

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

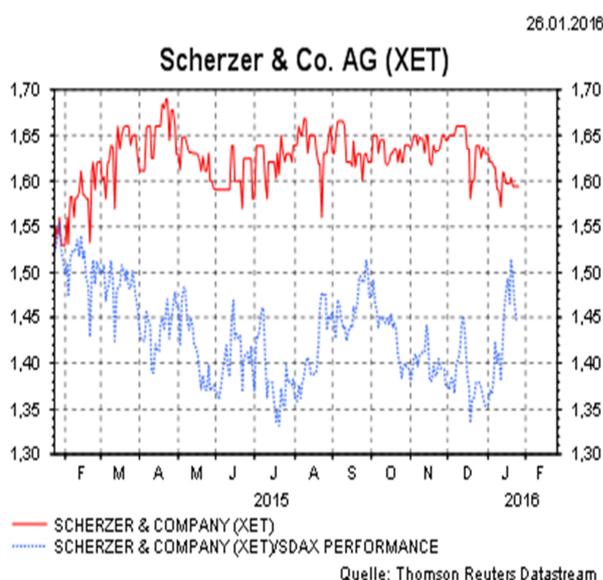
Starkes Geschäftsjahr 2015

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,84 € (2,10 €)
Kurs (25.01.2016)	1,594 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	47,7
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebnis je Aktie (€)	0,13	0,20	0,15	0,16
Buchwert je Aktie* (€)	1,58	1,78	1,88	1,99
KGV	11,5	8,3	10,3	9,8
Kurs/Buchwert	0,95	0,92	0,85	0,80
ROE	8,5%	12,3%	8,4%	8,4%
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Dividendenrendite	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%

*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt ~96 Mio. €



Die Scherzer & Co. AG meldete für 2015 ein vorläufiges Ergebnis vor Steuern in Höhe von 6,5 Mio. €. Bei einer unterstellten Steuerquote von 10% ergibt sich ein Nachsteuerergebnis von 5,85 Mio. € oder ein geschätztes EPS in Höhe von 0,20 €. Das vorläufige Ergebnis liegt damit über unseren Erwartungen von 0,15 €. Hauptgrund für dieses sehr gute Ergebnis liegt in der erhaltenen Nachbesserung aus dem Schering-Vergleich. Trotz des guten Geschäftsjahres verringert sich unser Kursziel aufgrund der rückläufigen Aktienmärkte auf 1,84 € (2,10 €). Die Aktie bleibt mit einem Kurspotential von ~15% weiterhin ein Kauf.

Nach einem sehr guten H1'2015 mit EPS in Höhe von 0,10 € bleibt der Ertrag in H2 auf dem exakt gleichem hohen Niveau mit EPS von 0,10 €. Das die Erträge im zweiten Halbjahr nahezu konstant blieben, lag vor allem an dem Schering-Vergleich.

2015 war aus Sicht der Nachbesserungsrechte (NBR) ein gutes Jahr: der Schering-Vergleich führte zu einem Ertrag von 2,9 Mio. €. Bei MME fielen bescheidenere 35 Tsd. € an. Schering trug maßgeblich zu dem guten Ergebnis in 2015 bei.

Der NAV zu Marktpreisen stieg 2015 um 10,0% auf 1,98 € je Aktie. Inklusive der gezahlten Dividende von 0,05 € je Aktie ergab sich eine Performance von 12,8%. Damit ließ Scherzer Dax und CDAX in puncto Wertentwicklung hinter sich.

Die Nachbesserungsrechte (NBR) lagen zum Jahresende mit 96,3 Mio. € fast auf dem Stand vom Jahresanfang (98,0 Mio. €). Aufgrund veränderter Parameter schätzen wir deren Wert auf 0,25 € (bisher 0,20 €) je Scherzer-Aktie. Der Wert der NBR fließt in unsere ROE-Schätzung für die Gesellschaft ein.

Wir haben unser Excess Return Modell für Scherzer aktualisiert. Aufgrund der rückläufigen Aktienmärkte liegt der faire Wert nun bei 2,12 € nach 2,41 €. Der Bewertungsabschlag lag im Ende 2015 bei 17,68% und damit deutlich höher als beim letzten Update. Unter Berücksichtigung des Abschlags setzten wir das Kursziel auf 1,84 € nach 2,10 €. Die Scherzer-Aktie hat auf dieser Basis ein Kurspotential von rund 15 %. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Ableitung des Kursziels der Scherzer-Aktie

Wir bewerten die Scherzer-Aktie mit unserem Excess Return Modell.

Die Ergebnisse für 2015 sind vorläufig und vor Steuern. Wir schätzen das **Nachsteuerergebnis** bei einer angenommenen Steuerquote von 10 % auf 5,85 Mio. € oder 0,20 € je Aktie. Im Modell ergibt sich für 2015 daraus eine Erhöhung des Eigenkapitals um 12,3 % auf 53,3 Mio. €. Die Veränderungen des Eigenkapitals in den Folgejahren leiten wir aus der **historischen Performance des CDAX** ab. Am 25. Jan. 2016 betrug sie 8,10 % für den Zeitraum 01.01.1988 - 25.01.2016 (letztes Update: 8,64 %).

Zusätzlich berücksichtigen wir den **geschätzten Wert der Nachbesserungsrechte (NBR)**. Hier gehen wir aktuell von 0,25 € je Scherzer-Aktie aus. Wir legen dabei die Daten aus der Solventis-Endspiel-Studie zu Grunde. Danach ergab sich eine durchschnittliche Nachbesserung (5 Jahre) von 15,7% (inklusive **Zinseffekte**) nach 13,8% (ohne Zinseffekte) im letzten Update. In der letzten Endspiel-Studie vom Okt. 2015 hatten wir erstmals Zinseffekte bei den Nachbesserungen berücksichtigt und zwar für die Jahre 2015 und 2014.

Konkret rechnen wir den Wert der NBR wie folgt:

$96,3 \text{ Mio. €} * 0,157 * 0,5 = 7,6 \text{ Mio. €}$ oder 0,25 € je Aktie

(letztes Update: $88,7 \text{ Mio. €} * 0,138 * 0,5 = 6,1 \text{ Mio. €}$ oder 0,20 € je Aktie)

Den **ROE im Modell** erhöhen wir ausgehend von den 8,10% (ab 2016) solange bis sich der Wert des Eigenkapitals um die 7,6 Mio. € (letztes Update 6,1 Mio. €) erhöht. Im aktuellen Modell ist dies bei einem ROE von 8,4% der Fall (letztes Update: 8,9% ab 2015). Auf diese Weise wird der Wert der NBR im fairen Wert der Scherzer-Aktie berücksichtigt.

Im Ergebnis ergibt sich ein **fairer Wert** nach dem Modell von 2,12 € (letztes Update: 2,41 €). Im Wesentlichen ist der Rückgang durch den Markt bedingt. Diesen Wert zinsen wir noch mit den EK-Kosten (5,25%) für 2015 auf, da wir uns bereits im Januar 2016 befinden und 2015 im Modell noch als Schätzdatum eingeht und abdiskontiert wird. **Auf diese Weise erhalten wir einen fairen Wert von 2,23 €.**

Des Weiteren berücksichtigen wir den **Abschlag auf den NAV**, wie er von Scherzer in den monatlichen Präsentationen mitgeteilt wird. Per Ende 2015 wurde ein Abschlag von 17,68% kommuniziert. Im letzten Update hatten wir den Wert per Ende Okt. 2015 verwendet: Der lag bei 12,77%. Den fairen Wert korrigieren wir um den Abschlag, um das **Kursziel** zu erhalten:

$2,23 \text{ €} * 0,8232 = 1,84 \text{ €}$ (letztes Update: $2,41 \text{ €} * 0,8723 = 2,10 \text{ €}$)

Bei einem Kurs von 1,594 € (25.01.2016) ergibt sich zu dem Kursziel von 1,84 € ein **Kurs-Upside von rund 15%**. Damit bleibt die Scherzer-Aktie ein Kauf.

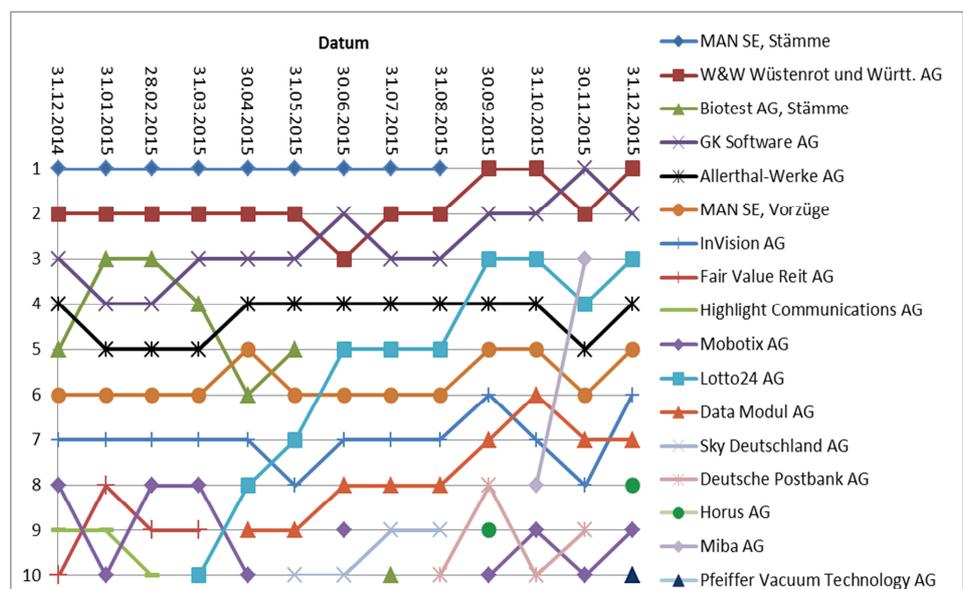
Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 31.12.2015

	Preis 30.12.2015 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
WUESTENROT & WUERTT(XET)	19,95	8,41%	0,32%	6.062
GK SOFTWARE (XET)	36,90	7,87%	8,13%	5.673
LOTTO24 (XET)	4,10	5,77%	4,20%	4.159
ALLERTHAL-WERKE	15,20	5,53%	21,85%	3.424
MAN PREF (XET)	91,90	4,75%	0,61% *	3.986
INVISION SOFTWARE (XET)	53,60	4,67%	2,81%	3.366
DATA MODUL (XET)	36,90	4,38%	2,43%	3.157
HORUS	1,23	3,40%	74,90%	2.451
MOBOTIX (XET)	14,53	3,27%	1,22%	2.335
PFEIFFER VACUUM TECH.	94,01	3,24%	0,25%	2.357
Summe		51,29%		36.969

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

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

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per Monatsende im Jahr 2015



Quelle: Scherzer & Co. AG

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte	Preis	NAV	Abschlag	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
	Mio. €	je Aktie (€)	je Aktie (€)	auf NAV				
31.12.2013	87,9	1,43	1,74	-18%	54,2%	9.552,16	6.788,79	853,14
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
ggü. 31.12.13	11,5%	5,0%	3,4%	1,2%	-5,2%	2,7%	5,9%	3,1%
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
ggü. 31.12.14	-1,7%	8,7%	10,0%	-1,0%	2,4%	9,6%	26,6%	11,3%

* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

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

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

Jahr	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	47.403	53.253	56.406	59.725	63.153
Return on Equity	12,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Konzernjahresüberschuss	5.850	4.616	4.888	5.172	5.317
Eigenkapitalkosten	5,3%	6,1%	7,0%	7,9%	7,9%
Eigenkapitalkosten absolut	2.489	3.274	3.975	4.745	5.018
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	3.361	1.342	913	427	299
TV Excess Return					13.559
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,3%	111,7%	119,6%	129,1%	129,1%
Barwert Excess Return	3.194	1.201	764	331	10.503
Thesaurierungsrate	75,00%	66,00%	69,00%	70,00%	60,00%
Thesaurierung	4.388	3.046	3.373	3.621	
Ausschüttung	1.463	1.569	1.515	1.552	
EPS	0,20 €	0,15 €	0,16 €	0,17 €	0,18 €
DPS	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,07 €
eingesetztes Kapital	47.403				
Summe Barwerte Excess Return	15.992				
Wert des EK	63.395				
Anzahl Aktien (in Tsd.)	29.940				
Wert pro Aktie	2,12 €				

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: **26. Januar 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.