       | 2,0% | 27,1%  |
| Ø            | 11,3%       | 2,0% | 9,3%   |

Um zu zeigen, wie schwierig dies in der Praxis ist, wurde hier die jährliche Performance des Deutschen Aktienindex DAX seit 1990 analysiert. Betrachtet man die Wertentwicklung des DAX in den vergangenen 22 Jahren, so stellt man fest, dass es 7 Verlustjahre (ca. 1/3) und 15 Gewinnjahre (ca. 2/3) gab. Die durchschnittliche nominale Rendite lag im arithmetischen Mittel bei 11,3% p.a.. Im geometrischen Mittel, welches die langfristige Zuwachsrate besser beschreibt, lag sie bei 8% p.a.

Bereinigt um die Inflationsentwicklung ergibt dies im geometrischen Mittel eine reale Wertsteigerung von ca. 6% jährlich. Diese Durchschnittsrendite entspricht damit auch in etwa dem unteren Ende der realen jährlichen Durchschnittsrenditen zwischen 4,9% von 9,5% für deutsche Aktien, die (mit Ausnahme von 1960-80) zwischen 1950 und 2000, von Forschern der London Business School in „The Millenium Book“ für mindestens 20jährige Zeiträume ermittelt worden sind. Sie dürfte somit auch ein realistischer Schätzwert für die langfristige jährliche Wertentwicklung deutscher Aktien in Friedenszeiten sein.

Insofern sollte man oberflächlich betrachtet meinen, dass eine Renditeprognose von ungefähr 3%-10% jährlich für den Aktienmarkt gar nicht so falsch sein kann. Allerdings ist bemerkenswert, wie stark die Einzelergebnisse für die einzelnen Jahre von den Durchschnittswerten abweichen.

Lediglich in zwei Jahren (1995,2004) war die tatsächliche Rendite innerhalb dieser Zone von 3%-10%. In nur 4 Jahren war die Rendite weniger als 5% von der Durchschnittsrendite entfernt. Hingegen gab es 8 Jahre, in denen die Wertentwicklung mehr als 20% vom Durchschnittswert abwich. Ein Ergebnis lässt sich also schon festhalten: Es ist relativ unwahrscheinlich, dass ein Durchschnittsergebnis bei einer Renditeprognose heraus-

# Mit ruhiger Hand

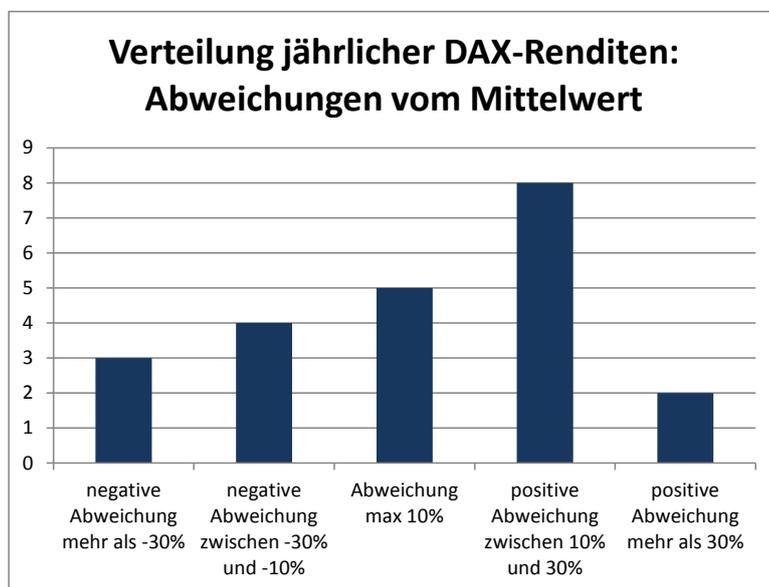
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kommt. Es ist sogar wahrscheinlicher, dass es zu einer deutlichen Abweichung kommt, als dass sich ein Durchschnittsergebnis ergibt.

Weiterhin fällt auf, dass es genau so viele Jahre mit Renditeschwankungen über 40% (sog. „Fat Tails“) gab wie Jahre, in denen halbwegs durchschnittliche Renditen erwirtschaftete wurden. Die Durchschnittsrendite kam also genau so häufig vor wie ein extremer Ausschlag.

Die negativen Jahre haben einen Kursverlust von durchschnittlich ca. 19,4%. Nur ein Verlustjahr (2001) kommt in die Nähe dieses Durchschnittswertes. In fast einem Drittel der Verlustjahre waren die Einbußen über 40%. In schlechten Jahren gab es also mehr „Fat Tails“ als Durchschnittsergebnisse.

In Jahren mit Kursgewinnen betrug die Durchschnittsrendite ca. 25,6% p.a. 2012 kann mit einem Kursgewinn von 29,1% also als relativ durchschnittliches Gewinnjahr betrachtet werden. Immerhin lagen 6 von 14 Gewinnjahre in der Nähe dieses Durchschnittswertes, 4 allerdings auch mehr als 10% darüber.



In 10 der betrachteten 22 Jahre hat der DAX ein Anlageergebnis von mehr als 20% erwirtschaftet. Für einen Analysten, der am Jahresanfang einen Wertegewinn von 20% und mehr für den Aktienmarkt schätzt, ist die Wahrscheinlichkeit richtig zu liegen, also sehr viel höher wie für einen Strategen, der eine durchschnittliche Performance schätzt. Warum werden also Prognosen mit einer hohen Erfolgswahrscheinlichkeit so stark vermieden? Hierfür dürfte es zwei Gründe geben: Zum einen scheint es eine große Angst zu geben, mit seinen Prognosen vom Marktkonsens abzuweichen. Zum anderen wissen die Analysten ja

von vornherein, dass ihre Prognosen falsch sein werden und nur Marketingzwecken dienen. Insofern richten sie ihre Prognosen nicht daran, was sie selbst erwarten. Stattdessen formulieren sie dass, womit sie die Erwartungen von Kunden und Öffentlichkeit am besten zu erfüllen glauben. Viele denken anscheinend, dass sie sich am besten mit dem Image eines „vorsichtigen Optimisten“ profilieren können. Und zu diesem passt die Prognose von 3-10% p.a. nun einmal besser als die Prognose von 20% p.a., selbst wenn diese eine weit höhere Eintrittswahrscheinlichkeit hat. Allerdings macht es in Hinblick auf die Publikumsreaktion auch eine extrem pessimistische Prognose Sinn, weil man sich dann als „warnende Stimme“ profilieren kann. So hat Anatole Kaletsky einmal formuliert, dass es der sicherste Weg ist, um als Ökonom ernst genommen zu werden, stets Desaster vorherzusagen, egal was sich tatsächlich ereignet. Und tatsächlich hat man mit einer solchen Strategie, wie unsere Zahlen zeigen, eine ungefähr gleich große Wahrscheinlichkeit einer annähernd richtigen Prognose, wie als wenn man die historische Durchschnittsrendite schätzt. Allerdings kann man dann hinterher sagen: „Wir waren die Einzigen, die das Desaster geahnt haben.“

Welche Schlussfolgerungen lassen sich nun aus diesen Überlegungen ziehen:

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Seit 1950 hat die langfristige reale Rendite des deutschen Aktienmarktes relativ konstant zwischen 5% und 9,5% p.a. betragen. Insofern sind 6% p.a. real bzw. 8% p.a. nominal gute Erwartungswerte für eine durchschnittliche Renditeerwartung, die über einen mehrjährigen Börsenzyklus geht. Sie sind aber extrem schlechte Prognosewerte für die Renditen eines einzelnen Jahres.
- Analysten, die die langfristige Durchschnittsrendite als Basis für eine Jahresprognose nehmen, liegen daher meistens falsch. Sie nehmen dieses aber bewusst in Kauf, weil für sie das durch ihre Aussage vermittelte Image wichtiger ist als die Prognose selbst.
- Strategen, die extreme Kurseinbrüche vorhersagen, liegen zwar nur selten richtig, können sich aber bei Eintritt ihrer Prognose aber als Crashgurus feiern lassen.
- Die jährlichen Anlageergebnisse sind breit gestreut. Insbesondere bei Verlustjahren lässt sich keinerlei Muster erkennen. Bei Gewinnjahren hingegen gab es zumindest eine gewisse Häufung der Ergebnisse um den Durchschnittswert von 25,6% herum.
- Die Anlageergebnisse für alle Jahre sind nicht normal verteilt, das heißt in Form einer gaußschen Glockenkurve. Konventionelle Risikomodelle, die auf dieser Modellannahme beruhen, müssen zwangsläufig zu falschen Ergebnissen führen.
- Aus der Wertentwicklung eines Jahres lassen sich keinerlei Rückschlüsse über die Wertentwicklung des folgenden Jahres ziehen. Lediglich für mehrjährige und starke Gewinnperioden wie von 1995-1999 oder 2003-2007 lässt sich festhalten, dass sie irgendwann einmal durch heftige Kurskorrekturen beendet wurden.

Eine Jahresprognose für den Dax ist praktisch unmöglich. Ob er nun 2013 um 10% fällt und dann 2014 wieder um 30% steigt oder umgekehrt oder ob er in beiden Jahren um 20% p.a. steigt und dann wieder fällt, keiner kann es erahnen. Genau so wenig, wie man den exakten Weg eines Hundes vorhersagen kann, so ist es völlig unmöglich, auch nur annähernd einen Jahresendstand zu prognostizieren.

Hingegen ist es relativ einfach zu prognostizieren, dass der DAX seinem langfristigen Renditepfad unter heftigen Schwankungen weiter folgen wird. Dies ist das Prognoseparadox: Es ist sehr viel einfacher, eine langfristige Entwicklung vorherzusagen, da diese auf fundamentalen Trends basiert, als eine kurzfristige Prognose zu machen, weil diese von willkürlichen und starken Störfaktoren verzerrt wird.

*„Es ist einfacher vorherzusagen, was passieren wird, als wann es passieren wird.“ (“It’s easier to tell what will happen than when it will happen.”) Warren Buffet*

Da der deutsche Aktienmarkt aktuell weder besonders über- oder unterbewertet ist spricht vieles dafür, dass wir uns derzeit in der Nähe eines realen Wachstumspfades von ca. 5-7% p.a. befinden, der sich auch langfristig weiter fortsetzen sollte. Unter der Voraussetzung, dass uns keine globalen Katastrophen wie Weltkriege etc. heimsuchen und unter der Annahme einer Inflationsrate von ca. 2% p.a. wage ich deshalb die Prognose, dass der DAX irgendwann in den nächsten 12-15 Jahren einen Stand von 20.000 überschreitet. Fragen Sie mich aber bitte nicht, welchen Weg er dahin nehmen wird und wann dies genau passieren wird. Dann müsste ich den Hund und nicht den Spaziergänger vorhersagen.

Für 2013 erhoffe ich, dass der DAX-Hund nicht allzu sehr abgelenkt wird und ein weiteres durchschnittliches Gewinnjahr produziert. Dies würde immerhin einem Jahresendstand von mindestens 9.000 bedeuten. Erwarren werde ich den DAX allerdings irgendwo zwischen 4.200 und 11.000. Eine präzisere Vorhersage ist leider nicht möglich.

## Keiner mag uns – Value-Aktien für 2013

Von Karl-Heinz Thielmann

In den vergangenen Monaten haben sich die Börsen etwas von den Schrecken der globalen Finanzkrise, der europäischen Schuldenkrise und den düsteren Vorhersagen der Crashgurus erholt. Dabei wurden allerdings von den Anlegern eindeutig ertragsstabile Aktien bevorzugt. Darüber hinaus konnten vor allem zyklische Werte zulegen, sofern sie sich durch eine starke Marktstellung in Asien auszeichnen. Inzwischen sind die meisten dieser Unternehmen relativ gut bewertet, Sicherheit und Stabilität oder eine positive Abhängigkeit von strukturellen Wachstumsregionen werden hoch bezahlt.

Andere Titel hingegen erscheinen nach wie vor sehr günstig. Sie sind entweder stark zurückgeblieben oder konnten sich von einem vorherigen starken Kurseinbruch bisher nur ungenügend erholen. Hierfür gibt es natürlich immer Gründe, die teilweise im Sektor, manchmal im Heimatland aber auch oftmals im Unternehmen selbst begründet liegen. Sei es, dass strukturelle Probleme die Branchenentwicklung hemmen, makroökonomische Einflussfaktoren das Unternehmen behindern oder Investoren durch übertriebene Wachstumserwartungen bzw. Managementfehler enttäuscht wurden. Anleger stehen diesen Titeln generell skeptisch gegenüber und billigen ihnen nur niedrige Bewertungen zu.

Dies ist eine Chance für Value-Investoren, die gezielt nach Werten suchen, die vom Markt unterbewertet werden. Denn nicht immer ist die Lage so schlecht, wie es die gedrückten Kennzahlen vermuten lassen. Deswegen stellen wir hier einige Unternehmen vor, deren Aktien derzeit nach verschiedenen Bewertungsmethoden sehr interessant erscheinen und bei denen der Markt möglicherweise negativ übertreibt.

Folgende Sektoren sind derzeit besonders unbeliebt und weisen vergleichsweise niedrige und möglicherweise übertrieben gedrückte Bewertungen auf:

- Gesundheit: Pharma & Medizintechnik
- Energie: Versorger & integrierte Ölkonzerne
- Finanzwerte

Darüber hinaus ist das Sentiment nach wie vor gegenüber Titeln mit starker Abhängigkeit von den Krisenstaaten Südeuropas sehr negativ.

Auch Unternehmen aus dem Bereichen Telekommunikation und alternative Energien haben starke Kursverluste hinnehmen müssen. Sie leiden allerdings vor allem darunter, dass die Kurse vor einigen Jahren spekulativ hochgejubelt wurden. Reduzierte Subventionen und verschärfter Wettbewerb haben jedoch eine Vielzahl von Unternehmen als nicht lebensfähig bloßgestellt. Derzeit ist nach wie vor nicht klar, welche Firmen überhaupt noch tragfähige Geschäftsmodelle haben. Insofern erscheint es in diesen Sektoren auch noch zu früh, nach Value-Situationen zu suchen. Investoren sollten sie nach wie vor vermeiden.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 1) Gesundheit

Die unter dem Oberbegriff Gesundheit zusammengefassten Bereiche Pharma und Medizintechnik leiden vor allem unter zwei Faktoren. Zum einen funktioniert das bisherige Geschäftsmodell der forschenden Pharmafirmen nicht mehr so gut wie früher. Dieses basiert im Wesentlichen darauf, dass sie ihre hohen Forschungsausgaben entlohnt bekommen, in dem sie langlaufende Patente auf ihre Produkte bekommen. Diese können dann quasi als befristetes Monopol angesehen werden, weil sie es erlauben, zumindest zeitweise sehr hohe Margen zu erzielen. Viele Hersteller von Medikamenten haben aber mit Patentabläufen zu kämpfen, weil diese nicht mehr durch adäquate Nachfolgeprodukte ersetzt werden können. Weiterhin werden Patente auch durch Generikahersteller immer aggressiver im Rahmen von Gerichtsverfahren angegriffen. Zum anderen werden immer mehr Menschen immer älter und damit abhängiger von medizinischer Versorgung. Relativ dazu sinkt speziell in den wohlhabenden Ländern der Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung und damit derjenigen, die das Gesundheitswesen finanzieren. Dies sorgt zwar für Volumenwachstum, bringt aber auch Kostendruck und zunehmende politische Eingriffe mit sich. Die Profitabilität kommt aufgrund von regulatorischen Vorgaben immer stärker unter Druck. Zudem sind in Schwellenländern mit Wachstumspotenzial von vornherein nicht die Margen wie in den entwickelten Volkswirtschaften zu erzielen.

| Roche Holding |               |                |            |                     |        |       |              |
|---------------|---------------|----------------|------------|---------------------|--------|-------|--------------|
| Website:      | www.roche.com | Kurs 4.1.2013: | 190,20 CHF | Börsenwert (Mrd.€): | 136,4  |       |              |
| Hauptbörse:   | VirtX         | Land:          | Schweiz    | WKN:                | 855167 | ISIN: | CH0012032048 |

Mit einem Umsatz von ca. 43 Mrd. CHF (2011) handelt es sich bei Roche um einen der weltweit größten Pharmakonzerne. Ca.  $\frac{3}{4}$  des Umsatzes entfallen auf Medikamente, wovon ca. die Hälfte zur Behandlung von Krebserkrankungen dient. Die übrigen Erlöse werden mit Produkten und Dienstleistungen zur Prävention, Diagnose und Therapie von Krankheiten erzielt. Roche ist dabei Weltmarktführer auf dem Gebiet der In-vitro-Diagnostik.

Die 1896 gegründete Gesellschaft blickt auf eine sehr wechselvolle Geschichte zurück. Einerseits konnte die Firma immer wieder bahnbrechende Entwicklungen bei Medikamenten präsentieren wie synthetisches Vitamin C in den 30er Jahren, das Beruhigungsmittel Valium (Wirkstoff Diazepam) in den 60er Jahren oder Aids-Medikamente in den 90ern. Auf der anderen Seite war Roche 1976 für die Katastrophe von Seveso verantwortlich, einem der bisher schlimmsten Chemieunfälle. 2001 musste Roche für die Verwicklung in ein Vitaminkartell 462 Mio. Euro Strafe zahlen. 2012 wurden (bisher nicht bewiesene) Vorwürfe laut, Roche hätte Wirksamkeitsstudien zum Grippemedikament Tamiflu beeinflusst. Auch wurden die Vertriebsmethoden von Roche wiederholt kritisiert, wobei diese sich unserer Einschätzung nach aber von denen anderer Pharmafirmen nicht wesentlich unterscheiden. Im Bezug auf das Nachhaltigkeitsprofil wird Roche inzwischen von mehreren unabhängigen Ratingagenturen als weit überdurchschnittlich eingestuft, sodass unserer Einschätzung nach derzeit eine Bewertung mit „gut“ gerechtfertigt ist.

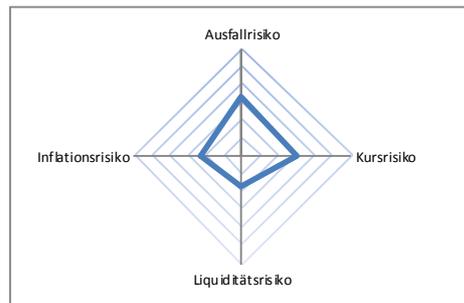
Seit 1990 arbeitet Roche mit dem Gentechnikkonzern Genentech zusammen, der 2009 ganz übernommen wurde. Ein besonderer Schwerpunkt ist Biotechnologie. Inzwischen basieren mehr als 60% der Produktion auf Verfahren aus diesem Bereich. Biotechnisch hergestellte Medikamente lassen sich nur sehr schwer von Generikaherstellern kopieren, womit Roche besser als andere Pharmafirmen vor Nachahmerpräparaten geschützt

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

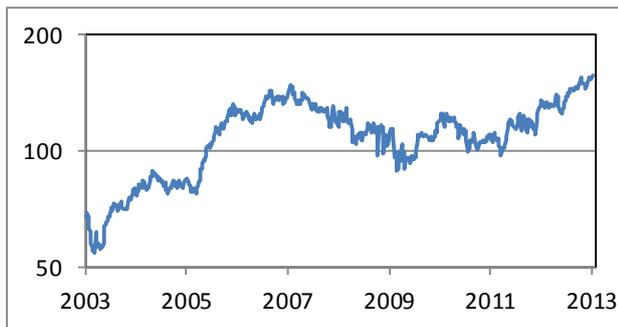
ist. 2011 flossen 19% über der Umsätze in den Bereich Forschung und Entwicklung zurück. Damit gehört Roche im internationalen Vergleich immer noch zu den forschungsintensivsten Pharmakonzernen. Die Pipeline umfasst derzeit 79 neue Verbindungen sowie 43 neue Anwendungen für existierende Produkte. Allerdings war der Forschungserfolg in den letzten Jahren vor allem auf Krebsmedikamente beschränkt. Mit dem Hautkrebsmittel Zelboraf und dem Brustkrebspräparat Perjeta wurden in den vergangenen Monaten perspektivreiche neue Medikamente auf den Markt gebracht. In anderen Bereichen hingegen mussten zahlreiche Misserfolge verkraftet werden.

| Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a. |          | 8%        |
|-----------------------------|----------|-----------|
| Bewertungskennziffern       |          |           |
| KGV                         | KGV      | KBV       |
| 2013e                       | 2014e    | aktuell   |
| 12,5                        | 11,7     | n.a. *)   |
| Divrend.                    | Divrend. | Unt.wert  |
| 2013e                       | 2014e    | zu Umsatz |
| 4,3%                        | 4,6%     | 4,0       |

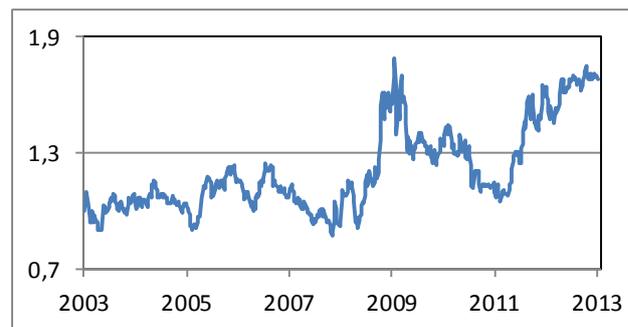


| Nachhaltigkeit: gut |                   |
|---------------------|-------------------|
| Risikokennziffern   |                   |
| Ausfallrisiko       | Liquiditätsrisiko |
| 3,3                 | 1,7               |
| Kursrisiko          | Inflationsrisiko  |
| 3,0                 | 2,3               |

Langfristige Kursentwicklung (in €):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

\*) Kennzahl aufgrund der spezifischen Kapitalstruktur von Roche nicht aussagekräftig

In Hinblick auf die Krebstherapie, den Einsatz von Biotechnologie sowie bei spezifischen Diagnostika ist Roche führend und den meisten Wettbewerbern weit überlegen. Dennoch stagnierten Umsatz- und Gewinnentwicklung in den vergangenen Jahren. Hieran waren zum einen der starke Schweizer Franken sowie die hohe Abhängigkeit von Europa und den USA verantwortlich. Zum anderen aber wurden die Problembereiche nicht konsequent genug angegangen. Erst 2012 wurde ein massives Restrukturierungsprogramm beschlossen, um die Effizienz zu erhöhen. Es ist allerdings fraglich, ob nicht eine grundsätzliche Trennung von schwachen Segmenten und eine klarere Fokussierung auf die Stärken besser geeignet wären, um Roche wieder in die alte Erfolgsspur zurückzubringen. Andererseits sind andere Pharmafirmen noch langsamer und inkonsequenter beim Angehen ihrer Problembereiche. Generell kann man aber für Roche erwarten, dass die neuen Medikamente und eine zunehmende Bedeutung des asiatischen Marktes für eine Beschleunigung des Geschäfts sorgen.

Die derzeitige Bewertung der Aktie auf Basis der Discounted Cashflow-Methode reflektiert unseren Berechnungen nach einen jährlichen Rückgang des freien Cashflow um 4%. Damit ist das Szenario eines sukzessiven Niedergangs im Kurs eingepreist. Kann die Gesellschaft hingegen ihren freien Cashflow nur um 2% p.a. steigern, ergibt sich ein innerer Wert von 290 CHF, also ca. 50% über dem jetzigen Börsenkurs. Die Aktie erscheint

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

damit massiv unterbewertet. Auch Kennziffern wie das Kursgewinnverhältnis oder die Dividendenrendite signalisierten eine starke Unterbewertung sowohl im Vergleich zum Gesamtmarkt wie zur eigenen Historie. Im Kennzahlenvergleich mit Wettbewerbern, die schwächer positioniert sind, hat Roche einen Bewertungsabschlag von durchschnittlich ca. 10%, obwohl unserer Einschätzung nach eher eine Prämie von 10% gerechtfertigt wäre.

Die Aktie von Roche erscheint uns daher derzeit vor allem für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet. Sie kommt mit ihrer hohen Dividendenrendite und relativ hohen Stabilität aber auch für und konservative Investoren als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) in Betracht.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

| <b>Becton Dickinson</b> |             |                        |                          |
|-------------------------|-------------|------------------------|--------------------------|
| Website:                | www.bd.com/ | Kurs 4.1.2013: \$80,35 | Börsenwert (Mrd.€): 13,7 |
| Hauptbörse:             | NYSE        | Land: USA WKN: 857675  | ISIN: US0758871091       |

Becton Dickinson ist eines der weltweit führenden Medizintechnologie-Unternehmen, das vor allem medizinische Einmalartikel, Gerätesysteme und Reagenzien produziert und vertreibt. Schwerpunkte sind dabei Produkte zur Verabreichung von Arzneimitteln, für die Forschung, Entwicklung und Herstellung neuer Medikamente und Impfstoffe sowie zur Diagnose von Infektionskrankheiten und Krebserkrankungen. Die Gesellschaft gliedert sich in drei Bereiche: medizinische Artikel (Umsatzanteil: 53%) Diagnostika (33%) sowie Biotechnologie (16%). Bei vielen Einmalartikeln ist die Gesellschaft weltweit führend. Insbesondere bei der Diagnose und Vorsorge von Brustkrebs konnten sich die Produkte von Becton Dickinson in den vergangenen Monaten deutlich besser verkaufen als diejenigen von Wettbewerbern.

Dennoch zeigte die Gesellschaft im am 30.9. beendeten Geschäftsjahr 2011/12 mit einem Zuwachs von 1,7% beim Umsatz und Stagnation beim Gewinn je Aktie nur eine unbefriedigende Entwicklung. Hierfür waren zum einen die starke Abhängigkeit vom wenig dynamischen US-amerikanischen Heimatmarkt sowie auch Wechselkurseffekte verantwortlich. Hinzu kamen noch Probleme im Bereich Biotechnologie. Bei Medizinartikeln und Diagnostika hingegen blieb die Gesellschaft erfolgreich. Insbesondere in Schwellenländern konnte die Gesellschaft mit einer Wachstumsrate von 13% im 4.Quartal kräftig zulegen. Allerdings machten diese bisher nur 23% der Umsätze aus.

Becton Dickinson hat eine sehr gute Fähigkeit, freien Cashflow zu generieren. Dies ermöglichte der Gesellschaft, im abgelaufenen Jahr Aktien im Wert von US\$ 1,5 Mrd. zurückzukaufen. Für das laufende Geschäftsjahr sind Rückkäufe von ca. US\$ 500 Mio. angekündigt. Seit 40 Jahren wurde in jedem Jahr die Dividende erhöht, zuletzt um 10% p.a.

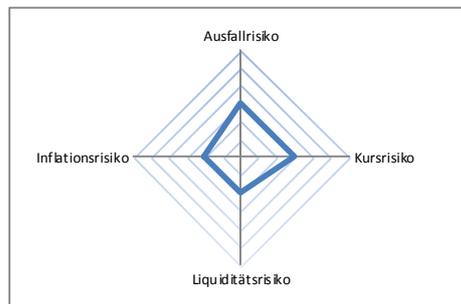
Unsere Bewertungsanalyse mittels eines Discounted Cashflow Modells zeigt, dass der derzeitige Börsenkurs einen jährlichen Rückgang des freien Cashflow um ca. 1% impliziert. Dieses erscheint allerdings viel zu pessimistisch. Angesichts der hervorragenden Marktposition und der Wachstumschancen außerhalb der USA erscheint ein moderates Wachstum von 4% p.a. hingegen realistischer. Dieses würde einen fairen Wert von

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

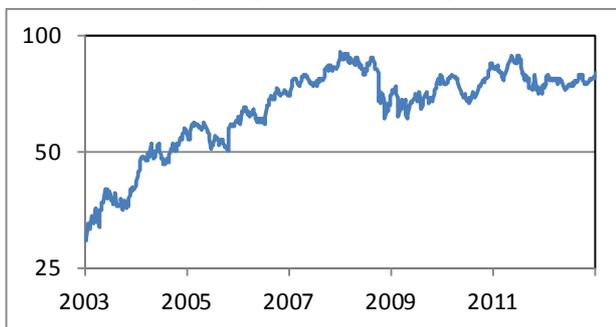
US\$ 126 je Aktie implizieren, also von ca. 57% über dem derzeitigen Kurs. Die Aktie von Becton Dickinson erscheint daher massiv unterbewertet.

| Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a. |          | 7%         |
|-----------------------------|----------|------------|
| Bewertungskennziffern       |          |            |
| KGV                         | KGV      | KBV        |
| 2013e                       | 2014e    | aktuell    |
| 12,6                        | 11,7     | <b>3,6</b> |
| Divrend.                    | Divrend. | Unt.wert   |
| 2013e                       | 2014e    | zu Umsatz  |
| 2,4%                        | 2,7%     | <b>2,8</b> |

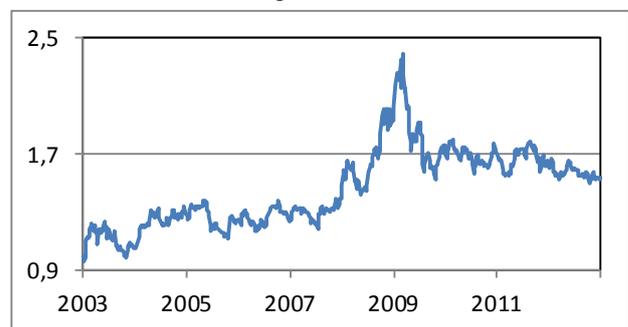


| Nachhaltigkeit: gut |                   |
|---------------------|-------------------|
| Risikokennziffern   |                   |
| Ausfallrisiko       | Liquiditätsrisiko |
| 3,0                 | 2,0               |
| Kursrisiko          | Inflationsrisiko  |
| 3,0                 | 2,0               |

Langfristige Kursentwicklung (US\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Angesichts der relativ hohen Stabilität des Geschäfts erscheint die Aktie von Becton Dickinson auch für konservative Anleger zur Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) als geeignet, sofern diese in US\$ rechnen. Darüber hinaus kommt die Aktie sowohl für chancenorientierte wie auch für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) infrage.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

## 2) Energie

Energie-Versorger leiden derzeit unter verschiedenen Faktoren. Maßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz führen dazu, dass die Nachfrage weltweit nur unterdurchschnittlich wächst. In den entwickelten Volkswirtschaften stagniert der Energieverbrauch sogar. Darüber hinaus haben sie mit politischen Interventionen bei der Preisgestaltung zu kämpfen. Die Energienetze gelten nicht nur in Schwellenländern als veraltet. Sie müssen dringend modernisiert und an die Anforderungen angepasst werden, die sich durch den zusätzlichen Einsatz von alternativen Erzeugungsformen ergeben. In Deutschland wird das Problem noch durch die Energiewende, d. h. den politisch forcierten Umstieg von Kernenergie zu regenerativen Energien verschärft.

Die integrierten Ölkonzerne leiden schon seit Jahren unter einer negativen Stimmung. Trotz teilweise sehr hoher Profitabilität gibt es gegen sie starke Bedenken. Die Förderung wird immer schwieriger und verschiebt sich immer mehr in politisch instabile oder ökologisch anfällige Regionen. Die Einführung von Fracking als kostengünstiger Fördertechnik bei Erdgas hat indirekt auch zu Druck auf die Ölpreise geführt. Generell ist die

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anfälligkeit gegenüber Großunfällen nach der Explosion einer BP-Plattform im Golf von Mexiko in 2010 ins Blickfeld gerückt. Noch mehr als die Energieversorger sind sie immer wieder das Ziel von populistischen Attacken von Politikern, die Sündenböcke für wirtschaftliche Fehlentwicklungen suchen.

| <b>Iberdrola</b> |                   |                       |                          |
|------------------|-------------------|-----------------------|--------------------------|
| Website:         | www.iberdrola.es/ | Kurs 4.1.2013: 4,11 € | Börsenwert (Mrd.€): 25,2 |
| Hauptbörse:      | Madrid            | Land: Spanien         | WKN: A0M46B              |
|                  |                   |                       | ISIN: ES0144580Y14       |

Der spanischen Energieversorger Iberdrola gehört zu den größten europäischen Stromerzeugern. In den vergangenen Jahren hat sich die Strategie deutlich von derjenigen der meisten Wettbewerber unterschieden. So wurde frühzeitig auf klimaschonende Energieerzeugungsformen gesetzt und die Expansion in Gaskraftwerke oder regenerative Techniken wie Solar und Wind auch massiv vorangetrieben, um absehbaren Problemen bei konventionellen Energieträgern vorzubeugen. Hierbei hat die Gesellschaft aber auch an ihren Beteiligungen an Kernkraftwerken festgehalten. Diese machen zwar nur noch 7% der Kapazität aus, erschweren aber die Beurteilung in Hinblick auf die Nachhaltigkeit. Weiterhin wurde stark in Märkte wie Brasilien investiert, die im Gegensatz zu dem gesättigten Heimatmarkt noch Wachstumspotenzial versprochen.

Trotz der vorausschauenden Weichenstellung in den Vorjahren war 2012 gleich in mehrfacher Hinsicht ein unglückliches Jahr für die Gesellschaft:

- Als eines der größten spanischen Unternehmen wurde sie an der Börse für die makroökonomischen Probleme im Heimatland abgestraft.
- Iberdrola war als einer der größten Investoren in alternative Energien von den massiven Subventionskürzungen der spanischen Regierung im Rahmen von Sanierungsmaßnahmen für den Staatshaushalt besonders betroffen.
- Aufgrund der Energiewende in Deutschland und Subventionskürzungen in anderen Ländern rückten die Anfälligkeit gegenüber politischen Interventionen, die hohen Investitionsanforderungen und die mangelnden Wachstumsperspektiven des Sektors in das Blickfeld der Investoren. Das Sentiment für den Versorgersektor verschlechterte sich allgemein, weil sich das Image als defensiver Sektor angesichts der negativen Entwicklungen nicht aufrechterhalten ließ.
- Mit ACS geriet einer der Hauptaktionäre aufgrund der Wirtschaftskrise in eine erhebliche finanzielle Schieflage. Es mussten bereits Iberdrola-Aktien verkauft werden, um Zahlungsverpflichtungen nachzukommen; weitere Zwangsverkäufe stehen zu befürchten.
- Wie alle Energieversorger ist Iberdrola relativ hoch verschuldet. Wurde dies noch vor der Eurokrise als unproblematisch angesehen, muss die Gesellschaft jetzt darum kämpfen, ihr Rating zu erhalten. Deshalb wurden ein Desinvestitionsprogramm von 2 Mrd. € sowie Einsparungen und Investitionskürzungen beschlossen, um die Nettoverschuldung von 32 auf 26 Mrd. € zu senken. Mit Verkäufen von Unternehmensanteilen konnten bereits 850 Mio. € eingenommen werden, Iberdrola kommt also bei der Entschuldung relativ zügig voran.

# Mit ruhiger Hand

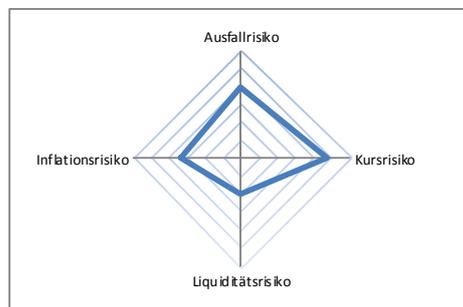
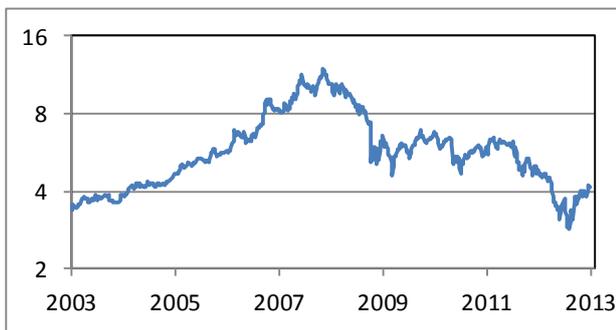
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Operativ konnte Iberdrola in den ersten 3 Quartalen 2012 trotz einen Rückgang der Produktion um 7,3% einen Zuwachs beim Cashflow um 6,3% verbuchen. Der Nettogewinn ging in Spanien um 36% auf 616 Mio. € zurück; außerhalb Spaniens konnte ein Zuwachs von 52% auf 1.784 Mio. € verzeichnet werden, wobei der Zugewinn aber im Wesentlichen auf Sondereffekte zurückzuführen war. Dennoch zeigt die Tatsache, dass der Ertragsanteil des kriselnden Heimatlandes auf  $\frac{1}{4}$  (bzw. ca.  $\frac{1}{3}$  ohne Sonderfaktoren) zurückgefallen ist, wie stark sich die Gesellschaft von Spanien losgekoppelt hat.

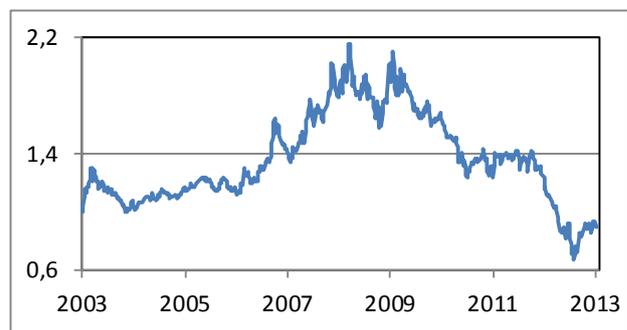
Im Rahmen unserer Discounted Cashflow Berechnung kommen wir zu dem Ergebnis, dass der derzeitige Börsenkurs einen jährlichen Rückgang des freien Cashflow um ca. 4% p.a. impliziert. Unter der Annahme eines Wachstums von 1% p.a., die angesichts des schwierigen Umfelds für Versorger nicht unrealistisch erscheint, würde sich ein innerer Wert je Aktie von € 5,94 ergeben, also ca. 45% über der derzeitigen Marktbewertung.

| Gewinnänd. bis 2015e $\bar{\Delta}$ p.a. |          | 1%         |
|--|----------|------------|
| Bewertungskennziffern                    |          |            |
| KGV                                      | KGV      | KBV        |
| 2013e                                    | 2014e    | aktuell    |
| 10,0                                     | 9,1      | <b>0,8</b> |
| Divrend.                                 | Divrend. | Unt.wert   |
| 2013e                                    | 2014e    | zu Umsatz  |
| 7,3%                                     | 7,3%     | <b>1,7</b> |

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



| Nachhaltigkeit: relativ gut |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Risikokennziffern           |                   |
| Ausfallrisiko               | Liquiditätsrisiko |
| 4,0                         | 2,0               |
| Kursrisiko                  | Inflationsrisiko  |
| 4,7                         | 3,3               |

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Angesichts der mäßigen langfristigen Sektoraussichten erscheint die Aktie trotz der niedrigen Bewertung derzeit für chancenorientierte Investoren nur als Beimischung (0%-2% Portfoliogewicht) und lediglich für risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

| Total       |                  |                     |              |
|-------------|------------------|---------------------|--------------|
| Website:    | www.total.com/   | Kurs 4.1.2013:      | 39,82 €      |
| Hauptbörse: | Euronext         | Börsenwert (Mrd.€): | 94,2         |
|             | Land: Frankreich | WKN:                | 850727       |
|             |                  | ISIN:               | FR0000120271 |

Total ist ein französisches Unternehmen, das vorwiegend in der Erschließung fossiler Energiequellen (Erdöl, Erdgas) sowie in der Produktion und im Vertrieb von petrochemischen Produkten tätig ist. Mit einem Umsatz

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

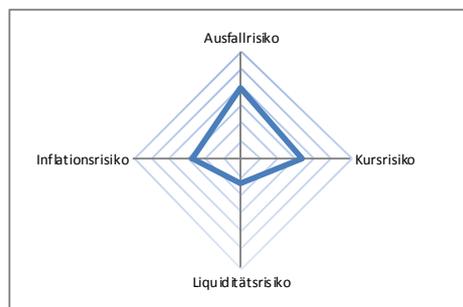
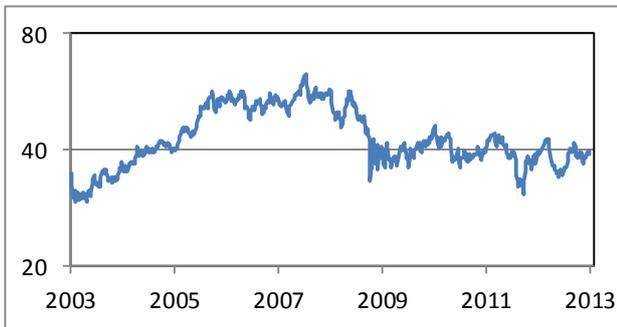
von 185 Mrd. € (2011) gehört die Gesellschaft zu den sogenannten „Supermajors“, den 7 größten nicht staatlichen Erdölkonzernen der Welt.

In den vergangenen Jahren blieb die Ergebnisentwicklung hinter der Umsatzentwicklung zurück. Auch im abgelaufenen Jahr haben Produktionsausfälle durch Überschwemmungen in Nigeria sowie ein Unfall in der Nordsee mit einem Gasleck im März 2012 hat für starke Verunsicherung gesorgt. Das Leck konnte aber relativ schnell wieder unter Kontrolle gebracht werden, die Schäden blieben begrenzt.

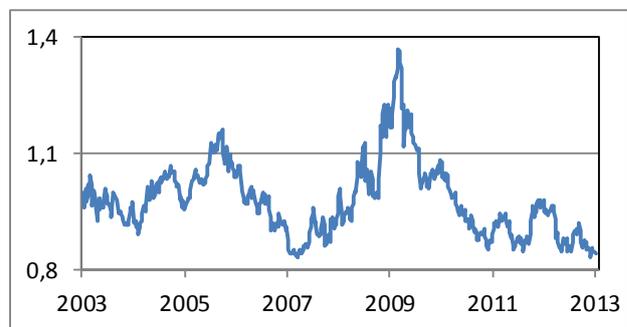
Neben allgemeiner Bedenken bezüglich von Umweltproblemen bei der Ölförderung wurden in der Vergangenheit immer wieder Vorwürfe gegen Total wegen der Verwicklung in Korruptionsaffären und Menschenrechtsverletzungen laut. Die Gesellschaft hat darauf reagiert und sich in den vergangenen Jahren in Nachhaltigkeitsrankings stark verbessert. Zwar sind die meisten Bewertungen im Vergleich zu Gesamtmarkt nur etwas überdurchschnittlich, im Bezug zur Ölindustrie aber weit besser.

| Gewinnänd. bis 2015e $\emptyset$ p.a. |          | 3%         |
|---------------------------------------|----------|------------|
| Bewertungskennziffern                 |          |            |
| KGV                                   | KGV      | KBV        |
| 2013e                                 | 2014e    | aktuell    |
| 7,3                                   | 7,0      | <b>1,3</b> |
| Divrend.                              | Divrend. | Unt.wert   |
| 2013e                                 | 2014e    | zu Umsatz  |
| 6,0%                                  | 6,2%     | <b>0,9</b> |

Langfristige Kursentwicklung:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



| Nachhaltigkeit: relativ gut |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Risikokennziffern           |                   |
| Ausfallrisiko               | Liquiditätsrisiko |
| 4,0                         | 1,3               |
| Kursrisiko                  | Inflationsrisiko  |
| 3,3                         | 2,7               |

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Total hat in den vergangenen Jahren stark in die Exploration investiert und wird zunehmend durch neue Funde im Golf von Mexiko oder der Nordsee belohnt. Derzeit ist eine Produktionsausweitung um ca. 1/3 in den nächsten 4 Jahren geplant. Weiterhin ist die Gesellschaft dabei, in Angola, Nigeria und im Kongo größere Ölvorkommen zu erschließen, die eine Beschleunigung der Förderung nach 2016 sichern sollen.

Eine Discounted Cashflow-Analyse ist bei Ölwerten mit erheblichen Unsicherheiten belastet. Verschiedene von uns durchgerechnete Szenarien haben innere Werte zwischen ca. 42,- € und 65,- € ergeben. Der derzeitige Börsenwert reflektiert also ein sehr pessimistisches Bild der weiteren Entwicklung bei Total.

Auf der Basis eines Kennzahlenvergleichs wie KGV, Dividendenrendite oder Unternehmenswert zu Umsatz erscheint Total sowohl in Hinblick auf den Gesamtmarkt wie auch zur eigenen Historie sehr niedrig bewertet. Allerdings weisen derzeit an allen Aktienmärkten Ölwerte derzeit unterdurchschnittliche Kennziffern auf, wo-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

rin eine generelle Skepsis gegenüber diesem Sektor zum Ausdruck kommt. Aber selbst innerhalb der Vergleichsgruppe der „Supermajors“ ist Total mit Bewertungsabschlägen je nach Kennzahl von 10% - 30% deutlich niedriger bewertet als alle anderen Unternehmen. Dies erscheint nicht gerechtfertigt, da Total im Industrievergleich ein weit überdurchschnittliches Förderprofil hat.

Daher erscheint die Aktie derzeit insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

### 3) Finanzwerte

Finanzwerte werden nach der Finanzkrise 2008 und ihrer Rolle während der Eurokrise weithin mit Misstrauen betrachtet. Eine Vielzahl von überraschend hohen Verlustmeldungen und zahlreiche Skandale bei vorher als solide angesehenen Instituten haben die ganze Branche in Verruf gebracht. Hinzu kommt, dass bei den Banken selbst die überdurchschnittlichen Gesellschaften aufgrund der verschärften Eigenkapitalnormen ihren Fokus zunächst einmal auf die Kapitalbildung richten mussten und derzeit Wachstum sowie die Beteiligung der Aktionäre hieran nur zweitrangige Ziele sind. Besonders unbeliebt waren Finanzwerte, wenn sie eine starke Abhängigkeit zu den tatsächlichen und potenziellen Krisenregionen Europas aufweisen.

| BBVA  |                       |                          |
|---|-----------------------|--------------------------|
| Website: <a href="http://www.bbva.com/">www.bbva.com/</a> | Kurs 4.1.2013: 7,32 € | Börsenwert (Mrd.€): 39,4 |
| Hauptbörse: Madrid  | Land: Spanien         | WKN: 875773              |
|   |                       | ISIN: ES0113211835       |

BBVA (Banco Bilbao Viscaya Argentaria) ist die zweitgrößte Finanzgruppe Spaniens. In den vergangenen Monaten hatte der Aktienkurs sehr stark unter den Auswirkungen der Eurokrise zu leiden. Insbesondere das schlechte Image, das spanische Banken aufgrund der Immobilienkrise in ihrem Heimatland hatten, belastete die Entwicklung. Dabei wurde vielfach übersehen, dass BBVA ähnlich wie die beiden großen Wettbewerber Santander und La Caixa die Risiken im Kreditbereich erheblich besser im Griff hatte als der von der Krise besonders betroffene Sparkassensektor. Darüber hinaus hat BBVA in den vergangenen Jahren die Expansion in Wachstumsregionen außerhalb Europas massiv vorangetrieben.

Ein besonderer Fokus war dabei Lateinamerika. In Mexiko ist BBVA inzwischen unangefochtener Marktführer mit Marktanteilen um 24% bei Einlagen und Krediten. In Südamerika kommen die verschiedenen Tochtergesellschaften ebenfalls auf einen Gesamtmarktanteil von ca. 10%, womit BBVA ebenfalls zu den führenden Finanzgruppen zählt. In den USA hat BBVA gezielt in Banken investiert, die vor allem im Einlagengeschäft und in Regionen mit einem hohen Anteil spanisch sprechender Kunden aktiv sind. In den ersten 3 Quartalen 2012 wurden bereits über 60% der Gewinne (und damit ungefähr doppelt soviel wie im Heimatmarkt Spanien) in Amerika erzielt.

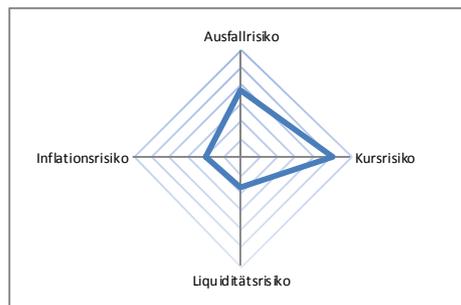
In anderen von BBVA als attraktiv eingeschätzten Regionen der Welt hat man sich durch Minderheitsbeteiligungen an führenden Finanzinstituten positioniert, wie z. B. bei der Garanti Bank in der Türkei oder der Citic Bank in China.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

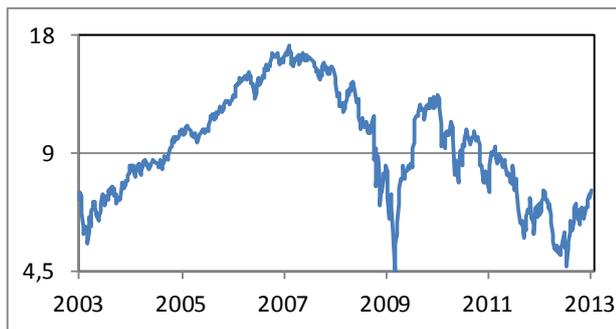
Trotz der Eurokrise hat BBVA in den 12 Monaten vor dem 30.9.2012 7,4 Mrd. € an Kapital generiert, ein Betrag, der ca. 20% der derzeitigen Marktkapitalisierung entspricht. Ein Großteil dieses Kapitals wurde für Sonderrückstellungen verwendet, um die verschärften Risikovorschriften des Banco de España zu erfüllen sowie um sich auf die Einführung von Basel III vorzubereiten. Die Basel III Kriterien sollen bis Ende 2013 voll erreicht sein. Die hohen Rückstellungen überdecken die Tatsache, dass es BBVA in Spanien die Margen teilweise deutlich ausdehnen und Marktanteile gewinnen konnte. Darüber hinaus konnten Kosten gesenkt werden, sodass die Effizienzquote (Kosten zu Einnahmen) mit 47,4% (30.9.2012) im weltweiten Vergleich nach wie vor sehr niedrig ist.

| Gewinnänd. bis 2015e Ø p.a. |          | 19%            |
|-----------------------------|----------|----------------|
| Bewertungskennziffern       |          |                |
| KGV                         | KGV      | KBV            |
| 2013e                       | 2014e    | aktuell        |
| 9,3                         | 8,1      | <b>0,9</b>     |
| Divrend.                    | Divrend. | Unt.wert       |
| 2013e                       | 2014e    | zu Umsatz      |
| 5,7%                        | 6,0%     | <b>n.a. *)</b> |

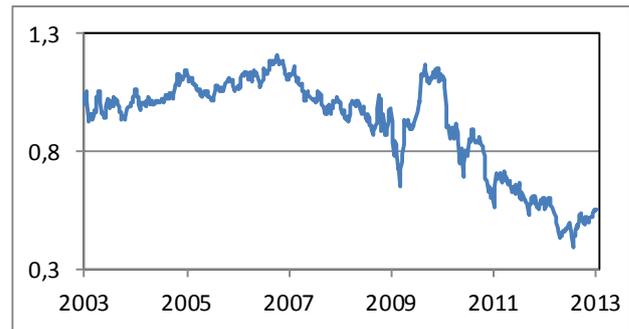


| Nachhaltigkeit: gut |                   |
|---------------------|-------------------|
| Risikokennziffern   |                   |
| Ausfallrisiko       | Liquiditätsrisiko |
| 3,7                 | 1,7               |
| Kursrisiko          | Inflationsrisiko  |
| 5,0                 | 2,0               |

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkungen: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

\*) Kennzahl bei Banken nicht aussagekräftig

Eine Discounted Cashflow-Analyse macht für Finanzwerte wenig Sinn, da sich hier ein freier Cashflow nicht sauber abgrenzen lässt. Die Fähigkeit, selbst in Krisenzeiten enorme Mengen an Kapital zu generieren, macht dennoch deutlich, wie hoch das Potenzial für eine Neubewertung der Aktie bei einer Sentimentverbesserung bezüglich der Situation in Spanien ist. Zur Ermittlung eines fairen Wertes bei Banken wird meistens das Kriterium Kurs zu Buchwert betrachtet und anhand der Ertragskraft abgeschätzt, ob der Titel eine Prämie oder einen Bewertungsabschlag verdient. Anhand der hohen Rentabilität erscheint ein Aufschlag auf den Buchwert von 20-30% gerechtfertigt, ein Fair-Value Zielkurs läge damit zwischen €9,75 und €10,60. Der tatsächliche Börsenkurs impliziert aber gegenwertig einen Abschlag von ca. 10% zum Buchwert. Hieraus ergibt sich ein Aufwärtspotenzial zwischen 33% und 45% für den Aktienkurs.

Die Aktie von BBVA erscheint daher gegenwärtig insbesondere für chancenorientierte und risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) interessant.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

# 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

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.

Der Handelsblattartikel, auf den in dem Beitrag „Die fetten Jahre sind vorbei“ verwiesen wurde, ist am 4.12.2012 unter dem Titel „Die Wachstumsbremse“ als Titelgeschichte erschienen. Das angesprochene Video mit Martin Winterkorn ist hier abrufbar: [http://www.youtube.com/watch?v=j\\_3sYEI3njc](http://www.youtube.com/watch?v=j_3sYEI3njc). Die Vergleichszahlen für das kaufkraftadjustierte Bruttosozialprodukt pro Kopf basieren auf Angaben von <http://www.indexmundi.com/> und der Financial Times.

Für den Beitrag „Das DAX-Prognose-Paradox“ wurde zurückgegriffen auf zwei Texte von Ekaterina Svetlova (Talking About the Crisis: Performance of Forecasting in Financial Markets(2012). In: Culture and Organization, 18(2), 155-169; sowie: Plausibility check of consensus: Expectation building in financial markets(2010). In: Journal of Financial and Economic Practice, 10 (1), 101-113). Als Referenz für langfristige Aktienmarktrenditen diente „The Millenium Book – A Century of Investment Returns“ von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (ABN-Amro/London Business School), London, 2000. Zu Anatole Kaletsky vgl. sein Buch: Capitalism 4.0, New York 2010. Eine Übersicht mit den wichtigsten DAX-Prognosen für 2013 findet sich im Handelsblatt vom 2.1.2013 auf Seite 5.

Das Originalzitat von André Kostolany lautet: *„Stellen Sie sich einen Mann vor, der mit seinem Hund eine Straße entlanggeht. Der Mann schreitet gleichmäßig voran; das ist die Industrie. Der Hund stürmt vorwärts, springt hierhin und dorthin, kommt zu seinem Herrn zurück, läuft wieder davon und kommt wieder zurück; sein Weg stellt die Bewegungen der Wert-*

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

*papiere dar.*“ Es stammt aus seinem Buch „Das ist die Börse“, Stuttgart 1962, und wurde zitiert nach:

<http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-45139515.html>.

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 18.

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 7.1.2013.

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: BBVA-Aktien
- 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.