

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 69 - 71589151
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

KLAUS SOER
TEL.: +49 (0) 69 - 71589152
KSOER@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 69 - 71589154
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

Scherzer & Co. AG

Gut verdient

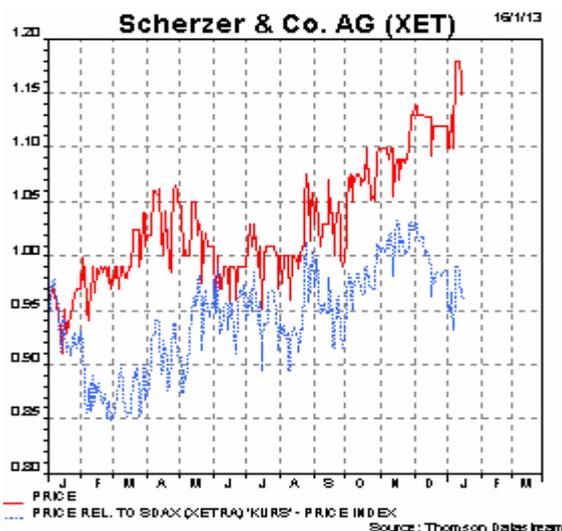
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,30 € (1,25 €)
Kurs (15.01.2013)	1,15 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €) nach KE	34,4
Anzahl Aktien (Mio. Stück) nach KE	29,9
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Kerndaten und Prognosen

	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,10	0,12	0,12	0,14
Buchwert je Aktie* (€)	1,12	1,25	1,37	1,51
KGV	n.m.	9,2	9,3	8,5
Kurs/Buchwert	0,84	0,92	0,84	0,76
ROE	-8,7%	11,5%	9,4%	9,4%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Die vorläufigen Zahlen von Scherzer für 2012 übertrafen unsere Erwartungen. Das EBT erreichte 4,1 Mio. € (Vj. -2,8 Mio. €). Wir waren von 3,0 Mio. € ausgegangen. Der NAV je Aktie stieg auf ~1,33 € (Vj. 1,14 €). Die bislang veröffentlichten NAVs der Peers legten gleichfalls deutlich zu. Rückenwind für die Branche kam sicherlich von der guten Performance der Aktienmärkte in 2012. Wir erhöhen unser Kursziel auf 1,30 € und bestätigen die Kaufempfehlung.

Wir gehen für 2012 von einer Steuerquote von 10% aus. Das ergibt ein EAT von 3,7 Mio. € oder ein EPS von 0,12 €. Bislang hatten wir 0,10 € eingestellt. Zu den einzelnen Transaktionen und Bewertungsmaßnahmen, die das Ergebnis ermöglicht haben, macht Scherzer keine Angaben.

Auf die 10 größten Positionen entfallen 56,0% des Gesamtportfolios. Zu den Einzelheiten siehe Tabelle S. 3. Zuletzt hat Scherzer bei FORTEC einen Stimmrechtsanteil von über 5% gemeldet. Gegenüber dem letzten Update sind WMF Vz., FORTEC und Allerthal-Werke neu in die Top 10 aufgestiegen. Heraus gefallen sind Easy Software, Highlight und hotel.de. Letztere wurden im Dezember 2012 mit Gewinn verkauft.

Das Volumen der nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR) stieg im Dezember um rund 8 Mio. € auf 82,3 Mio. €, siehe Tabelle S. 2. Unklar ist, was die Aufstockung bewirkt hat. Einen Ergebnisbeitrag lieferten die NBR 2012 nicht.

Für das Excess-Return-Modell verwenden wir einen ROE, der sich an der historischen Performance des CDAX orientiert. Die hat sich per Ultimo 2012 auf 7,9% (7,7%) verbessert. Inklusive der Nachbesserungsrechte unterstellen wir nun einen ROE von 9,4% (alt 9,2%). Durch die höhere EK-Basis und den verbesserten ROE steigt der faire Wert je Aktie auf 1,40 € (alt 1,31 €).

Bei einem Abschlag auf den NAV der Peers von geschätzten 6,8% ergibt sich ein um 0,05 € erhöhtes Kursziel von 1,30 € je Scherzer-Aktie.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 5.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	TOP 10*	DAX	SDAX
31.12.2010	74,2	1,21	1,42	-15%	63,9%	6.914,19	5.173,79
24.01.2011	74,4	1,28	1,45	-12%	60,5%	7.067,77	5.122,83
28.02.2011	74,4	1,20	1,45	-17%	61,2%	7.272,32	5.235,49
24.03.2011	74,4	1,26	1,42	-11%	61,1%	6.933,58	5.081,07
29.04.2011	74,4	1,26	1,45	-13%	48,6%	7.514,46	5.348,19
23.05.2011	74,4	1,29	k. A.	k. A.	48,6%	7.121,52	5.352,93
30.06.2011	74,2	1,30	1,49	-13%	48,6%	7.376,24	5.416,54
31.07.2011	74,2	1,22	1,40	-13%	50,0%	7.158,77	5.292,20
31.08.2011	74,2	1,10	1,21	-9%	56,5%	5.784,85	4.555,97
30.09.2011	74,2	1,00	1,11	-10%	55,3%	5.502,02	4.310,89
31.10.2011	75,6	0,95	1,10	-14%	56,1%	6.141,34	4.611,25
30.11.2011	75,6	0,97	1,10	-12%	56,2%	6.088,84	4.421,77
31.12.2011	74,2	0,95	1,14	-17%	55,3%	5.898,35	4.421,44
ggü. 31.12.10	0,0%	-21,7%	-19,7%			-14,7%	-14,5%
31.01.2012	74,2	0,97	1,18	-18%	56,0%	6.458,91	4.731,02
29.02.2012	74,2	0,95	1,23	-23%	55,8%	6.856,08	5.139,90
30.03.2012	74,2	1,01	1,31	-23%	54,3%	7.079,23	5.210,15
31.05.2012	74,2	1,01	1,26	-20%	57,6%	6.264,38	4.823,45
29.06.2012	74,2	0,99	1,29	-23%	57,0%	6.416,28	4.804,29
31.07.2012	74,2	0,97	1,24	-22%	56,7%	6.772,26	4.913,76
31.08.2012	74,2	1,03	1,31	-21%	54,7%	6.970,79	4.890,45
28.09.2012	74,2	1,00	1,28	-22%	59,0%	7.216,15	5.004,14
31.10.2012	74,2	1,10	1,29	-15%	56,4%	7.260,63	5.041,86
30.11.2012	74,2	1,13	1,27	-11%	54,5%	7.405,50	5.105,88
31.12.2012	82,3	1,12	1,33	-16%	56,0%	7.612,39	5.249,35
ggü. 31.12.11	10,9%	18,4%	17,0%			29,1%	18,7%

*Anteil der 10 größten Positionen am Gesamtinvestment

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Scherzer: Die TOP 10 Aktienpositionen

	Preis 31.12.2012 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
GK SOFTWARE (XET)	36,60	9,06%	5,33%	4.403,8
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	73,80	9,00%	0,11%	4.374,6
IBS	7,87	7,04%	6,32%	3.421,9
BIOTEST (XET)	50,75	5,79%	6,02%	2.814,3
INVISION SOFTWARE	15,09	5,01%	7,22%	2.435,2
WMF PREF.	33,23	5,00%	1,57%	2.430,3
ALLERTHAL-WERKE	9,50	4,55%	19,40%	2.211,6
WUESTENROT & WUERTT(XET)	15,47	3,85%	0,13%	1.871,4
KLOECKNER & CO (XET)	8,97	3,78%	0,21%	1.837,3
FORTEC ELEKTRONIK (XET)	10,00	2,93%	4,82%	1.424,2
Summe		56,0%		27.224,6

Die Zahlen in den Spalten „Anteil Gesellschaft“ und „Wert in Tsd. €“ sind Schätzungen von Solventis Research.

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Scherzer: Vergleichsunternehmen

	NAV je Aktie (€) 31.12.2012	Kurs (€) 31.12.2012	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV
SHAREHOLDERS VALUE BET.	41,44	43,95	6,1%
DEUTSCHE BET. (XET)	21,10 e	19,50	-7,6%
SPARTA	51,00 e	50,50	-1,0%
DEUTSCHE BALATON	12,30 e	9,91	-19,4%
VALUE-HOLDINGS	2,52	2,21	-12,3%
SCHERZER & COMPANY (XET)	1,33	1,12	-15,8%
Mittelwert (ungewichtet)			-8,3%
Mittelwert ohne Scherzer (ungewichtet)			-6,8%

Quelle: Solventis Research

Scherzer: Excess-Return-Modell*Angaben in € (wenn nicht anders angegeben)*

Jahr	2012e	2013e	2014e	2015e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	30.615.148,46	37.353.419,71	41.037.807,38	45.085.607,90	46.100.034,08
Return on Equity	11,00%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%
Konzernjahresüberschuss	3.738.271,25	3.684.387,67	4.047.800,52	4.285.725,17	4.333.403,20
Eigenkapitalkosten	7,50%	7,68%	7,87%	8,05%	8,05%
Eigenkapitalkosten absolut	2.296.136,13	2.869.987,75	3.228.307,51	3.629.391,44	3.711.052,74
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.442.135,11	814.399,93	819.493,00	656.333,74	622.350,46
TV Excess Return					10.730.180,35
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,50%	115,76%	124,87%	134,92%	134,92%
Barwert Excess Return	1.341.521,04	703.527,00	656.297,93	486.469,64	7.953.129,19
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.738.271,25	3.684.387,67	4.047.800,52	4.285.725,17	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,12 €	0,12 €	0,14 €	0,14 €	0,14 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	30.615.148,46				
Summe Barwerte Excess Return	11.140.944,80				
Wert des EK	41.756.093,26				
Anzahl Aktien (in)	29.940.000,00				
Wert pro Aktie	<u>1,39 €</u>				

Quelle: Solventis Research

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: **16. Januar 2013**

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 Angebotsituation 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, FTD, 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.