

## 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.

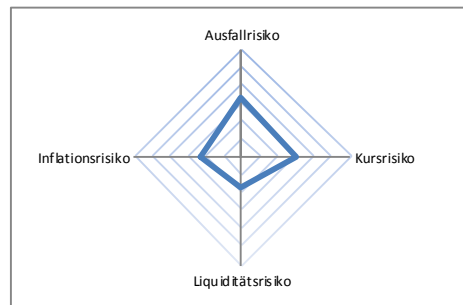
Seit 1990 arbeitet Roche mit dem Gentechnikkonzern Genentech zusammen, der 2009 ganz übernommen wurde. Ein besonderer Schwerpunkt ist Biotechnologie. Inzwischen basieren mehr als 60% der Produktion auf Verfahren aus diesem Bereich. Biotechnisch hergestellte Medikamente lassen sich nur sehr schwer von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

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

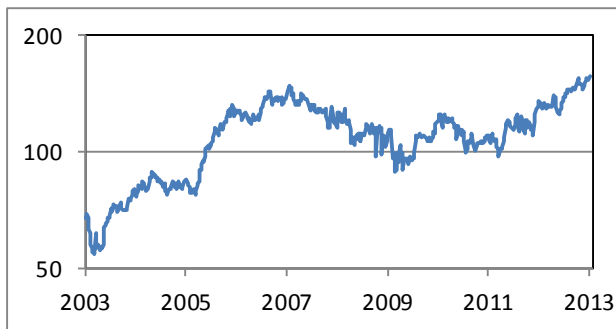
ist. 2011 flossen 19% über der Umsätze in den Bereich Forschung und Entwicklung zurück. Damit gehört Roche im internationalen Vergleich immer noch zu den forschungsintensivsten Pharmakonzernen. Die Pipeline umfasst derzeit 79 neue Verbindungen sowie 43 neue Anwendungen für existierende Produkte. Allerdings 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

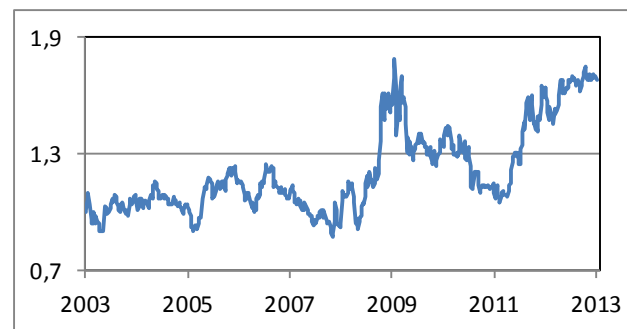


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	1,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,3

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.

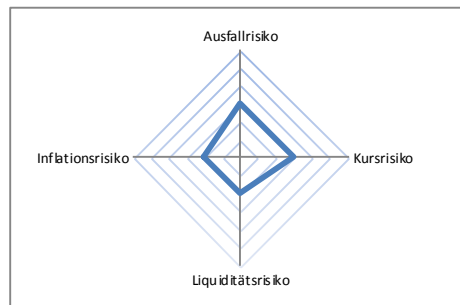
Unsere Bewertungsanalyse mittels eines Discounted Cashflow Modells zeigt, dass der derzeitige Börsenkurs einen jährlichen Rückgang des freien Cashflow um ca. 1% impliziert. Dieses erscheint allerdings viel zu pessimistisch. Angesichts der hervorragenden Marktposition und der Wachstumschancen außerhalb 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

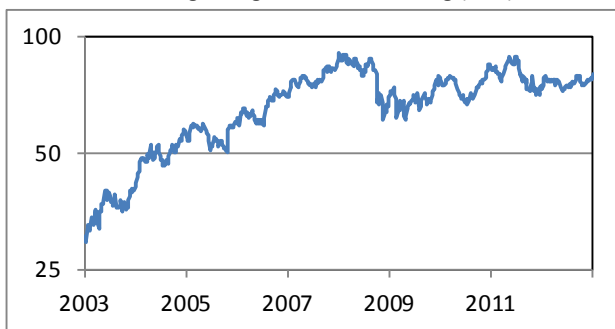
US\$ 126 je Aktie implizieren, also von ca. 57% über dem derzeitigen Kurs. Die Aktie von Becton Dickinson erscheint daher massiv unterbewertet.

Gewinnänd. bis 2015e $\emptyset$ 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>

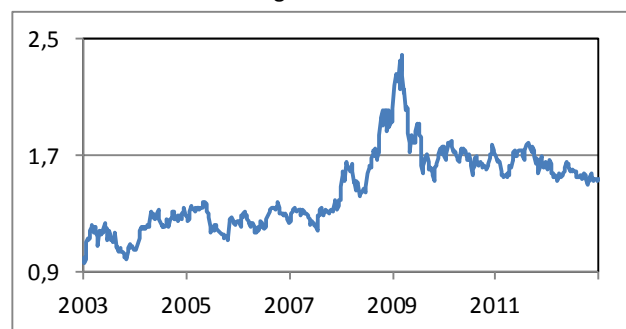


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,0	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

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

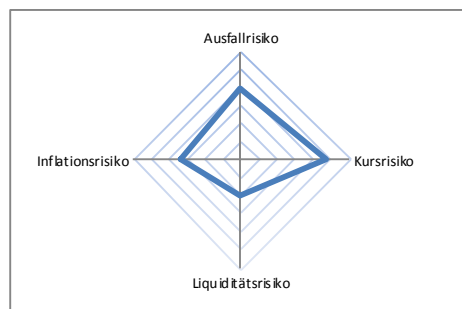
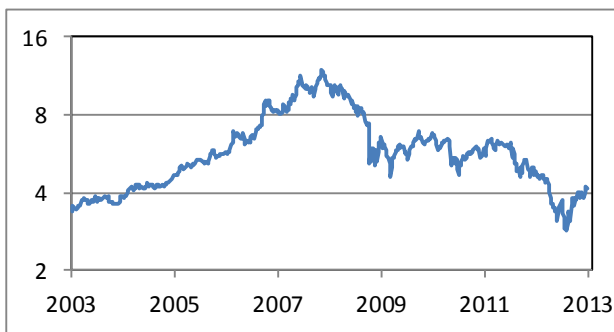
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

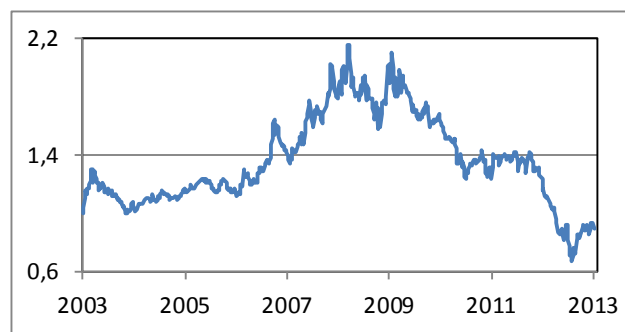
Gewinnänd. bis 2015e $\bar{\Delta}$ p.a.		1%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2013e	2014e	aktuell
10,0	9,1	<b>0,8</b>
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2013e	2014e	zu Umsatz
7,3%	7,3%	<b>1,7</b>

Langfristige Kursentwicklung (€):



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

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.

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 €	Börsenwert (Mrd.€):	94,2
Hauptbörse:	Euronext	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

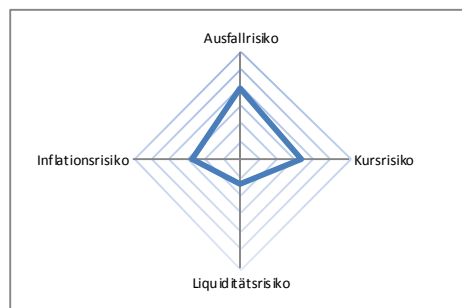
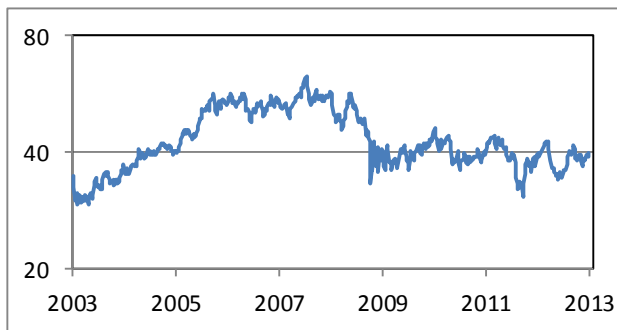
von 185 Mrd. € (2011) gehört die Gesellschaft zu den sogenannten „Supermajors“, den 7 größten nicht staatlichen Erdölkonzernen der Welt.

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.

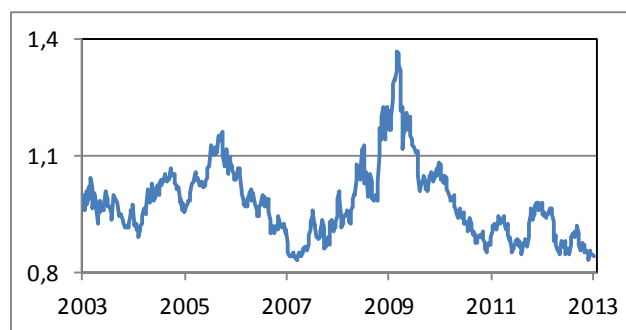
Neben allgemeiner Bedenken bezüglich von Umweltproblemen bei der Ölförderung wurden in der Vergangenheit immer wieder Vorwürfe gegen Total wegen der Verwicklung in Korruptionsaffären und Menschenrechtsverletzungen laut. Die Gesellschaft hat darauf reagiert und sich in den vergangenen Jahren in Nachhaltigkeitsrankings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

Gewinnänd. bis 2015e Ø 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:	www.bbva.com/	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.

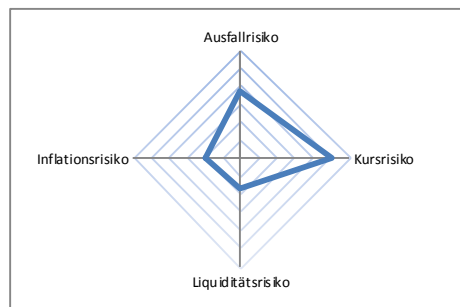
In anderen von BBVA als attraktiv eingeschätzten Regionen der Welt hat man sich durch Minderheitsbeteiligungen an führenden Finanzinstituten positioniert, wie z. B. bei der Garanti Bank in der Türkei oder der Citic Bank in China.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

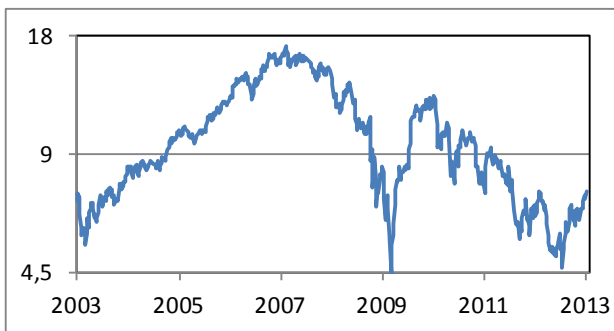
Trotz der Eurokrise hat BBVA in den 12 Monaten vor dem 30.9.2012 7,4 Mrd. € an Kapital generiert, ein Betrag, der ca. 20% der derzeitigen Marktkapitalisierung entspricht. Ein Großteil dieses Kapitals wurde für Sonderrückstellungen verwendet, um die verschärften Risikovorschriften des Banco de España 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>

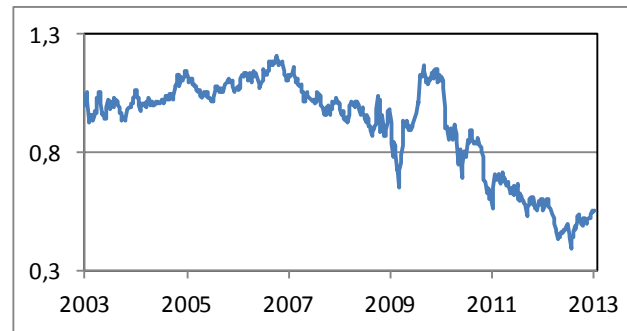


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,7	1,7
Kurs- risiko	Inflations- risiko
5,0	2,0

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 Bruttozialprodukt 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.