

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

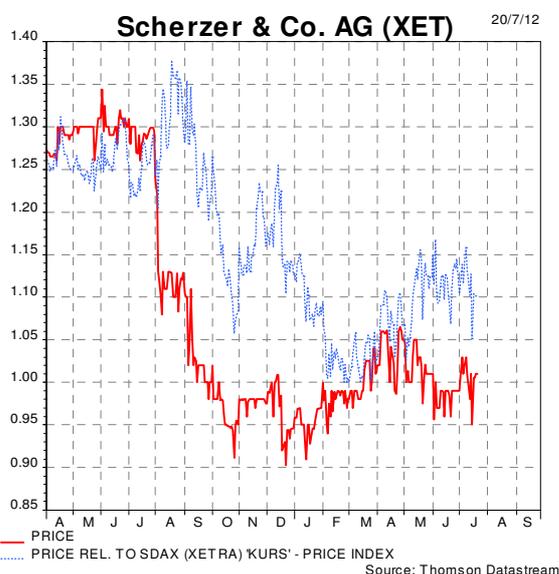
### Gutes erstes Halbjahr

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,20 € (1,20 €)
Kurs (19.07.2012)	1,01 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	27,5
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,2
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,10	0,10	0,11	0,12
Buchwert je Aktie* (€)	1,12	1,22	1,33	1,45
KGV	n.m.	10,1	9,3	8,5
Kurs/Buchwert	0,84	0,82	0,76	0,70
ROE	-8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

\*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



**Scherzer hat Zahlen zum ersten Halbjahr 2012 veröffentlicht. Der Vorsteuergewinn wurde mit 1,92 Mio. € (Vj. 2,07 Mio. €) vermeldet. Der Abschlag auf den NAV ist mit ~23% weiterhin hoch. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie mit Kursziel 1,20 €.**

Der Vorsteuergewinn lag im ersten Halbjahr mit 1,92 Mio. € nur knapp unter dem sehr guten Vorjahreswert von 2,07 Mio. €. Wir schätzen, dass der Gewinn je Aktie 0,06 € erreichte (Vj. 0,07€). Damit ist schon etwas mehr als die Hälfte des von uns für 2012 erwarteten EPS von 0,10 € erwirtschaftet worden.

Am 03.07.2012 hat Scherzer bekannt gegeben, dass ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot von bis zu 24,99 % der Allerthal-Werke AG zu einem Preis von 9,00 € je Aktie erfolgen soll. Die Angebotsunterlage ist noch nicht durch die BaFin freigegeben worden. Sollte die Transaktion zustande kommen, dürfte sie für den Abschlag auf den NAV zu Marktwerten u. E. in etwa neutral sein.

Der Gegenwert der Transaktion beläuft sich auf bis zu 2,5 Mio. €. Der Kaufpreis kann durch Portfolio-Verkäufe dargestellt werden. Eine Kapitalmaßnahme ist u. E. nicht erforderlich. Eventuell wird der Kaufpreis mit Krediten finanziert, die Scherzer seit 2008 deutlich zurückgeführt hat.

Unsere Modellansätze sind gegenüber dem Update vom 3. April unverändert. Nach unserem Excess-Return-Modell beträgt der faire Wert der Scherzer-Aktie weiterhin 1,27 €. Die Branche ist nach wie vor von Abschlägen auf den NAV geprägt. Von daher bestätigen wir unser Kursziel von 1,20 €. Die Scherzer-Aktie bleibt ein Kauf.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

## GuV erstes Halbjahr 2012

Die realisierten Kursgewinne fielen mit 3,06 Mio. € geringer aus als im Vorjahr (3,50 Mio. €) und die stichtagsbedingten Abschreibungen höher (2,54 Mio. € nach 1,95 Mio. €). Über Vorjahr lagen die Dividendeneinnahmen von 1,03 Mio. € (Vj. 0,73 Mio. €) und das Ergebnis aus Stillhaltergeschäften von 0,44 Mio. € (Vj. 0,33 Mio. €). Auch unser Sammelposten „Sonstiges“ trug mit 0,30 Mio. € positiv zum Ergebnis bei (Vj. -0,12 Mio. €). Der betriebliche Aufwand (0,47 Mio. €) und das Zinsergebnis (0,1 Mio. €) waren nahezu unverändert.

### Scherzer: Angaben zur GuV, 1. Hj. 2012

	H1'2012 Mio. €	H1'2011 Mio. €	ggü. Vj. Mio. €
Realisierte Kursgewinne/-verluste	3,06	3,50	-0,44
Dividendenerträge	1,03	0,73	0,30
Zuschreibungen	0,00	0,00	0,00
stichtagsbedingte Abschreibungen	-2,54	-1,95	-0,59
Stillhaltergeschäfte	0,44	0,33	0,11
Betrieblicher Aufwand	-0,47	-0,51	0,04
Sonstiges	0,31	-0,12	0,43
EBIT	1,83	1,98	-0,15
Zinsergebnis	0,09	0,09	0,00
EBT	1,92	2,07	-0,15
Steuern, geschätzt	-0,19	-0,21	0,02
EAT, geschätzt	1,73	1,86	-0,14
EPS, geschätzt	0,06	0,07	0,00

Quelle: Solventis Research, Scherzer

## NAV stabil – Abschläge immer noch hoch

Zum 30.06.2012 betrug der NAV je Aktie ~1,29 €. Gegenüber Jahresultimo 2011 ist das ein Zuwachs von 12,8%. Damit performte Scherzer besser als der DAX oder der SDAX im gleichen Zeitraum. Dazu hat insbesondere die Entwicklung im zweiten Quartal beigetragen. Im zweiten Quartal verlor der NAV von Scherzer lediglich 2%, während DAX und SDAX wesentlich mehr nachgaben.

Im Abschlag auf den NAV kommt diese Outperformance bislang nicht zum Ausdruck. Der Preis der Scherzer-Aktie liegt rund 23% unter dem NAV zu Marktpreisen, siehe Tabelle S. 3. Nach unserer Einschätzung reflektieren die Abschläge zum guten Teil die Marktunsicherheiten im Gefolge der Euro-/Staatsschuldenkrise und rezessiver Tendenzen in Europa.

**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
<b>31.12.2011</b>	<b>74,2</b>	<b>0,95</b>	<b>1,14</b>	<b>-17%</b>	<b>55,3%</b>	<b>5.898,35</b>	<b>4.421,44</b>
<b>ggü. 31.12.10</b>	<b>0,0%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-19,7%</b>			<b>-14,7%</b>	<b>-14,5%</b>
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
<b>30.06.2012</b>	<b>74,2</b>	<b>0,99</b>	<b>1,29</b>	<b>-23%</b>	<b>57,0%</b>	<b>6.416,28</b>	<b>4.804,29</b>
<b>ggü. 31.12.11</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,8%</b>			<b>8,8%</b>	<b>8,7%</b>

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

**Die 10 größten Aktienpositionen**

Monatlich veröffentlicht Scherzer u. a. die 10 wertmäßig größten Aktienpositionen im Portfolio. Zuletzt wurde der Stand zum 30.06.2012 und weniger detailliert zum 18.07.2012 bekannt gegeben, siehe Tabelle S. 4.

Scherzer hielt zum 30.06.2012 nach eigenen Angaben 5,79% an der hotel.de AG und 6,02% an der IBS AG. Da zudem der Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio angegeben wird, haben wir auf dieser Basis die Anteile an den restlichen 8 größten Aktienpositionen zum 30.06.2012 geschätzt.

Unterstellen wir bei den 10 größten Aktienpositionen unveränderte Aktienstückzahlen zum 18.07.2012 so hat sich ggü. dem 30.06.2012 wenig verändert. Der Wert der 10 größten Aktienpositionen beläuft sich auf geschätzte 28,5 Mio. € und der Wert des Gesamtportfolios auf geschätzte 50,0 Mio. €. Mittelfristig strebt Scherzer eine Größenordnung von 100 Mio. € oder eine Verdoppelung der Assets under Management an.

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen**

	Preis 30.06.2012	Anteil Gesamtportfolio Scherzer 30.06.2012	Anteil* Gesellschaft 30.06.2012	Wert in Tsd. €
HOTEL DE (XET)	26,50	11,6%	5,8%	5.752,7
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	55,20	9,0%	0,2%	4.449,6
GK SOFTWARE (XET)	37,55	7,6%	5,6%	3.760,8
IBS	7,60	6,4%	6,0%	3.149,1
BIOTEST (XET)	39,40	5,6%	1,1%	2.794,6
INVISION SOFTWARE	13,10	4,4%	7,5%	2.185,1
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,33	3,2%	1,0%	1.605,4
WUESTENROT & WUERTT(XET)	14,40	3,5%	0,1%	1.729,3
RHOEN-KLINIKUM (XET)	18,88	3,0%	0,1%	1.486,5
EXCEET GROUP (XET)	5,24	2,7%	1,2%	1.332,9
Summe		57,0%		28.246,1

\*Solventis Schätzungen außer Hotel.e und IBS

	Preis 18.07.2012	Anteil** Gesamtportfolio Scherzer 18.07.2012	Anteil*** Gesellschaft 18.07.2012	Wert in Tsd. €
HOTEL DE (XET)	26,50	11,3%	5,8%	5.669,1
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	55,20	8,9%	0,2%	4.474,6
GK SOFTWARE (XET)	37,55	7,7%	5,6%	3.871,0
IBS	7,60	6,2%	6,0%	3.096,9
BIOTEST (XET)	39,40	6,1%	1,1%	3.068,1
INVISION SOFTWARE	13,10	4,5%	7,5%	2.235,2
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,33	3,5%	1,0%	1.777,2
WUESTENROT & WUERTT(XET)	14,40	3,5%	0,1%	1.729,3
RHOEN-KLINIKUM (XET)	18,88	2,7%	0,1%	1.353,8
EXCEET GROUP (XET)	5,24	2,5%	1,2%	1.273,1
Summe		57,0%		28.548,3

\*\* Solventis Schätzungen

\*\*\*Annahme: Anteile wie zum 30.6.

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

### Nachbesserungsrechte – Die wesentlichen Positionen

Die Nachbesserungsrechte haben sich in den letzten Monaten nicht verändert. Scherzer gibt sie unverändert mit 74,2 Mio. € an. Die Nachbesserungsrechte werden nicht bilanziert. Den Wert der Nachbesserungsrechte sehen wir unverändert bei 0,30 € je Scherzer-Aktie.

---

#### Scherzer: Nachbesserungsvolumen

Unternehmen	Anlass	Volumen Mio. €
Abit AG	Verschmelzung	1,35
AXA Konzern AG (St.)	Squeeze Out	18,82
AXA Konzern AG (Vz.)	Squeeze Out	6,79
Bank Austria AG	Squeeze Out	3,43
Bayer Schering Pharma AG	Squeeze Out	4,70
D&S Europe AG	Squeeze Out	1,79
Ersol AG	Squeeze Out	0,84
HVB	Squeeze Out	17,22
Kölner Rück AG (vink. Namensaktien)	Squeeze Out	3,82
Kölner Rück AG (Inhaberaktien)	Squeeze Out	1,12
Mobilcom AG	Verschmelzung	2,60
Repoer systems SE	Squeeze Out	2,20
Schering AG	Squeeze Out	4,02
Vattenfall AG	Squeeze Out	2,46
		71,15

Quelle: Solventis Research, Scherzer

---

### Scherzer-Aktie ist unterbewertet

Wir leiten den fairen Wert der Scherzer-Aktie mit Hilfe unseres Excess-Return-Modells ab (bei kompatiblen Parametern führt ein DCF-Modell zu den gleichen Ergebnissen). Nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2012 haben sich für den Datenkranz keine wesentlichen Änderungen ergeben. Der faire Wert bleibt bei 1,27 € je Scherzer-Aktie.

Eine wesentliche Setzung in unserem Modell ist der Return on Equity (ROE). Im Fall von Scherzer halten wir 8,5% p. a. nachhaltig für realistisch. Darin ist der erwartete Ergebnisbeitrag aus den Nachbesserungsrechten bereits enthalten. Die ROE-Setzung hängt wesentlich mit der historischen Performance der Aktienmärkte zusammen, siehe Update vom 16.12.2011.

#### 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	33.332.942,32	36.292.002,47	39.513.746,82	40.402.806,12
Return on Equity	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Konzernjahresüberschuss	2.717.793,86	2.959.060,15	3.221.744,34	3.396.453,50	3.434.238,52
Eigenkapitalkosten	7,50%	7,67%	7,83%	8,00%	8,00%
Eigenkapitalkosten absolut	2.296.136,13	2.555.525,58	2.842.873,53	3.161.099,75	3.232.224,49
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	421.657,72	403.534,58	378.870,82	235.353,75	202.014,03
TV Excess Return					3.513.287,49
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,50%	115,74%	124,81%	134,79%	134,79%
Barwert Excess Return	392.239,74	348.651,08	303.562,69	174.604,17	2.606.436,64
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	2.717.793,86	2.959.060,15	3.221.744,34	3.396.453,50	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>EPS</b>	<b>0,10 €</b>	<b>0,11 €</b>	<b>0,12 €</b>	<b>0,12 €</b>	<b>0,13 €</b>
<b>DPS</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>
<b>eingesetztes Kapital</b>	<b>30.615.148,46</b>				
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>3.825.494,32</b>				
<b>Wert des EK</b>	<b>34.440.642,78</b>				
<b>Anzahl Aktien (in )</b>	<b>27.219.499,00</b>				
<b>Wert pro Aktie</b>	<b><u>1,27 €</u></b>				

Quelle: Solventis Research, Scherzer

**FAZIT**

Die Volatilität der Aktienmärkte hat einen maßgeblichen Einfluss auf die Performance von Scherzer. Nach dem Verlustjahr 2011 sieht es für 2012 bislang gut aus: Der NAV je Aktie war zum Ende des zweiten Quartals mit 1,29 € etwa auf den Niveau zum Ende des ersten Quartals (1,31 €). Der Stand zum Ultimo 2011 wurde um rund 13% übertroffen.

Die Beteiligungsunternehmen verzeichnen nach wie vor einen erheblichen Abschlag auf ihren NAV. Vor dem Hintergrund der Euro-/Staatsschuldenkrise und rezessiver Tendenzen in Europa ist mit einer nachhaltigen Änderung dieser Situation kurzfristig nicht zu rechnen.

Von daher erwarten wir vorerst nicht, dass in nächster Zeit der faire Wert der Scherzer Aktie von 1,27 €, der auf einem nachhaltigen ROE von 8,5% p. a. beruht, am Markt bezahlt wird. Wir belassen unser Kursziel bei 1,20 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Scherzer: GuV in €**

	2010	yoy	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy
<b>Ergebnis aus Wertpapierverkäufen</b>	<b>3.129.760,93</b>	<b>163,3%</b>	<b>2.906.655,30</b>	<b>-7,1%</b>	<b>3.000.000,00</b>	<b>3,2%</b>	<b>3.000.000,00</b>	<b>0,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	2.872.444,02	-55,5%	886.059,56	-69,2%	517.459,90	-41,6%	753.996,30	45,7%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>6.002.204,95</b>	<b>-21,4%</b>	<b>3.792.714,86</b>	<b>-36,8%</b>	<b>3.517.459,90</b>	<b>-7,3%</b>	<b>3.753.996,30</b>	<b>6,7%</b>
Personalaufwand	319.573,71	47,4%	351.238,80	9,9%	362.518,53	3,2%	362.518,53	0,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	2.002.433,16	73,8%	7.120.539,94	255,6%	1.100.000,00	-84,6%	1.100.000,00	0,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	547.638,81	3,3%	436.542,50	-20,3%	254.941,37	-41,6%	371.477,77	45,7%
Ebit (vor Strukturaufwand)	3.132.559,27	-45,4%	-4.115.606,38	-231,4%	1.800.000,00	-143,7%	1.920.000,00	6,7%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	100,09%	-382,6 pp	-141,59%	-241,7 pp	60,00%	201,6 pp	64,00%	4,0 pp
EBITDA	5.134.992,43	-25,5%	3.004.933,56	-41,5%	2.900.000,00	-3,5%	3.020.000,00	4,1%
EBITDA-Marge	164,07%	-415,6 pp	103,38%	-60,7 pp	96,67%	-6,7 pp	100,67%	4,0 pp
<b>EBIT</b>	<b>3.132.559,27</b>	<b>-45,4%</b>	<b>-4.115.606,38</b>	<b>-231,4%</b>	<b>1.800.000,00</b>	<b>-143,7%</b>	<b>1.920.000,00</b>	<b>6,7%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>100,09%</b>	<b>-382,6 pp</b>	<b>-141,59%</b>	<b>-241,7 pp</b>	<b>60,00%</b>	<b>201,6 pp</b>	<b>64,00%</b>	<b>4,0 pp</b>
Erträge aus anderen Wertpapieren und A	1.191.686,44	122,1%	1.334.179,35	12,0%	1.035.712,91	-22,4%	1.039.591,39	0,4%
Abschreibungen auf Finanzanlagen u. W	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	274.593,43	30,7%	589.168,98	114,6%	590.453,42	0,2%	591.737,85	0,2%
Zinsaufwand	565.101,01	15,9%	620.756,42	9,8%	565.330,69	-8,9%	436.529,08	-22,8%
Finanzergebnis	901.178,86	247,8%	1.302.591,91	44,5%	1.060.835,64	-18,6%	1.194.800,16	12,6%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>4.033.738,13</b>	<b>-32,7%</b>	<b>-2.813.014,47</b>	<b>-169,7%</b>	<b>2.860.835,64</b>	<b>-201,7%</b>	<b>3.114.800,16</b>	<b>8,9%</b>
EBT-Marge	128,88%	-375,7 pp	-96,78%	-225,7 pp	95,36%	192,1 pp	103,83%	8,5 pp
Steuern	99.573,86	-84,2%	-44.331,93	-144,5%	143.041,78	-422,7%	155.740,01	8,9%
Steuerquote	2,47%	-8,0 pp	1,58%	-0,9 pp	5,00%	3,4 pp	5,00%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>3.934.164,27</b>	<b>-26,7%</b>	<b>-2.768.682,54</b>	<b>-170,4%</b>	<b>2.717.793,86</b>	<b>-198,2%</b>	<b>2.959.060,15</b>	<b>8,9%</b>
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>3.934.164,27</b>	<b>-26,7%</b>	<b>-2.768.682,54</b>	<b>-170,4%</b>	<b>2.717.793,86</b>	<b>-198,2%</b>	<b>2.959.060,15</b>	<b>8,9%</b>
Anzahl Aktien zum 30.03.12 (Mio.)	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>0,14</b>	<b>-26,7%</b>	<b>-0,10</b>	<b>-170,4%</b>	<b>0,10</b>	<b>-198,2%</b>	<b>0,11</b>	<b>8,9%</b>

Quelle: Scherzer, Solventis Research, Scherzer

**Scherzer: Bilanz in €**

	2010	yoy	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	585.430,87	451,2%	469.909,72	-19,7%	540.000,00	14,9%	540.000,00	0,0%
Forderungen	598.517,73	25,0%	592.933,92	-0,9%	611.975,48	3,2%	611.975,48	0,0%
Wertpapiere	27.982.790,84	41,8%	27.707.068,47	-1,0%	28.596.856,81	3,2%	28.596.856,81	0,0%
Rechnungsabgrenzung	11.453,75	-42,0%	12.102,25	5,7%	12.102,25	0,0%	12.102,25	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>29.178.193,19</b>	<b>43,5%</b>	<b>28.782.014,36</b>	<b>-1,4%</b>	<b>29.760.934,54</b>	<b>3,4%</b>	<b>29.760.934,54</b>	<b>0,0%</b>
Sachanlagen	11.226,00	-7,0%	14.875,00	32,5%	-645.125,00	-4437,0%	-875.125,00	35,7%
Immaterielle Vermögenswerte	567,00	105,4%	226,00	-60,1%	226,00	0,0%	226,00	0,0%
Wertpapiere	20.528.963,97	-0,1%	15.605.256,33	-24,0%	15.605.256,33	0,0%	15.605.256,33	0,0%
Beteiligungen	0,00	n.m.	15.000,00	n.m.	15.000,00	0,0%	15.000,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>20.540.756,97</b>	<b>-0,1%</b>	<b>15.635.357,33</b>	<b>-23,9%</b>	<b>14.975.357,33</b>	<b>-4,2%</b>	<b>14.745.357,33</b>	<b>-1,5%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>49.718.950,16</b>	<b>21,6%</b>	<b>44.417.371,69</b>	<b>-10,7%</b>	<b>44.736.291,87</b>	<b>0,7%</b>	<b>44.506.291,87</b>	<b>-0,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>49.718.950,16</b>	<b>21,6%</b>	<b>44.417.371,69</b>	<b>-10,7%</b>	<b>44.736.291,87</b>	<b>0,7%</b>	<b>44.506.291,87</b>	<b>-0,5%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%
Kapitalrücklage	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%
Gewinnrücklagen	80.166,89	0,0%	80.166,89	0,0%	2.797.960,75	3390,2%	5.757.020,90	105,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-2.280.615,52	-63,3%	-5.049.298,06	121,4%	-5.049.298,06	0,0%	-5.049.298,06	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>33.383.831,01</b>	<b>13,4%</b>	<b>30.615.148,47</b>	<b>-8,3%</b>	<b>33.332.942,33</b>	<b>8,9%</b>	<b>36.292.002,48</b>	<b>8,9%</b>
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>33.383.831,01</b>	<b>13,4%</b>	<b>30.615.148,47</b>	<b>-8,3%</b>	<b>33.332.942,33</b>	<b>8,9%</b>	<b>36.292.002,48</b>	<b>8,9%</b>
	67,1%		68,9%					
<b>Langfristige Schulden</b>								
Finanzverbindlichkeiten	11.162.822,43	n.m.	8.500.000,00	-23,9%	8.500.000,00	0,0%	7.891.677,22	-7,2%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>11.162.822,43</b>	<b>n.m.</b>	<b>8.500.000,00</b>	<b>-23,9%</b>	<b>8.500.000,00</b>	<b>0,0%</b>	<b>7.891.677,22</b>	<b>-7,2%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Sonstige Rückstellungen	336.038,00	18,2%	269.561,00	-19,8%	278.217,72	3,2%	278.217,72	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	4.293.468,78	-59,5%	4.989.649,10	16,2%	2.580.737,37	-48,3%	0,00	-100,0%
Steuerrückstellungen	528.340,00	15,4%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	14.449,94	-86,2%	43.013,12	197,7%	44.394,45	3,2%	44.394,45	0,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>5.172.296,72</b>	<b>-54,8%</b>	<b>5.302.223,22</b>	<b>2,5%</b>	<b>2.903.349,54</b>	<b>-45,2%</b>	<b>322.612,17</b>	<b>-88,9%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>49.718.950,16</b>	<b>21,6%</b>	<b>44.417.371,69</b>	<b>-10,7%</b>	<b>44.736.291,87</b>	<b>0,7%</b>	<b>44.506.291,87</b>	<b>-0,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>49.718.950,16</b>	<b>21,6%</b>	<b>44.417.371,69</b>	<b>-10,7%</b>	<b>44.736.291,87</b>	<b>0,7%</b>	<b>44.506.291,87</b>	<b>-0,5%</b>

Quelle: Solventis Research, Scherzer

**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: **20. Juli 2012**

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.**