

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

KLAUS SOER  
TEL.: +49 (0) 6131 - 4860652  
KSOER@SOLVENTIS.DE

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

## Scherzer & Co. AG

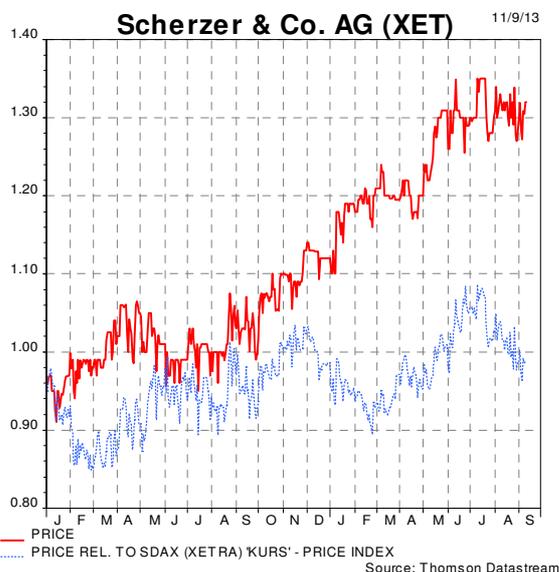
### Stille Reserven gestiegen

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,57 € (1,57 €)
Kurs (10.09.2013)	1,32€
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	39,5
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2012	2013e	2014e	2015e
Ergebnis je Aktie (€)	0,13	0,12	0,13	0,15
Buchwert je Aktie* (€)	1,26	1,38	1,51	1,66
KGV	8,6	10,8	9,9	9,0
Kurs/Buchwert	0,89	0,96	0,87	0,80
ROE	11,6%	9,2%	9,2%	9,2%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

\*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Erstmals hat die Scherzer & Co. AG zum 30.06.2013 einen ausführlichen Halbjahresfinanzbericht mit Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz veröffentlicht. Damit kommt die Gesellschaft erhöhten Anforderungen für den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse nach. Die wesentlichen Daten sind bereits vorab veröffentlicht worden und wurden nunmehr bestätigt. Dazu zählt auch der Gewinn in Höhe von 1,5 Mio. € aus dem Verkauf der Position in Generali Deutschland Holding AG-Aktien, der Anfang Juli realisiert wurde. Wir belassen unsere EPS-Erwartung für 2013 von 0,12 € ebenso unverändert wie das Kursziel von 1,57 €. Das Kauf-Votum bestätigen wir.

Inklusive des Gewinns aus dem Verkauf des Pakets an der Generali Deutschland Holding AG belief sich der Jahresüberschuss nach 6 Monaten auf ~2,2 Mio. € oder 0,07 € je Aktie. Damit liegt die Ertragsentwicklung im Rahmen unserer Erwartungen.

Zum 30.06. betrug der NAV je Aktie 1,51 €, während der Buchwert mit 1,28 je Aktie ausgewiesen wurde. Die stillen Reserven summierten sich zur Jahresmitte also auf 0,23 € je Aktie bzw. 6,8 Mio. €. Damit haben sich die stillen Reserven innerhalb des ersten Halbjahres um 4,7 Mio. € oder 0,16 € je Aktie erhöht.

Aus dem Halbjahresbericht geht hervor, dass Scherzer den Leverage ausgebaut hat. Die Bankschulden lagen am 30.06. bei 18,2 Mio. € nach 10,7 Mio. € Ende 2012. Von den 18,2 Mio. € haben 10,5 Mio. € eine Laufzeit zwischen 1 und 5 Jahren und der Rest von unter einem Jahr.

Die 10 größten Positionen von Scherzer sind: MAN SE (Stämme), IBS AG, WMF AG (Vorzüge), GK Software AG, Allerthal-Werke AG, Biotech AG (Stämme), Highlight Communications AG, Tipp24 SE, MAN SE (Vorzüge), Colonia Real Estate AG.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 7.

SOLVENTIS WERTPAPIERHANDELSBANK GMBH, RHABANUSSTR. 3, 55118 MAINZ; TEL. 0 6131-4860500  
WWW.SOLVENTIS.DE

### Abschläge auf NAV wenig verändert

Zum 30.08.2013 gibt Scherzer den NAV je Aktie mit 1,51 € an. Das sind 13,3% mehr als zum Jahresultimo 2012 und kommt dem Stand zur Jahresmitte gleich. Scherzer performte besser als einschlägige Indizes wie DAX und CDAX, aber schwächer als der SDAX, siehe folgende Tabelle. Treiber für die gute Entwicklung des NAV waren zum einen ein erfolgreiches Stock Picking zum anderen aber auch die Märkte.

#### Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	Top 10	DAX	SDAX	CDAX
<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>520,73</b>
31.01.2012	74,2	0,97	1,18	-18%	56,0%	6.458,91	4.731,02	570,03
29.02.2012	74,2	0,95	1,23	-23%	55,8%	6.856,08	5.139,90	604,24
30.03.2012	74,2	1,01	1,31	-23%	54,3%	7.079,23	5.210,15	612,14
31.05.2012	74,2	1,01	1,26	-20%	57,6%	6.264,38	4.823,45	557,68
29.06.2012	74,2	0,99	1,29	-23%	57,0%	6.416,28	4.804,29	568,84
31.07.2012	74,2	0,97	1,24	-22%	56,7%	6.772,26	4.913,76	599,13
31.08.2012	74,2	1,03	1,31	-21%	54,7%	6.970,79	4.890,45	614,82
28.09.2012	74,2	1,00	1,28	-22%	59,0%	7.216,15	5.004,14	635,30
31.10.2012	74,2	1,10	1,29	-15%	56,4%	7.260,63	5.041,86	642,25
30.11.2012	74,2	1,13	1,27	-11%	54,5%	7.405,50	5.105,88	655,92
<b>31.12.2012</b>	<b>82,3</b>	<b>1,12</b>	<b>1,33</b>	<b>-16%</b>	<b>56,0%</b>	<b>7.612,39</b>	<b>5.249,35</b>	<b>673,11</b>
<b>ggü. 31.12.11</b>	<b>10,9%</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,0%</b>			<b>29,1%</b>	<b>18,7%</b>	<b>29,3%</b>
<b>31.12.2012</b>	<b>82,3</b>	<b>1,12</b>	<b>1,33</b>	<b>-16%</b>	<b>56,0%</b>	<b>7.612,39</b>	<b>5.249,35</b>	<b>673,11</b>
31.01.2013	82,3	1,19	1,40	-15%	51,4%	7.776,05	5.768,74	690,49
28.02.2013	82,3	1,21	1,44	-16%	51,0%	7.741,70	6.013,32	692,13
31.03.2013	84,2	1,20	1,46	-18%	49,8%	7.795,31	5.697,88	695,76
30.04.2013	87,7	1,20	1,45	-17%	49,0%	7.913,71	5.836,40	705,55
23.05.2013	87,7	1,31	1,54	-15%	48,3%	8.351,98	5.935,67	742,70
30.06.2013	88,0	1,29	1,51	-15%	50,0%	7.959,22	5.795,18	710,59
31.07.2013	88,0	1,30	1,51	-14%	46,8%	8.275,97	5.977,44	740,14
30.08.2013	88,0	1,28	1,51	-15%	45,8%	8.103,15	6.132,05	728,73
<b>ggü. 31.12.12</b>	<b>6,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,3%</b>			<b>6,4%</b>	<b>16,8%</b>	<b>8,3%</b>

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

### Scherzer im Mittelfeld der Branche

Der Kursabschlag auf den NAV lag zum 30.08. weiterhin auf einem Niveau von ~15%. Ein Blick auf die Peers zeigt, dass auch hier Abschläge vorherrschen. Scherzer liegt diesbezüglich im mittleren Bereich, siehe folgende Tabelle.

Wir denken nach wie vor, dass die Branche gemessen am NAV zu Marktwerten Abschläge hinnehmen muss. Ein Argument ist die Steuerriskussion, ein weiteres eine mögliche Regulierung der Branche.

#### Scherzer: Vergleichsunternehmen

	Rech- nungs- legung	Kurs (€) 10.09.2013	Markt- kap. Mio. €	NAV je Aktie (€) 31.08.2013	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV	Buchwert <sup>1</sup> je Aktie (€) 30.06.2013	Prämie (+) Abschlag (-) auf BW	Dividende zuletzt gezahlt	HV
Value-Holdings	HGB	2,30	4,0	2,77	-16,9%	2,59	-11,2%	0,06	01.07.2013
Effecten-Spiegel	HGB	12,14	42,8	20,24	-40,0%	19,50	-37,7%	0,50	23.05.2013
DBAG <sup>2</sup>	IFRS	19,80	270,8	18,45 <sup>3</sup>	7,3%	18,45	7,3%	1,20	26.03.2013
Dt. Balaton	IFRS	12,01	133,9	18,65 <sup>3</sup>	-35,6%	18,65	-35,6%	0,00	30.08.2012
Shareholder Value	HGB	43,30	30,2	47,05	-8,0%	33,82	28,0%	0,00	15.05.2013
Allerthal-Werke	HGB	12,59	15,1	13,17	-4,4%	9,38	34,3%	0,50	19.07.2013
Sparta	HGB	63,00	47,7	74,73 <sup>4</sup>	-15,7%	46,05	36,8%	0,00	29.08.2013
Scherzer	HGB	1,32	39,5	1,51	-12,6%	1,28	3,1%	0,00	03.06.2013
Mittelwert					-15,7%		3,1%		
Mittelwert o. Scherzer					-16,2%		3,1%		

<sup>1</sup> Bereinigt um Dividendenzahlung

<sup>2</sup> Bilanz basierte Zahlen der DBAG sind vom 30.04.2013 (Halbjahreszahlen)

<sup>3</sup> Setzung NAV = Buchwert je Aktie

<sup>4</sup> Setzung NAV Abschlag entspricht dem Mittelwert aller Unternehmen

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Unternehmen, Thomson Reuters

### Die 10 größten Aktienpositionen

Monatlich publiziert die Scherzer & Co. AG u. a. die wertmäßig 10 größten Aktienpositionen und nennt deren Anteil am Gesamtportfolio. Zuletzt wurde der Stand zum 30.08.2013 bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Nach unseren Berechnungen belief sich deren Marktwert Ende August auf 28,5 Mio. €. Entsprechend hat das Gesamtportfolio einen Marktwert von geschätzten 62,2 Mio. €.

Im Vergleich zum Stand vom 31.07. zählen dieselben Gesellschaften zu den 10 größten Investments von Scherzer. Nach unseren Berechnungen wurden die Positionen in Highlight Communications und MAN St. wertmäßig am stärksten aufgestockt, während Aktien von Biotest St. veräußert wurden.

Nach Rücksprache mit Scherzer hält die Gesellschaft weiterhin rund 52.000 Tipp24-Aktien. Ggü. dem Stand von Ende Juli werden davon ~42.000 Stück separat geführt, da im Zuge des SE-Umzugs der Gesellschaft nach Großbritannien den opponierenden Aktionären ein Put-Optionsrecht gewährt wurde. Dieser Teil ist nach wie vor in den Top 10 vertreten. Aktien ohne eine Put-Option gegenüber der Gesellschaft (~10.000 Stück) werden dagegen nicht in den Top 10 geführt.

#### Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.08.2013

	Preis 30.08.2013 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
MAN (XET)	86,56	8,84%	0,1%	6.265
IBS (XET)	11,95	6,10%	5,3%	4.323
WMF PREF.	42,80	4,93%	1,7% <sup>1</sup>	3.494
GK SOFTWARE (XET)	25,64	4,78%	7,4%	3.388
ALLERTHAL-WERKE	13,00	4,27%	19,4%	3.026
BIOTEST (XET)	64,68	3,81%	0,6% <sup>2</sup>	2.700
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,61	3,43%	1,4%	2.431
TIPP24 (XET)	49,92	3,37%	0,6%	2.388
MAN PREF (XET)	85,91	3,36%	0,5%	2.381
COLONIA REAL ESTATE(XET)	4,78	2,91%	1,0%	2.062
Summe		45,80%		32.459

<sup>1</sup> bezogen auf WMF Vz., bezogen auf WMF St. und Vz. 0,58%

<sup>2</sup> bezogen auf Biotest St., bezogen auf Biotest St. und Vz. 0,32%

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer, Thomson Reuters

#### Nachbesserungsrechte – die wesentlichen Positionen

Traditionell veröffentlicht Scherzer einen Auszug der Nachbesserungspositionen im Geschäftsbericht, siehe folgende Tabelle. Auf die 10 Titel entfallen rund 80% des gesamten Nachbesserungsvolumen von 82,3 Mio. € per Ultimo 2012. Gegenüber dem Auszug von Ende 2011 sind keine Veränderungen zu erkennen. Zum 30.08.2013 werden die NBR von Scherzer mit ca. 88 Mio. € angegeben und damit unverändert ggü. dem Vormonat.

Ob und ggf. wann die NBR werthaltig werden, ist schwer zu prognostizieren. Nach unseren Recherchen lagen die Nachbesserungen im Rahmen von Spruchstellen in den ~12 Monaten zum September 2012 bei knapp 16% ggü. dem Squeeze-Out Preis.

Mit Hilfe dieses Parameters schätzen wir den Barwert der NBR, die der Scherzer & Co. AG gehören. Er macht 0,23 € je Aktie aus und ist im fairen Wert berücksichtigt.

---

#### Scherzer: Nachbesserungsvolumen Ende 2012

Unternehmen	Anlass	Volumen Mio. €
AXA Konzern AG (St.)	Squeeze Out	18,8
HVB AG	Squeeze Out	17,2
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
Bank Austria AG	Squeeze Out	3,4
Mobilcom AG	Verschmelzung	2,6
Vattenfall AG	Squeeze Out	2,5
Repower Systems SE	Squeeze Out	2,2
Sonstige		16,3
		<b>82,3</b>

Quelle: Solventis Research, Scherzer

---

#### Scherzer-Aktie mit Upside

Kern unserer Ermittlung des fairen Werts der Scherzer-Aktie ist unser Excess-Return-Modell (bei kompatiblen Parametern führt ein DCF-Modell zum gleichen Ergebnis).

Ggü. unserem letzten Update vom 5. August haben wir die Parameter beibehalten. Dazu zählen:

ROE (Marktreturn und Wert der Nachbesserungsrechte): 9,2%,

risikoloser Zins: 2,75%,

ewige Wachstumsrate: 5,74%.

Auf Basis unseres Modells sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie weiterhin bei 1,85 €.

Wir denken aber nach wie vor, dass die Branche gemessen am NAV zu Marktwerten Abschläge hinnehmen muss. Ein Argument ist die Steuerdiskussion, ein weiteres eine mögliche Regulierung der Branche. Nehmen wir einen Abschlag von unverändert 15% auf den fairen Wert vor, so ergibt sich ein Kursziel von unverändert 1,57 € für die Scherzer-Aktie.

---

**Scherzer: Excess-Return-Modell**

<b>Jahr</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>Terminal Year</b>
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	37.652.125,98	41.283.148,61	45.264.332,75	49.629.446,60	52.478.176,84
Return on Equity	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%
Konzernjahresüberschuss	3.631.022,63	3.981.184,14	4.365.113,85	4.696.950,68	4.827.992,27
Eigenkapitalkosten	8,25%	8,23%	8,21%	8,20%	8,20%
Eigenkapitalkosten absolut	3.106.300,39	3.398.291,18	3.717.710,53	4.067.133,15	4.300.586,59
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	524.722,24	582.892,96	647.403,32	629.817,53	527.405,68
TV Excess Return					21.482.919,64
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,25%	117,16%	126,78%	137,17%	137,17%
Barwert Excess Return	484.731,86	497.515,43	510.636,55	459.139,36	15.661.129,71
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.631.022,63	3.981.184,14	4.365.113,85	4.696.950,68	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>EPS</b>	<b>0,12 €</b>	<b>0,13 €</b>	<b>0,15 €</b>	<b>0,16 €</b>	<b>0,16 €</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>37.652.125,98</b>				
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>17.613.152,91</b>				
<b>Wert des EK</b>	<b>55.265.278,89</b>				
<b>Anzahl Aktien (in)</b>	<b>29.940.000,00</b>				
<b>Wert pro Aktie</b>	<b><u>1,85 €</u></b>				

Quelle: Solventis Research Schätzungen

**FAZIT**

Die Scherzer & Co. AG hat 2013 inkl. des Generali-Verkaufs bereits ein EPS von geschätzten 0,07 € erwirtschaftet. Damit befindet sich die Gesellschaft auf gutem Weg, unsere EPS-Erwartung von 0,12 € für 2013 zu erreichen. Das Unternehmen gibt bezüglich ihrer Ertragsentwicklung traditionell keine Guidance ab. Damit ist die Scherzer & Co. AG innerhalb der Branche in guter Gesellschaft.

Trotz der Erfolge beim NAV sind die Abschlüsse auf den NAV bei den Beteiligungsunternehmen weiterhin im Bereich von 15%. Möglicherweise hängt dies mit der international geführten Diskussion über die Beseitigung von Steuerschlupflöchern und über eine Regulierung der Branche zusammen. Beteiligungsgesellschaften weisen i.d.R. eine niedrige Steuerquote auf. Eine Normalisierung der Steuerquote auf ~30% würde den Wert der Beteiligungsgesellschaften verringern. In der ewigen Rente haben wir bereits einen normalen Steuersatz berücksichtigt.

Wir bestätigen unser Kursziel für die Scherzer-Aktie von 1,57 € und unsere Kaufempfehlung.

**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: **11. Sept. 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, Analyst (CEFA)**

## 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.**