

Akt. Kurs (03.02.2014, 10:57, Xetra): 1,57 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Mon.: **1,85 (---) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaft
Land: Deutschland
ISIN: DE0006942808
Reuters: PZSG.DE
Bloomberg: PZS:GR

Kurzbeschreibung

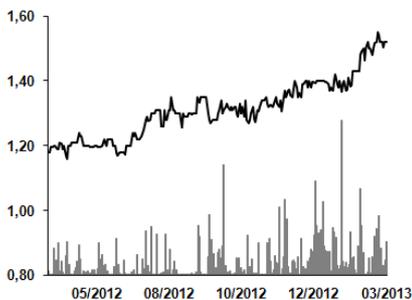
Die im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistete Scherzer & Co. AG mit Sitz in Köln ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihr Vermögen in börsengehandelte Aktien, Anleihen oder sonstige verbriefte Wertpapieren investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Pakete an der Allerthal-Werke AG, der RM Rheiner Management AG sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH, welche den Fonds Do RM Special Situations Total Return I berät.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	1,57 €	1,16 €
Aktueller Kurs:	1,57 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	46,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Opportunistischer Investmentansatz ermöglicht Renditechancen

Die Scherzer & Co. AG legt ihren Fokus im Rahmen eines opportunistischen Investitionsansatzes auf Unternehmen aus dem deutschen Rechtsraum. Den ersten Schwerpunkt bilden dabei Gesellschaften, die am Markt z. B. wegen mangelnder Analysten-Coverage, fehlender Investor-Relations-Aktivitäten oder einem illiquiden Handel unbekannt sind. Es handelt sich dabei neben vereinzelt Indexunternehmen auch um eine breite Palette von Aktiengesellschaften, die in keinem der bekannten Auswahlindizes der Börse enthalten sind und aus dem Bereich der Small- und MidCaps stammen.



Ein zweiter Schwerpunkt liegt bei Unternehmen, die an der Börse unbeliebt sind, z. B. weil das betriebene Geschäftsmodell missverstanden wird oder sich in einem unbeliebten Sektor bewegt. Weitere Gründe für mangelndes Interesse am Markt können auch ein Restrukturierungsszenario oder eine missverständene Ertragskraft sein.

Kennzahlen

	2011	2012	2013e	2014e
G.erlöse	5,7	7,8	9,6	6,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg. v. St.	-3,2	4,2	6,7	3,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	-2,8	3,9	5,8	3,1
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	-0,10	0,13	0,19	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	-15,7	12,0	8,1	15,0
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 26

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

Drittes Schwerpunktthema sind Investitionen in Spezialsituationen. Hierbei kann es sich neben aktuellen Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensneuausrichtungen auch um sämtliche Themen aus dem Bereich von Übernahmen, Strukturmaßnahmen oder Unternehmensverträgen bis hin zu denkbaren Squeeze-out-Szenarien handeln.

Im Scherzer-Portfolio sowie in der laufenden Berichterstattung der Gesellschaft wird zwischen Investments in den Kategorien „Chance“ und „Sicherheit“ unterschieden. Die Investments der Rubrik „Chance“ betreffen dabei im Wesentlichen Unternehmen aus den beiden ersten Schwerpunkten, während die Kategorie „Sicherheit“ Investments in sogenannte Abfindungswerte beinhaltet.

Spruchstellenverfahren bieten nach wie vor Renditechancen

In den vergangenen Jahren haben sich zwar die rechtlichen Rahmenbedingungen im Bereich der Spruchstellenverfahren verändert, diese bieten aber auch weiterhin noch interessante Renditechancen. Durch die Einführung des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) in 2009 hat sich der Fokus jedoch auf die Spruchstellenverfahren direkt verlagert. Bis dahin konnte durch Anfechtungsklagen gegen die Hauptversammlungsbeschlüsse zu Strukturmaßnahmen in einer ganzen Reihe von Fällen bereits eine erste Anhebung der ursprünglich angebotenen Abfindung erzielt werden.

Im Rahmen einer empirischen Untersuchung der Universität Erlangen-Nürnberg aus 2013 ist Prof. Dr. Henselmann bei Betrachtung der Spruchstellenverfahren der vergangenen 20 Jahre zu dem Ergebnis gelangt, dass es in

mehr als acht von zehn Verfahren zu einer Nachbesserung der ursprünglich gezahlten Abfindung gekommen ist. In dieser Untersuchung wurden die Ergebnisse auch zwischen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen sowie aktienrechtlichen Squeeze-outs differenziert und einzeln dargestellt. Nachbesserungen wurden demgemäß in 83,9 bzw. 84,4 Prozent der Fälle gewährt. Dieses Resultat ähnelt damit auch Ergebnissen der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK), welche 2004 ermittelt hat, dass es in neun von zehn Fällen bei derartigen Verfahren zu Nachbesserungen der ursprünglich angebotenen Abfindungen und/oder Garantiedividenden gekommen ist.

Höhe der gerichtlich ermittelten Nachbesserungen schwankt seit jeher

Aussagekräftige Daten zu den durchschnittlich erzielbaren Renditen aus Spruchstellenverfahren liefert die jährliche „Endspiele“-Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank AG. Bewegten sich die dort ermittelten Renditen in den Jahren 2006 bis 2010 noch im Bereich zwischen 42,2 Prozent (2006) und 37,9 Prozent (2009), so ist seit 2011 ein deutlicher Rückgang erkennbar. Demnach lagen die Renditen 2011 bei 11,9 Prozent, 2012 bei 15,9 Prozent und 2013 bei rund 12,5 Prozent. Bei einzelnen Verfahren waren aber nach wie vor Renditen von über 30 Prozent erzielbar.

Die Gründe für diesen Rückgang liegen in einer ganzen Reihe von Verfahren, die „zu Null“, also ohne Nachbesserung ausgegangen sind. Ein weiterer Faktor dürfte darin bestehen, dass sich die rechtlichen Rahmenbedingungen verändert haben und Anfechtungen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse bei Strukturmaßnahmen seit der Einführung des ARUG faktisch keine Rolle mehr spielen. Einen nicht zu unterschätzenden Einfluss dürfte jedoch auch das jeweils herrschende konjunkturelle Umfeld ausüben. In der auf 20 Jahre angelegten Untersuchung der Universität Erlangen-Nürnberg gelangte auch Prof. Dr. Henselmann zu diesem Ergebnis.

Als letzter relevanter Faktor spielt natürlich auch das jeweils im Raum stehende Gesamtvolumen einer möglichen Nachzahlung an die ehemaligen Minderheitsaktionäre eine Rolle. Hier war in der Vergangenheit des Öfteren zu beobachten, dass insbesondere bei kleineren Unternehmen im Rahmen der Spruchstellenverfahren durchaus Vergleichsbereitschaft zu attraktiven Konditionen gegeben war, da ein vollständiger Instanzenweg vermutlich weit höhere Kosten verursacht hätte.

Durchschnittliche Verfahrensdauer zuletzt rückläufig

Neben der Höhe einer etwaigen Nachbesserung setzt sich die für den Investor in Abfindungssituationen erzielbare Rendite auch aus der Verfahrensdauer und dem daraus resultierenden Zinsanteil zusammen. Da ab dem Zeitpunkt der handelsregisterlichen Eintragung der jeweiligen Strukturmaßnahme die gesetzliche Verzinsung greift, kann der Zinsanteil insbesondere bei lange andauernden Verfahren einen erheblichen Teil der gezahlten Summe ausmachen.

Seit Einführung des Spruchverfahrensgesetzes (SpruchG) in 2003 hat sich die Verfahrensdauer nach Berechnungen der Universität Erlangen-Nürnberg verkürzt. Vor der Gesetzesänderung betrug die von der Hochschule ermittelte Verfahrensdauer 4,02 Jahre bei Squeeze-outs und 8,31 Jahre bei BuG-Verträgen, inzwischen hat sich diese auf 2,86 bzw. 3,13 Jahre verringert.

Vorteile von Abfindungswerten im Portfolio überwiegen weiterhin

Die auf den Hauptversammlungen von Scherzer wie auch einer Reihe anderer Beteiligungsgesellschaften häufig geführten Diskussionen, ob die Strategie der Abfindungswerte noch zeitgemäß ist, lassen sich vor dem beschriebenen Hintergrund nachvollziehen. Verschärft hatten diese neben den zuletzt rückläufigen Renditen aus den abgeschlossenen Verfahren auch die sich abzeichnenden weiteren Verschlechterungen der rechtlichen Rahmenbedingungen.

Zwischenzeitliche Bestrebungen aus dem Umfeld internationaler Großkanzleien, den Instanzenweg bei Spruchstellenverfahren von bislang bis zu drei auf nur noch eine Instanz zu verengen, sind im vergangenen Jahr zunächst gescheitert. Ob es künftig zu neuerlichen Versuchen kommt, die Rechtsposition der abfindenden Unternehmen zu stärken und damit naturgemäß die der abzufindenden Minderheitsgesellschafter zu schwächen, bleibt abzuwarten.

Dennoch sprechen verschiedene Aspekte weiterhin für Abfindungswerte, denn diese besitzen aus Investorensicht einige nicht zu unterschätzende Vorteile. Neben der vergleichsweise guten Absicherung der Kursniveaus nach unten in unruhigeren Marktphasen muss das Kapital nicht während der gesamten Verfahrensdauer investiert sein, um von etwaigen Nachbesserungen zu profitieren. Das Management kann hier also die Aktien im Rahmen der Strukturmaßnahmen andienen und besitzt nach Ausbuchung der Stücke zum Abfindungspreis einen Abfindungsergänzungsanspruch, der häufig auch als Nachbesserungsrecht bezeichnet wird.

Während somit die freigewordene Liquidität bereits für neue Investitionen zur Verfügung steht, besteht weiterhin die Chance auf einen zusätzlichen Mittelzufluss aus einer möglichen Nachbesserung sowie der vorgeschriebenen gesetzlichen Verzinsung für den Zeitraum seit Eintragung der Strukturmaßnahme im Handelsregister. Hierdurch lässt sich das Investitionsvolumen hebeln, ohne dass eine riskante Inanspruchnahme von Fremdmitteln erforderlich ist. Dabei beschränkt sich das Verlustrisiko maximal auf den über der gezahlten Abfindung liegenden Teil des Einkaufspreises.

Nachbesserungsvolumen von Scherzer bei über 100 Mio. Euro

Im Markt ist es üblich geworden, das bei Beteiligungsgesellschaften vorhandene Nachbesserungsvolumen in der Kenngröße des Andienungsvolumens anzugeben. Die Berechnung des Andienungsvolumens ergibt sich dabei aus der Zahl der angedienten bzw. im Wege eines Squeeze-outs oder einer sonstigen Strukturmaßnahme ausgebuchten Aktien multipliziert mit dem Abfindungskurs.

Das Andienungsvolumen der Scherzer & Co. AG belief sich per 31. Dezember 2013 auf rund 88 Mio. Euro oder 2,94 Euro je Aktie. Rechnet man hier anteilmäßig die durch die Beteiligungen an der Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG bestehenden zusätzlichen Volumina hinzu, ergibt sich ein Andienungsvolumen von über 100 Mio. Euro. Dieses beinhaltet durch die Hinzurechnung der vorgenannten Anteile auch eine Reihe bereits recht alter Verfahren wie z. B. Vodafone Deutschland AG (frühere Mannesmann AG).

In der Bilanz werden diese Abfindungsergänzungsansprüche nicht mit einem Wert angesetzt, gleiches gilt für die Berechnung des inneren Werts der Aktie (NAV – Net Asset Value). Insoweit besteht kein nennenswertes Risiko für das Zahlenwerk, sofern ein Spruchstellenverfahren ohne eine Nachbesserung abgeschlossen wird. Im Erfolgsfall fließt die Nachbesserung hingegen voll in das Ergebnis ein.

Auch unter Berücksichtigung der zuletzt rückläufigen Renditen ergeben sich aus dem bestehenden Bestand interessante Nachbesserungschancen, selbst wenn man lediglich mit den zuletzt durchschnittlich erzielten Renditen von rund 12,5 Prozent kalkuliert.

Portfolio mit ausgeglichenem Chance-Risiko-Profil

Die zehn größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG stellten sich nach Unternehmensangabe zum Bilanzstichtag wie folgt dar:

Generali Deutschland Holding AG	10,11 %	Sicherheit
GK Software AG	9,00 %	Chance
MAN SE Stammaktien	7,48 %	Sicherheit
Allerthal-Werke AG	4,96 %	Sicherheit
IBS AG	4,84 %	Sicherheit
Tipp24 SE	4,44 %	Sicherheit / Chance
WMF AG Vorzugsaktien	4,13 %	Sicherheit
Biotest AG Stammaktien	3,43 %	Chance
Invision AG	2,92 %	Chance
MAN SE Vorzugsaktien	2,84 %	Sicherheit

Diese zehn Positionen machen 54,15 Prozent des Gesamtportfolios aus. Per Jahresende 2013 entfielen insgesamt rund 55 Prozent der Investments auf den Bereich „Sicherheit“ und die übrigen rund 45 Prozent auf den Bereich „Chance“.

Vorläufige Jahreszahlen 2013 spiegeln gutes Börsenjahr wider

Am 16. Januar 2014 hat Scherzer die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 bekanntgegeben. Diese stehen naturgemäß noch unter dem Vorbehalt abweichender Bewertungsansätze sowie auch der Abschlussprüfung. Das Ergebnis vor Steuern (EBT) verbesserte sich auf 6,7 (Vj. 4,2) Mio. Euro. Auf Basis unseres Rechenmodells unter Berücksichtigung noch bestehender steuerlicher Verlustvorträge ergibt sich daraus ein Jahresüberschuss von voraussichtlich 5,8 (3,9) Mio. Euro oder 0,19 (0,13) Euro je Aktie. Die endgültigen Jahreszahlen wird das Unternehmen nach derzeitigem Planungsstand in der zweiten Märzhälfte 2014 veröffentlichen.

Das vorläufige Jahresergebnis 2013 spiegelt auch das insgesamt gute Kapitalmarktumfeld im vergangenen Geschäftsjahr wider. So konnte der innere Wert der Scherzer-Aktie (NAV) ohne Berücksichtigung der Nachbesserungsrechte um 30,8 Prozent auf 1,74 (1,33) Euro ansteigen. Damit konnte das Portfolio der Scherzer & Co. AG verglichen mit dem DAX, der 2013 einen Zuwachs von knapp 22,8 Prozent erzielte, überproportional zulegen.

Erfolgreicher Verkauf der IBS-Beteiligung im Januar 2014

Wie Scherzer in der heute veröffentlichten monatlichen NAV-Meldung mitteilte, wurde die Beteiligung an der IBS AG im Januar 2014 aufgestockt und anschließend mit einem positiven Ergebnisbeitrag an den Siemens-Konzern veräußert. Durch diese Transaktion erhöhte sich auch der NAV der Aktie per Ende Januar weiter auf 1,87 Euro. Damit ist Scherzer in einem eher schwierigen Börsenumfeld ein guter Start in das neue Geschäftsjahr gelungen.

GSC-Schätzungen bilden Spezifika einer Beteiligungsgesellschaft ab

Unser Schätzungstableau für die Scherzer & Co. AG berücksichtigt die Besonderheiten einer Beteiligungsgesellschaft, deren Investitionen in Wertpapiere erfolgen. Gemäß den Vorgaben der HGB-Bilanzierung erfolgt hier der buchhalterische Ausweis von Gewinnen erst zum Zeitpunkt der Realisation, also des Verkaufs. Wertsteigerungen, die zwar als stille Reserven vorhanden, aber noch nicht durch einen Verkauf realisiert worden sind, können im Rahmen des inneren Werts der Aktie (NAV) berücksichtigt werden, nicht jedoch in unserem Schätzungstableau.

Diesen Rahmenbedingungen tragen wir Rechnung. Hierbei setzen wir auf der Aufwandsseite den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis der historischen Werte an. Gleiches gilt auch für die Erlösseite. Dort setzen wir den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen aus dem bestehenden Portfolio aus den vergangenen Jahren an. Durch diese Methodik erklärt sich der Rückgang der von uns geschätzten Gesamterlöse und Erträge in den Jahren 2014 und 2015 verglichen mit den vorläufigen Werten für 2013.

Bei unseren Prognosen für 2013 bilden die gemeldeten vorläufigen Zahlen des Unternehmens die Grundlage unserer Schätzung. Dabei gehen wir für 2013 und 2014 bei der Steuerquote von der Nutzung noch bestehender Verlustvorträge aus der Vergangenheit aus und setzen jeweils für die den Betrag von 1 Mio. Euro übersteigenden Ergebnisanteile eine standardisierte Steuerquote von rund 40 Prozent an.

Für 2015 rechnen wir damit, dass die Verlustvorträge in den beiden Vorjahren weitgehend aufgebraucht wurden, so dass sich die erwartete Steuerquote dann auf rund 35 Prozent erhöhen wird. In den Folgejahren sollte sich die Steuerbelastung dann auf rund 40 Prozent normalisieren. Gemäß der mittelfristigen Zielsetzung, ein Portfoliovolumen mit einem Eigenkapitalanteil von mindestens 100 Mio. Euro zu erreichen, gehen wir in unseren Schätzungen für die kommenden Jahre von einer Thesaurierung der Erträge aus.

Da eine Prognose über den tatsächlichen Umfang etwaiger Gewinnrealisationen und mögliche Abschreibungen auf die vorhandenen Wertpapierpositionen in der Zukunft nur sehr eingeschränkt möglich ist, ziehen wir zur Bewertung der Scherzer & Co. AG auch die Relation zwischen aktuellem Börsenkurs und dem inneren Wert der Aktie (NAV) heran.

Bewertung und Fazit

Angesichts der Besonderheiten bei Prognosen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten stellen wir unsere Anlageempfehlung für die Scherzer & Co. AG auf den inneren Wert (NAV) der Aktie ab. Der NAV bildet im Gegensatz zu einer reinen Betrachtung auf Basis des Ergebnisses je Aktie auch die im Portfolio enthaltenen stillen Reserven „realtime“ ab und ist damit nach unserer Meinung aus Investorensicht die deutlich geeignetere Kennzahl zur Bewertung dieses Unternehmens.

Gemäß der heute veröffentlichten NAV-Meldung liegt der aktuelle innere Wert der Scherzer-Aktie bei 1,87 Euro und damit 19,5 Prozent über dem aktuellen Aktienkurs. Neben den im NAV abgebildeten Nettovermögenspositionen beinhaltet dieser noch eine gewisse Fantasie aus dem vorhandenen Portfolio an Abfindungsergänzungsansprüchen.

Mit dem Abschlag von knapp 20 Prozent auf den NAV ist das Papier eine interessante Depotbeimischung für den an Nachbesserungsthemen interessierten Investor, der diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken will. Wir sehen den fairen Wert der Aktie bei 1,85 Euro – ohne Berücksichtigung der möglichen Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – und nehmen die Coverage der Scherzer-Aktie mit dem Votum „Kaufen“ auf.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2011		2012		2013e		2014e		2015e	
Ergebnis aus Wertpapierverkäufen	2,9	50,9%	4,0	51,4%	6,0	62,5%	3,6	55,4%	3,9	53,4%
sonstige betriebliche Erträge	2,2	38,8%	3,4	43,1%	3,1	32,3%	2,4	36,9%	2,8	38,4%
Zinsergebnis (und ähnliche Erträge)	0,6	10,3%	0,4	5,5%	0,5	5,2%	0,5	7,7%	0,6	8,2%
Veränderung zum Vorjahr			-27,8%		17,6%		0,0%		20,0%	
Gesamterlöse	5,7	100,0%	7,8	100,0%	9,6	100,0%	6,5	100,0%	7,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			36,2%		23,5%		-32,3%		12,3%	
Allgemeiner Verwaltungsaufwand	0,8	13,8%	0,9	11,9%	0,9	9,8%	0,9	14,5%	0,9	12,3%
Veränderung zum Vorjahr			17,5%		0,0%		0,0%		0,0%	
Sonstiges Ergebnis (inkl. Zinsaufwand)	-0,6	-10,5%	-0,5	-6,0%	-0,5	-5,2%	-0,5	-7,7%	-0,5	-6,8%
Veränderung zum Vorjahr			21,7%		0,0%		0,0%		0,0%	
EBITDA	4,3	75,7%	6,4	82,1%	8,2	85,0%	5,1	77,8%	5,9	80,8%
Veränderung zum Vorjahr			47,6%		27,9%		-38,0%		16,6%	
Saldo aus Ab- und Zuschreibungen	7,5	131,4%	2,2	28,0%	1,5	15,6%	1,5	23,1%	1,5	20,5%
Veränderung zum Vorjahr			-70,9%		-31,2%		0,0%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0%</i>
Ergebnis der normalen Gesch.	-3,2	-55,7%	4,2	54,0%	6,7	69,4%	3,6	54,8%	4,4	60,3%
Steuerquote	12,6%		6,4%		12,7%		12,0%		35,0%	
Ertragssteuern	-0,4	-7,0%	0,3	3,5%	0,8	8,8%	0,4	6,6%	1,5	21,1%
Veränderung zum Vorjahr			167,5%		213,0%		-49,4%		260,5%	
Jahresüberschuss	-2,8	-48,7%	3,9	50,5%	5,8	60,6%	3,1	48,2%	2,9	39,2%
Veränderung zum Vorjahr			241,4%		48,0%		-46,1%		-8,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Bereinigter Jahresüberschuss	-2,8	-48,7%	3,9	50,5%	5,8	60,6%	3,1	48,2%	2,9	39,2%
Veränderung zum Vorjahr			241,4%		48,0%		-46,1%		-8,7%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	-0,10		0,13		0,19		0,10		0,10	

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

03. März 2014 ff.	Monatliche NAV-Meldung
Mitte bis Ende März 2014	Veröffentlichung der Geschäftszahlen 2013
19. Mai 2014	Ordentliche Hauptversammlung in Köln

Kontaktadresse

Scherzer & Co. AG
Friesenstraße 50
D-50670 Köln

Internet: www.scherzer-ag.de
Email: info@scherzer-ag.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Georg Issels

Tel.: +49 (0) 221 / 82032 – 0
Fax: +49 (0) 221 / 82032 – 30
Email: ir@scherzer-ag.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2013):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	38,9%	40,0%
Halten	55,6%	60,0%
Verkaufen	5,6%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Scherzer & Co. AG	1, 5, 6, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatizierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf, verantwortlich.