

KLAUS SCHLOTE  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654  
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

## Scherzer & Co. AG

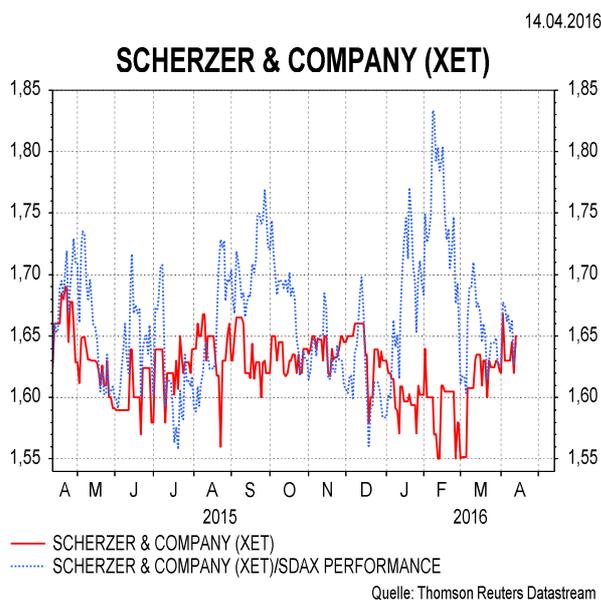
### Q1'2016 gut gelaufen

#### Kaufen (Kaufen)

|                               |                    |
|-------------------------------|--------------------|
| Kursziel                      | 1,85 € (1,84 €)    |
| Kurs (13.04.2016)             | 1,65 €             |
| ISIN                          | DE0006942808       |
| Marktkapitalisierung (Mio. €) | 49,4               |
| Anzahl Aktien (Mio. Stück)    | 29,94              |
| Homepage:                     | www.scherzer-ag.de |

|                        | 2015  | 2016e | 2017e | 2018e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Ergebnis je Aktie (€)  | 0,18  | 0,15  | 0,16  | 0,17  |
| Buchwert je Aktie* (€) | 1,71  | 1,81  | 1,91  | 2,03  |
| KGV                    | 9,1   | 11,1  | 10,5  | 9,9   |
| Kurs/Buchwert          | 0,95  | 0,91  | 0,86  | 0,81  |
| ROE (ohne Div.)        | 10,3% | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  |
| Dividende je Aktie (€) | 0,05  | 0,05  | 0,05  | 0,06  |
| Dividendenrendite      | 3,1%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,6%  |

\*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt 96,2 Mio. €



Nach den vorläufigen Zahlen von Ende Januar legte die Scherzer & Co. AG nun endgültige Abschlussdaten vor: Das Vorsteuerergebnis legte um 72% auf 6,7 Mio. € sogar noch etwas mehr zu als vorläufig berichtet. Die vergleichsweise hohe Steuerquote von 20,3% (Vj. 3,2%) dämpfte den Anstieg beim Nachsteuerergebnis auf gut 40%. Dazu ergab sich ein EPS von 0,18 € (Vj. 0,13 €). Wir waren von einer geringeren Steuerquote ausgegangen und hatten das EPS etwas höher erwartet. Die Dividende soll erneut 5 Cent betragen. Nach dem sehr guten Jahr 2015 rechnen wir für 2016 mit einem etwas geringeren EPS von 0,15 €. Das Kurspotential sehen wir aktuell bei gut 12%. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Allein aus der Nachbesserung infolge des Schering-Vergleichs entstand 2015 ein Vorsteuerergebnis von 2,9 Mio. €. Wir hatten darüber im Update vom 26.01.2016 berichtet. Das war der höchste Ertrag den Scherzer bislang mit einem Nachbesserungsrecht erzielte. Aktuell beläuft sich das Volumen der NBR, für das es ggf. eine Nachbesserung gibt, auf 96,2 Mio. €.

Die Steuerquote von gut 20% (Vj. 3,6%) zeigt an, dass ein wesentlich höherer Anteil der Erträge aus Finanzinstrumenten, die mit 10,9 Mio. € auf Vorjahresniveau lagen, aus dem Umlaufvermögen kamen. Möglicherweise war auch das Schering-Paket teilweise im Umlaufvermögen verbucht. Die Abschreibungen auf Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens fielen 2015 um 2,3 Mio. € geringer aus als 2014, siehe obere Tabelle S. 2. Das entsprach 83% der Zunahme des Vorsteuerergebnisses.

Das erste Quartal 2016 verlief für Scherzer erfolgreich. Der NAV zu Marktpreisen war zum Quartalsultimo auf dem Niveau von Ende 2015, während Indizes wie DAX oder CDAX deutlich hinten lagen.

Wir haben unser Excess Return Modell für Scherzer aktualisiert und ein Jahr nach vorne „geblättert“. Die höhere Eigenkapitalbasis gleicht den geringeren geschätzten ROE, der aus der historischen Marktperformance bis zum 13.4. abgeleitet wurde, mehr als aus. Insoweit ist der faire Wert auf 2,26 € (zuvor 2,12 €) gestiegen. Darin sind 0,22 € je Aktie für die NBR enthalten. Der Bewertungsabschlag betrug Ende März gut 18 %. Insgesamt ist unser Kursziel (Fairer Wert vermindert um Bewertungsabschlag) mit 1,85 € (zuvor 1,84 €) wenig verändert. Bei einem Kurspotential von über 10% bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 5.

**Scherzer: Angaben zur GuV**

|  | 2015        | 2014 ggü. Vj. |              |
|--|-------------|---------------|--------------|
|  | Tsd. €      | Tsd. €        | Tsd. €       |
| Erträge aus Finanzinstrumenten                                 | 10.904      | 10.910        | -6           |
| Aufwendungen aus Finanzinstrumenten                            | -5.456      | -3.559        | -1.897       |
| Sonstige betriebliche Erträge                                  | 1.870       | 98            | 1.772        |
| Dividenden erträge   | 1.589       | 1.622         | -33          |
| Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge                           | 981         | 142           | 839          |
| Löhne und Gehälter   | -751        | -532          | -219         |
| Abschreibungen   | -8          | -7            | -1           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                             | -476        | -448          | -28          |
| Abschreibungen auf Wertpapiere<br>(Anlage- und Umlaufvermögen) | -1.502      | -3.822        | 2.320        |
| Zinsen und ähnliche Aufwendungen                               | -420        | -480          | 60           |
| Vorsteuerergebnis  | 6.702       | 3.900         | 2.802        |
| EE-Steuern   | -1.383      | -124          | -1.259       |
|  | 5.319       | 3.776         | 1.543        |
| <b>EPS</b>   | <b>0,18</b> | <b>0,13</b>   | <b>40,9%</b> |

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

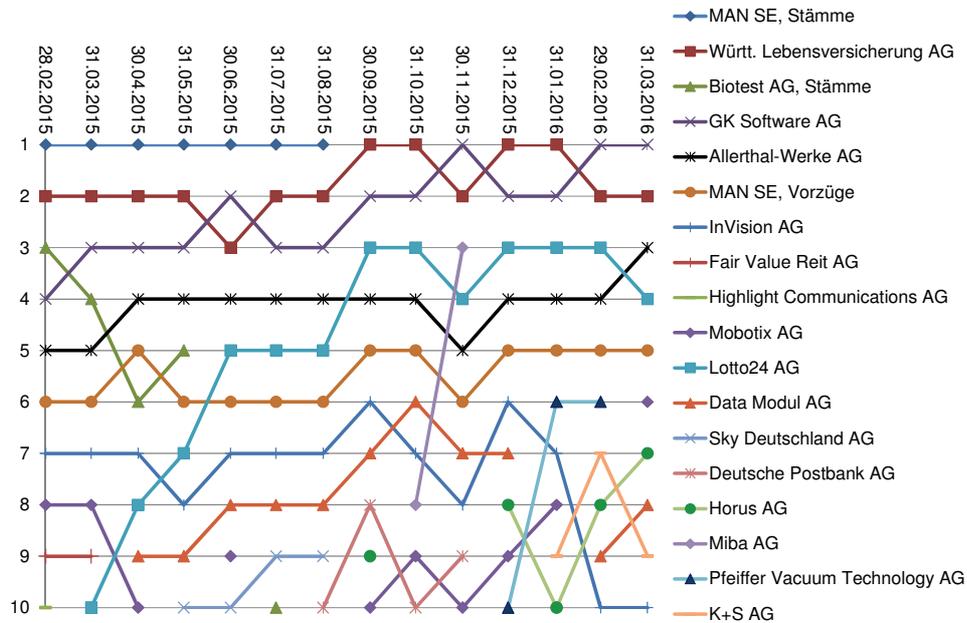
**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 31.03.2016**

|                          | Preis              | Anteil                      | Anteil von                  | Wert in<br>Tsd. € |
|--------------------------|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------|
|                          | 11.04.2016<br>in € | Gesamtportfolio<br>Scherzer | Scherzer an<br>Gesellschaft |                   |
| GK SOFTWARE (XET)        | 41,34              | 8,33%                       | 8,22%                       | 6.419             |
| WUESTENROT & WUERTT(XET) | 17,96              | 8,08%                       | 0,37%                       | 6.226             |
| ALLERTHAL-WERKE          | 16,15              | 5,88%                       | 23,38%                      | 4.531             |
| LOTTO24 (XET)            | 4,10               | 5,73%                       | 4,46%                       | 3.167             |
| MAN PREF (XET)           | 93,50              | 4,11%                       | 0,56% *                     | 4.415             |
| MOBOTIX (XET)            | 15,51              | 3,64%                       | 1,36%                       | 2.805             |
| HORUS                    | 1,22               | 3,38%                       | 80,26%                      | 2.605             |
| DATA MODUL (XET)         | 38,83              | 3,37%                       | 1,90%                       | 2.597             |
| K + S (XET)              | 19,29              | 3,31%                       | 0,07%                       | 2.450             |
| INVISION SOFTWARE (XET)  | 42,85              | 3,18%                       | 2,56%                       | 2.551             |
| <b>Summe</b>             |                    | <b>49,01%</b>               |                             | <b>37.766</b>     |

\* bezogen auf MAN St. und Vz. 0,03%

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

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.03.2016**



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

**Scherzer: NAV zu Marktpreisen**

| Datum                | Nachbesserungsrechte<br>Mio. € | Preis<br>je Aktie (€) | NAV<br>je Aktie (€) | Abschlag<br>auf NAV | Top 10*     | DAX          | SDAX         | CDAX         |
|----------------------|--------------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 31.12.2014           | 98,0                           | 1,50                  | 1,80                | -17%                | 48,9%       | 9.805,55     | 7.186,21     | 879,54       |
| 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       |
| 31.07.2015           | 94,6                           | 1,64                  | 1,95                | -16%                | 49,6%       | 11.520,67    | 9.086,08     | 1.037,84     |
| 31.08.2015           | 86,0                           | 1,65                  | 1,95                | -15%                | 47,4%       | 10.259,46    | 8.666,10     | 935,45       |
| 30.09.2015           | 88,7                           | 1,62                  | 1,92                | -16%                | 48,5%       | 9.660,44     | 8.310,02     | 885,74       |
| 31.10.2015           | 88,7                           | 1,64                  | 1,88                | -13%                | 48,5%       | 10.850,14    | 8.892,73     | 985,88       |
| 30.11.2015           | 88,7                           | 1,65                  | 1,96                | -16%                | 49,7%       | 11.382,23    | 9.033,28     | 1.029,47     |
| 31.12.2015           | 96,3                           | 1,63                  | 1,98                | -18%                | 51,3%       | 10.743,01    | 9.098,57     | 979,19       |
| <b>ggü. 31.12.14</b> | <b>-1,7%</b>                   | <b>8,7%</b>           | <b>10,0%</b>        | <b>-1,0%</b>        | <b>2,4%</b> | <b>9,6%</b>  | <b>26,6%</b> | <b>11,3%</b> |
| 31.12.2015           | 96,3                           | 1,63                  | 1,98                | -18%                | 51,3%       | 10.743,01    | 9.098,57     | 979,19       |
| 31.01.2016           | 96,2                           | 1,60                  | 1,90                | -16%                | 49,3%       | 9.798,11     | 8.372,08     | 897,13       |
| 28.02.2016           | 96,2                           | 1,58                  | 1,89                | -16%                | 51,5%       | 9.495,40     | 8.364,39     | 872,56       |
| 31.03.2016           | 96,2                           | 1,62                  | 1,98                | -18%                | 51,3%       | 9.965,51     | 8.809,75     | 914,72       |
| <b>ggü. 31.12.15</b> | <b>-0,1%</b>                   | <b>-0,6%</b>          | <b>0,0%</b>         | <b>-0,5%</b>        | <b>0,0%</b> | <b>-7,2%</b> | <b>-3,2%</b> | <b>-6,6%</b> |

\* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

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

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

| <b>Jahr</b>                           | <b>2016e</b>     | <b>2017e</b>  | <b>2018e</b>  | <b>2019e</b>  | <b>Year</b>   |
|---------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)    | 51.225,00        | 54.167,12     | 57.308,79     | 60.633,13     | 64.113,47     |
| Return on Equity                      | 8,42%            | 8,42%         | 8,42%         | 8,42%         | 8,42%         |
| Konzernjahresüberschuss               | 4.439,12         | 4.695,37      | 4.967,71      | 5.254,33      | 5.400,92      |
| Eigenkapitalkosten                    | 5,20%            | 6,10%         | 7,00%         | 7,90%         | 7,90%         |
| Eigenkapitalkosten absolut            | 2.663,70         | 3.303,29      | 4.009,71      | 4.786,99      | 5.061,76      |
| überschüssiger Ertrag (Excess Return) | 1.775,42         | 1.392,07      | 958,01        | 467,34        | 339,16        |
| TV Excess Return                      |                  |               |               |               | 15.738,29     |
| Kumulierte Eigenkapitalkosten         | 105,20%          | 111,62%       | 119,42%       | 128,85%       | 128,85%       |
| Barwert Excess Return                 | 1.687,66         | 1.247,21      | 802,19        | 362,69        | 12.214,11     |
| Thesaurierungsrate                    | 65,00%           | 65,00%        | 65,00%        | 60,00%        | 60,00%        |
| Thesaurierung                         | 2.885,43         | 3.051,99      | 3.229,01      | 3.152,60      |               |
| Ausschüttung                          | 1.553,69         | 1.643,38      | 1.738,70      | 2.101,73      |               |
| <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>0,06 €</b> | <b>0,07 €</b> | <b>0,07 €</b> |
| <b>eingesetztes Kapital</b>           | <b>51.225,00</b> |               |               |               |               |
| <b>Summe Barwerte Excess Return</b>   | <b>16.313,85</b> |               |               |               |               |
| <b>Wert des EK</b>                    | <b>67.538,85</b> |               |               |               |               |
| <b>Anzahl Aktien (in)</b>             | <b>29.940,00</b> |               |               |               |               |
| <b>Wert pro Aktie</b>                 | <b>2,26 €</b>    |               |               |               |               |

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

**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: **14. April 2016**

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: Meerbusch; HRB 18351, Amtsgericht Neuss; Geschäftsführer 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.**