

KLAUS SCHLOTE  
TEL.: +49 (0) 6131 - 4860651  
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH  
TEL.: +49 (0) 6131 - 4860654  
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

## Scherzer & Co. AG

### Erfolgreiches H1 2015

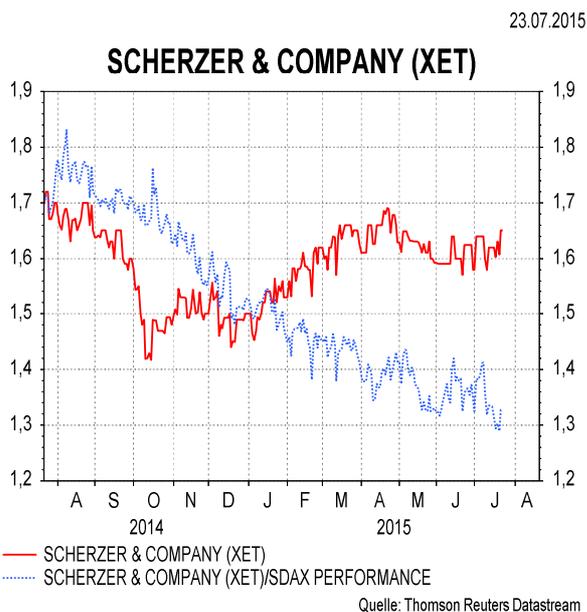
#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>2,08 € (2,15 €)</b>
Kurs (22.07.2015)	1,60 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	47,9
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Nach vorläufigen Zahlen fielen die Erträge im H1 2015 etwas besser aus als im bereits guten H1 2014. Der Vorsteuergewinn belief sich auf 3,47 Mio. € (Vj. 3,29 Mio. €). Dazu ergibt sich nach unseren Schätzungen ein EPS von 0,10 €. Damit sind bereits Zwei-drittel der von uns für 2015 erwarteten 0,15 € erwirtschaftet worden. Der faire Wert nach dem Excess-Return-Modell ändert sich kaum. Aufgrund des erhöhten Abschlags auf den NAV geht unser Kursziel aber auf 2,08 € (bisher 2,15 €) zurück. Bei einem Kurspotential von 30% bestätigen wir jedoch die Kaufempfehlung für Scherzer.

	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebnis je Aktie (€)	0,13	0,15	0,16	0,17
Buchwert je Aktie* (€)	1,58	1,68	1,79	1,90
KGV	11,5	10,8	10,1	9,5
Kurs/Buchwert	0,95	0,95	0,90	0,84
ROE	8,5%	9,1%	9,1%	9,1%
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Dividendenrendite	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%

\*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt ~94 Mio. €



Den NAV je Aktie gibt die Gesellschaft zur Jahresmitte mit 1,95 € an. Darin ist die Dividende von 0,05 € je Aktie, die bereits gezahlt wurde, nicht mehr enthalten. Ende 2014 hatte der NAV 1,80 € betragen. Unter Berücksichtigung der Dividende beträgt die Wertsteigerung also 0,20 €.

Die nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte werden mit 94,2 Mio. € (Ende 2014 98 Mio. €) angegeben. Ausgebucht wurden u.a. MME (Ertrag ~35.000 €), D&S Europe und Mobilcom (jeweils ohne Nachbesserung).

Auf der Habenseite wurden realisierte Kursgewinne von 3,81 Mio. € (Vj. 4,88 Mio. €), Zuschreibungen von 1,49 Mio. € (Vj. 0 €) und Dividendeneinnahmen von 1,12 Mio. € (Vj. 1,27 Mio. €) verbucht. Dem standen stichtagsbedingte Abschreibungen von 1,72 Mio. € (Vj. 2,32 Mio. €), betrieblicher Aufwand von 0,82 Mio. € (Vj. 0,73 Mio. €) und der Zinssaldo von -0,07 € (Vj. -0,21 Mio. €) gegenüber.

Wir haben unser Excess-Return-Modell mit den aktuellen Parametern gerechnet. Der faire Wert ist mit 2,57 € je Scherzer-Aktie wenig verändert. Davon ist noch der Bewertungsabschlag abzuziehen, der Ende Juni 2015 bei 19,0% lag, was 3 PP über dem Stand vom April liegt. Dadurch reduziert sich das Kursziel auf 2,08 € (zuvor 2,15 €). Die Scherzer-Aktie bleibt ein Kauf.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 5.

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.06.2015**

	Preis 30.06.2015 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
MAN (XET)	92,39	8,22%	0,05% *	6.416
GK SOFTWARE (XET)	36,20	6,75%	7,70%	5.269
WUESTENROT & WUERTT(XET)	16,22	6,30%	0,32%	4.918
ALLERTHAL-WERKE	15,00	5,15%	22,33%	4.020
LOTTO24 (XET)	3,15	4,39%	4,95%	3.427
MAN PREF (XET)	92,18	4,30%	0,60% *	3.357
INVISION SOFTWARE (XET)	42,50	3,81%	3,13%	2.974
DATA MODUL (XET)	33,45	3,67%	2,43%	2.865
MOBOTIX (XET)	12,89	3,35%	1,53%	2.615
SKY DEUTSCHLAND (XET)	6,75	2,94%	0,04%	2.295
<b>Summe</b>		<b>48,88%</b>		<b>38.155</b>

\* bezogen auf MAN St. und Vz. 0,07%

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer & Co. AG, Thomson Reuters Datastream

**Scherzer: Nachbesserungsrechte – Stand 30.06.2015**

Unternehmen	Struktur- maßnahme	Volumen Mio. €
AXA Konzern AG (St.)	Squeeze-out	18,8
HVB AG	Squeeze-out	17,2
Generali Deutschland Holding AG	Squeeze-out	9,0
Bank Austria AG	Squeeze-out	8,8
AXA Konzern AG (Vz.)	Squeeze-out	6,8
Bayer Schering Pharma AG	Squeeze-out	4,7
Schering AG	BGAV	4,0
Kölner Rück AG (vink. Namensaktien)	Squeeze-out	3,8
Vattenfall AG	Squeeze-out	2,5
Sonstige		18,6
		<b>94,2</b>

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer & Co. AG

**Scherzer: NAV zu Marktpreisen**

Datum	Nachbesserungsrechte	Preis	NAV	Abschlag	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
	Mio. €	je Aktie (€)	je Aktie (€)	auf NAV				
<b>31.12.2013</b>	<b>87,9</b>	<b>1,43</b>	<b>1,74</b>	<b>-18%</b>	<b>54,2%</b>	<b>9.552,16</b>	<b>6.788,79</b>	<b>853,14</b>
31.01.2014	87,9	1,52	1,87	-15%	52,8%	9.306,48	7.033,97	834,36
28.02.2014	87,9	1,62	1,91	-15%	55,3%	9.692,08	7.263,15	869,31
31.03.2014	90,2	1,65	1,93	-15%	52,6%	9.555,91	7.168,97	856,42
30.04.2014	90,2	1,60	1,93	-17%	52,2%	9.603,23	7.158,97	858,51
30.05.2014	99,2	1,65	1,93	-15%	50,0%	9.943,27	7.459,32	889,90
30.06.2014	99,2	1,68	1,94	-14%	48,1%	9.833,07	7.385,32	881,17
31.07.2014	99,2	1,68	1,88	-11%	47,0%	9.407,48	7.039,00	840,72
31.08.2014	100,0	1,65	1,82	-9%	49,5%	9.470,17	7.013,86	846,53
30.09.2014	98,0	1,60	1,80	-11%	49,1%	9.474,30	6.852,82	844,57
31.10.2014	98,0	1,48	1,76	-16%	49,8%	9.326,87	6.664,34	833,99
28.11.2014	98,0	1,50	1,76	-15%	51,5%	9.980,85	7.072,23	891,60
31.12.2014	98,0	1,50	1,80	-17%	48,9%	9.805,55	7.186,21	879,54
<b>ggü. 31.12.13</b>	<b>11,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,1%</b>
<b>31.12.2014</b>	<b>98,0</b>	<b>1,50</b>	<b>1,80</b>	<b>-17%</b>	<b>48,9%</b>	<b>9.805,55</b>	<b>7.186,21</b>	<b>879,54</b>
31.01.2015	98,0	1,53	1,85	-17%	49,3%	10.694,32	7.652,23	959,20
28.02.2015	96,0	1,62	1,90	-15%	51,5%	11.401,66	8.149,65	1.022,60
31.03.2015	94,4	1,63	1,94	-16%	51,3%	11.966,17	8.417,23	1.068,54
30.04.2015	94,2	1,63	1,94	-16%	49,3%	11.454,38	8.423,96	1.027,34
31.05.2015	94,2	1,59	1,90	-16%	49,2%	11.413,82	8.744,16	1.027,09
30.06.2015	94,2	1,58	1,95	-19%	49,6%	10.944,97	8.577,73	985,54
22.07.2015		1,65				11.520,67	9.086,08	1.037,84
31.08.2015								
30.09.2015								
31.10.2015								
30.11.2015								
31.12.2015								
<b>ggü. 31.12.14</b>	<b>-3,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>26,4%</b>	<b>18,0%</b>

\* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

Quelle: Solventis Research, Scherzer &amp; Co. AG, Thomson Reuters Datastream

**Scherzer: Excess-Return-Modell (in Tsd. €)**

<b>Jahr</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>Terminal Year</b>
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	47.403,02	50.353,96	53.523,61	56.942,85	60.211,36
Return on Equity	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%
Konzernjahresüberschuss	4.447,94	4.726,43	5.026,22	5.330,52	5.479,23
Eigenkapitalkosten	5,25%	6,15%	7,05%	7,95%	7,95%
Eigenkapitalkosten absolut	2.488,66	3.095,93	3.771,63	4.524,11	4.783,79
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.959,28	1.630,50	1.254,59	806,41	695,44
TV Excess Return					31.539,29
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,25%	111,72%	119,59%	129,10%	129,10%
Barwert Excess Return	1.861,55	1.459,44	1.049,05	624,66	24.430,98
Thesaurierungsrate	65,00%	66,00%	69,00%	70,00%	60,00%
Thesaurierung	2.891,16	3.119,44	3.468,09	3.731,36	
Ausschüttung	1.556,78	1.606,99	1.558,13	1.599,15	
<b>EPS</b>	<b>0,15 €</b>	<b>0,16 €</b>	<b>0,17 €</b>	<b>0,18 €</b>	<b>0,18 €</b>
<b>DPS</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,07 €</b>
<b>eingesetztes Kapital</b>	<b>47.403,02</b>				
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>29.425,68</b>				
<b>Wert des EK</b>	<b>76.828,69</b>				
<b>Anzahl Aktien (in)</b>	<b>29.940,00</b>				
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>2,57 €</b>				

Quelle: Solventis Research Schätzungen

**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**1. Haftungserklärung**

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

**2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG**

a) Erstmalige Veröffentlichung: **23. Juli 2015**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. halten Papiere des analysierten Emittenten im Bestand.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**

## 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

## 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

## 7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters Datastream u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

## 8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

## 9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

**Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**