

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

Weiter im Aufwind

Kaufen (Kaufen)

Kursziel **1,46 € (1,30 €)**
Kurs (13.03.2013) 1,20 €
ISIN DE0006942808

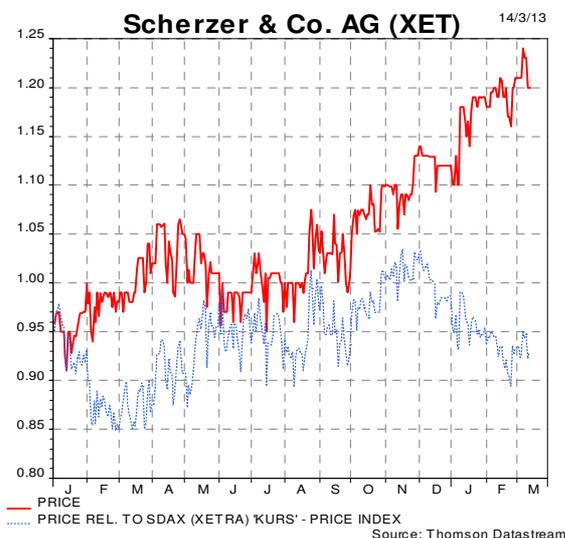
Marktkapitalisierung (Mio. €) nach KE 35,9
Anzahl Aktien (Mio. Stück) nach KE 29,9

Homepage: www.scherzer-ag.de

Kerndaten und Prognosen

	2011	2012*	2013e	2014e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,10	0,13	0,12	0,13
Buchwert je Aktie (€)	1,12	1,26	1,38	1,51
KGV	n.m.	8,6	10,0	9,1
Kurs/Buchwert	0,84	0,89	0,87	0,80
ROE	-8,7%	12,0%	9,1%	9,4%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*vorläufig



In der aktuellen Unternehmenspräsentation vom Februar 2013 hat Scherzer weitere vorläufige Zahlen zum Gj. 2012 bekannt gegeben. Das EPS erreichte 0,13 € (Vj. -0,10 €). Wir hatten 0,12 € erwartet. Die Abweichung hängt mit der Steuerposition und Rundungen zusammen. Zuvor war bereits das EBT von 4,1 Mio. € bekannt geworden. Gemessen am ROE von 12,0% (ohne Kapitalerhöhung) war 2012 für Scherzer ein überdurchschnittlich gutes Jahr. Wir erhöhen unser Kursziel auf 1,46 € und bestätigen die Kaufempfehlung.

Entscheidend für den Ergebnisswing waren zum einen das gestiegene Ergebnis aus Wertpapierverkäufen und höhere sonstige betriebliche Erträge. Zum anderen fielen die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens um 5 Mio. € geringer aus.

Auf die 10 größten Positionen entfielen per Ultimo Februar 51,0% des Gesamtportfolios. Zu den Einzelheiten siehe Tabelle S. 3. Ggü. Ende 2012 zählen Fortec und Klöckner & Co. nicht mehr zu den 10 größten Positionen. Scherzer hat hier Gewinne mitgenommen. Neu unter den Top 10 sind Pironet und Aixtron.

Das Volumen der nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR) beträgt weiterhin 82,3 Mio. €, siehe Tabelle S. 2. Wir setzen den Barwert dieser Rechte mit 6,5 Mio. € an. Das sind 0,22 € je Aktie. Bisher waren wir von 0,30 € ausgegangen.

Für das Excess-Return-Modell verwenden wir einen ROE, der sich an der historischen Performance des CDAX orientiert. Die belief sich per Ende Februar auf 8,34%. Inklusive der NBR stellen wir den ROE im Modell jetzt auf 9,1% (alt 9,4%). Infolge der höheren EK-Basis, die wir bislang nicht voll berücksichtigt hatten, steigt der faire Wert auf 1,56 € je Scherzer-Aktie.

Bei einem Abschlag auf den NAV der Peers von geschätzten 6,4% ergibt sich ein Kursziel von 1,46 € (alt 1,30 €) je Scherzer-Aktie.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

SOLVENTIS WERTPAPIERHANDELSBANK GMBH, SOLMSSTR. 18 E, 60486 FRANKFURT AM MAIN; TEL. 0 69-71 58 91 10
WWW.SOLVENTIS.DE

Erfreulicher Jahrgang 2012

Nachdem Scherzer bereits ein vorläufiges EBT für 2012 von 4,1 Mio. € veröffentlicht hatte, wurden in der Unternehmenspräsentation vom Februar 2013, siehe www.scherzer-ag.de, weitere vorläufige Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 bekannt gegeben. Danach erzielte die Gesellschaft ein EPS von 0,13 € (Vj. -0,10 €).

Die nachstehende Tabelle beinhaltet die wesentlichen GuV-Zahlen der Jahre 2012 und 2011. Entscheidend für das überdurchschnittlich gute Ergebnis waren zum einen das gestiegene Ergebnis aus Wertpapierverkäufen von 4,0 Mio. € (Vj. 2,9 Mio. €) sowie höhere sonstige betrieblichen Erträge von 2,3 Mio. € (Vj. 0,9 Mio. €). Zum anderen fielen die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens mit 2,2 Mio. € um 4,9 Mio. € geringer aus als 2011. Neben der Management-Leistung hat sicherlich auch die Marktentwicklung das erfreuliche Ergebnis ermöglicht.

Scherzer: Angaben zur GuV, 2012 (vorl.)

	2012 Mio. €	2011 Mio. €	ggü. Vj. Mio. €
Ergebnis aus Wertpapierverkäufen	4,00	2,91	1,09
Sonstige betriebliche Erträge	2,30	0,89	1,41
Dividendenerträge	1,06	1,33	-0,28
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,43	0,59	-0,16
Löhne und Gehälter	0,31	0,33	-0,02
Abschreibungen	0,01	0,01	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,59	0,44	0,15
AS auf Finanzanlagen u. Wertpapiere d. UVs	2,18	7,12	-4,93
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,48	0,62	-0,14
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,28	0,04	0,23
EAT	3,93	-2,84	6,77
EPS	0,13	-0,10	0,24

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Bilanz mit hoher EK-Quote

Neben der operativen Entwicklung trug die Kapitalerhöhung (KE) vom Nov. 2012 zur Erhöhung des Eigenkapitals bei. Es wurden 2,72 Mio. neue Aktien zu 1,15 € ausgegeben, was 3,13 Mio. € in die Kasse spülte. Für Ende 2012 weist Scherzer ein Eigenkapital von (vorläufig) 37,65 Mio. € aus. Das sind rund 7 Mio. € mehr als Ende 2011. Da gleichzeitig die Bankverbindlichkeiten von 13,49 Mio. € auf 10,67 Mio. € verringert wurden, stieg die Eigenkapitalquote auf komfortable 75,3% (Vj. 68,9%).

Assets under Management ~54 Mio. €

In der Bilanz zum 31.12.2012 weist die Gesellschaft Wertpapiere des Anlagevermögens von 15,9 Mio. € und Wertpapiere des Umlaufvermögens von 30,8 Mio. € aus. Scherzer gibt an, dass auf die 10 größten Positionen des Portfolios, siehe nachstehende Tabelle, per Ende Februar 51,0% entfielen. Nach unseren Berechnungen entspricht das einem Gegenwert von rund 27 Mio. €, d.h. das Gesamtportfolio hatte Ende Februar einen Marktwert von etwa 54 Mio. €. Darin sind die Nachbesserungsrechte, siehe unten, nicht enthalten. Der NAV hat in den ersten beiden Monaten des Jahres 2013 um gut 7% zugenommen. Insgesamt dürfte Scherzer über signifikante stille Reserven verfügen.

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen

	Preis 28.02.2013 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	88,75	8,1%	0,1%	4.316
GK SOFTWARE (XET)	34,00	7,6%	6,7%	4.086
IBS	7,40	6,4%	6,7%	3.405
INVISION SOFTWARE	17,85	5,3%	7,1%	2.831
BIOTEST (XET)	56,60	5,2%	0,7% *	2.761
WMF PREF.	37,55	5,1%	1,6% **	2.729
ALLERTHAL-WERKE	10,40	4,1%	17,7%	2.209
WUESTENROT & WUERTT(XET)	15,40	3,5%	0,1%	1.866
PIRONET NDH (XET)	3,30	3,0%	3,3%	1.608
AIXTRON (XET)	10,21	2,9%	0,1%	1.544
Summe		51,0%		27.355

* bezogen auf Biotest St., 0,42% bezogen auf Biotest St. und Vz.

** bezogen auf WMF Vz., 0,52% bezogen auf WMF St. und Vz.

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

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

Bewertung lässt Spielraum nach oben

Wir bewerten die Scherzer & Co. AG mit Hilfe eines Excess Return Modells, siehe Seite 6. Ein entscheidender Treiber des Modells ist der ROE. Für die Schätzung des ROE orientieren wir uns an der Marktperformance. Genauer ermitteln wir die annualisierte Wertveränderung des CDAX. Nach unseren Berechnungen legte der CDAX (Kursindex) im Zeitraum 01.01.1988 bis 28.02.2013 pro Jahr um 8,34% zu.

Darüber hinaus berücksichtigen wir die nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR), über die Scherzer verfügt. Die NBR beliefen sich per Ende Februar 2013 auf 82,3 Mio. €. Einmal im Jahr berechnen wir die bekannt gewordenen Nachbesserungen im Rahmen von Spruchstellenverfahren. In der aktuellen Studie vom 17. Sept. 2012 betrug die Aufbesserungen der vorangegangenen 12 Monate 15,86%, bislang hatten wir 22% angesetzt. Bezogen auf die NBR von Scherzer in Höhe von 82,3 Mio. € ergeben die 15,86% rund 13 Mio. €. Darauf nehmen wir einen Abschlag von 50% vor, um den Barwert zu bestimmen. Der beträgt 6,5 Mio. € oder 0,22 € je Scherzer-Aktie. Im Excess Return Modell erhöhen wir den ROE so, dass der Wert des Eigenkapitals den Barwert aus den NBR vollumfänglich reflektiert. Auf Basis der aktuellen Zahlen erhalten wir eine ROE von 9,1%, d.h. auf die NBR tragen 0,76 Prozentpunkte dazu bei. Bisher waren wir von 1,5 Prozentpunkten ausgegangen. Der geringere Wertbeitrag aus den NBR ergibt sich aus der verminderten Aufbesserung von 15,86% sowie der Tatsache, dass das Eigenkapital 2012 stärker zugenommen hat als die NBR.

Scherzer: Vergleichsunternehmen	NAV		Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV
	je Aktie (€) 28.02.2013	Kurs (€) 28.02.2013	
SHAREHOLDERS VALUE BET.	44,57	43,95	-1,4%
DEUTSCHE BET. (XET)	22,69 e	20,78	-8,4%
SPARTA	54,84 e	60,30	9,9%
DEUTSCHE BALATON	15,43 e	12,60	-18,3%
VALUE-HOLDINGS	2,71	2,33	-14,0%
SCHERZER & COMPANY (XET)	1,43	1,20	-16,1%
Mittelwert (ungewichtet)			-8,1%
Mittelwert ohne Scherzer (ungewichtet)			-6,4%

Quelle: Solventis Research

Insgesamt beläuft sich der faire Wert der Scherzer-Aktie nach unserem Excess Return Modell auf 1,56 €. Diesen Wert adjustieren wir um den durchschnittlichen Auf- oder Abschlag, den der Markt auf den NAV der Peers zahlt. Nach unserer Berechnung nahm der Markt auf den NAV der Peers Ende Februar 2013 einen Abschlag von 6,4% vor. Entsprechend stellt sich unser Kursziel auf 1,46 € je Scherzer-Aktie. Im Januar waren wir noch von 1,30 € ausgegangen.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	TOP 10*	DAX	SDAX	CDAX
31.12.2010	74,2	1,21	1,42	-15%	63,9%	6.914,19	5.173,79	611,30
24.01.2011	74,4	1,28	1,45	-12%	60,5%	7.067,77	5.122,83	622,06
28.02.2011	74,4	1,20	1,45	-17%	61,2%	7.272,32	5.235,49	639,16
24.03.2011	74,4	1,26	1,42	-11%	61,1%	6.933,58	5.081,07	613,08
29.04.2011	74,4	1,26	1,45	-13%	48,6%	7.514,46	5.348,19	660,86
23.05.2011	74,4	1,29 k. A.	k. A.		48,6%	7.121,52	5.352,93	629,13
30.06.2011	74,2	1,30	1,49	-13%	48,6%	7.376,24	5.416,54	651,43
31.07.2011	74,2	1,22	1,40	-13%	50,0%	7.158,77	5.292,20	630,15
31.08.2011	74,2	1,10	1,21	-9%	56,5%	5.784,85	4.555,97	517,06
30.09.2011	74,2	1,00	1,11	-10%	55,3%	5.502,02	4.310,89	487,21
31.10.2011	75,6	0,95	1,10	-14%	56,1%	6.141,34	4.611,25	541,57
30.11.2011	75,6	0,97	1,10	-12%	56,2%	6.088,84	4.421,77	536,67
31.12.2011	74,2	0,95	1,14	-17%	55,3%	5.898,35	4.421,44	520,73
ggü. 31.12.10	0,0%	-21,7%	-19,7%			-14,7%	-14,5%	-14,8%
31.12.2011	74,2	0,95	1,14	-17%	55,3%	5.898,35	4.421,44	520,73
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
31.12.2012	82,3	1,12	1,33	-16%	56,0%	7.612,39	5.249,35	673,11
ggü. 31.12.11	10,9%	18,4%	17,0%			29,1%	18,7%	29,3%
31.12.2012	82,3	1,12	1,33	-16%	56,0%	7.612,39	5.249,35	673,11
31.01.2013	82,3	1,18	1,39	-15%	51,4%	7.776,05	5.768,74	690,49
28.02.2012	82,3	1,20	1,43	-16%	51,0%	7.741,70	6.013,32	692,13
ggü. 31.12.12	0,0%	7,1%	7,1%			1,7%	14,6%	2,8%

*Anteil der 10 größten Positionen am Gesamtinvestment

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

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

Jahr	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	37.652.000,00	41.241.661,60	45.173.553,91	49.480.304,46	50.593.611,32
Return on Equity	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%
Konzernjahresüberschuss	3.589.661,60	3.931.892,31	4.306.750,56	4.553.363,17	4.604.018,63
Eigenkapitalkosten	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Eigenkapitalkosten absolut	3.012.160,00	3.299.332,93	3.613.884,31	3.958.424,36	4.047.488,91
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	577.501,60	632.559,38	692.866,24	594.938,81	556.529,72
TV Excess Return					9.678.777,82
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,00%	116,64%	125,97%	136,05%	136,05%
Barwert Excess Return	534.723,71	542.317,71	550.019,56	437.297,79	7.114.190,63
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.589.661,60	3.931.892,31	4.306.750,56	4.553.363,17	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,12 €	0,13 €	0,14 €	0,15 €	0,15 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	37.652.000,00				
Summe Barwerte Excess Return	9.178.549,40				
Wert des EK	46.830.549,40				
Anzahl Aktien (in)	29.940.000,00				
Wert pro Aktie	1,56 €				

Quelle: Solventis Research

Scherzer: GuV in €

	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy
Umsatz	2.906.655,30	-7,1%	3.995.000,00	37,4%	4.246.250,00	6,3%	4.497.500,00	5,9%
sonstige betriebliche Erträge	886.059,56	-69,2%	2.276.000,00	156,9%	1.648.004,50	-27,6%	1.894.419,80	15,0%
Rohergebnis nach GKV	3.792.714,86	-36,8%	6.271.000,00	65,3%	5.894.254,50	-6,0%	6.391.919,80	8,4%
Personalaufwand	351.238,80	9,9%	313.000,00	-10,9%	332.684,92	6,3%	352.369,84	5,9%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5.230,42	15,4%	6.000,00	14,7%	6.166,67	2,8%	7.096,00	15,1%
sonstige betriebliche Aufwendungen	436.542,50	-20,3%	590.000,00	35,2%	427.206,79	-27,6%	491.084,22	15,0%
Ebit (vor Strukturaufwand)	2.999.703,14	-41,5%	5.362.000,00	78,8%	5.128.196,13	-4,4%	5.541.369,75	8,1%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	103,20%	-60,7 pp	134,22%	31,0 pp	120,77%	-13,4 pp	123,21%	2,4 pp
EBITDA	3.004.933,56	-41,5%	5.368.000,00	78,6%	5.134.362,79	-4,4%	5.548.465,75	8,1%
EBITDA-Marge	103,38%	-60,7 pp	134,37%	31,0 pp	120,92%	-13,5 pp	123,37%	2,5 pp
EBIT	2.999.703,14	-41,5%	5.362.000,00	78,8%	5.128.196,13	-4,4%	5.541.369,75	8,1%
EBIT-Marge	103,20%	-60,7 pp	134,22%	31,0 pp	120,77%	-13,4 pp	123,21%	2,4 pp
Erträge aus Beteiligungen	1.334.179,35	12,0%	1.056.000,00	-20,9%	1.056.000,00	0,0%	1.056.000,00	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	7.115.309,52	256,1%	2.181.000,00	-69,3%	2.000.000,00	-8,3%	2.000.000,00	0,0%
Zinserträge	589.168,98	114,6%	425.000,00	-27,9%	171.385,15	-59,7%	169.313,55	-1,2%
Zinsaufwand	620.756,42	9,8%	477.000,00	-23,2%	385.956,34	-19,1%	300.000,00	-22,3%
Finanzergebnis	-5.812.717,61	430,0%	-1.177.000,00	-79,8%	-1.158.571,19	-1,6%	-1.074.686,45	-7,2%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-2.813.014,47	-169,7%	4.185.000,00	-248,8%	3.969.624,94	-5,1%	4.466.683,30	12,5%
EBT-Marge	-96,78%	-225,7 pp	104,76%	201,5 pp	93,49%	-11,3 pp	99,31%	5,8 pp
Steuern	-44.331,93	-144,5%	277.000,00	-724,8%	445.582,22	60,9%	537.345,07	20,6%
Steuerquote	1,58%	-0,9 pp	6,62%	5,0 pp	11,22%	4,6 pp	12,03%	0,8 pp
Ergebnis n. Steuern	-2.768.682,54	-170,4%	3.908.000,00	-241,2%	3.524.042,72	-9,8%	3.929.338,23	11,5%
Konzernjahresüberschuss	-2.768.682,54	-170,4%	3.908.000,00	-241,2%	3.524.042,72	-9,8%	3.929.338,23	11,5%
Anzahl Aktien zum 12.03.13 (Mio.)	29,94	0,0%	29,94	0,0%	29,94	0,0%	29,94	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-0,09	-170,4%	0,13	-241,2%	0,12	-9,8%	0,13	11,5%

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Bilanz in €	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	469.909,72	-19,7%	1.500.000,00	219,2%	1.025.029,27	-31,7%	1.085.680,10	5,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	592.933,92	-0,9%	1.600.000,00	169,8%	1.700.625,78	6,3%	1.801.251,56	5,9%
Vorräte	27.707.068,47	-1,0%	30.770.000,00	11,1%	32.705.159,57	6,3%	34.640.319,15	5,9%
Rechnungsabgrenzung	12.102,25	5,7%	139.000,00	1048,5%	139.000,00	0,0%	139.000,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	28.782.014,36	-1,4%	34.009.000,00	18,2%	35.569.814,62	4,6%	37.666.250,81	5,9%
Sachanlagen	14.875,00	32,5%	50.000,00	236,1%	-1.956.166,67	-4012,3%	-3.963.262,66	102,6%
Immaterielle Vermögenswerte	226,00	-60,1%	230,00	1,8%	230,00	0,0%	230,00	0,0%
Finanzanlagen	15.605.256,33	-24,0%	15.876.000,00	1,7%	15.876.000,00	0,0%	15.876.000,00	0,0%
Latente Steuern	15.000,00	n.m.	50.000,00	233,3%	50.000,00	0,0%	50.000,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	15.635.357,33	-23,9%	15.976.230,00	2,2%	13.970.063,33	-12,6%	11.962.967,34	-14,4%
Summe Aktiva	44.417.371,69	-10,7%	49.985.230,00	12,5%	49.539.877,96	-0,9%	49.629.218,15	0,2%
Bilanzsumme	44.417.371,69	-10,7%	49.985.230,00	12,5%	49.539.877,96	-0,9%	49.629.218,15	0,2%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	27.219.499,00	0,0%	29.940.000,00	10,0%	29.940.000,00	0,0%	29.940.000,00	0,0%
Kapitalrücklage	8.364.780,64	0,0%	8.772.855,79	4,9%	8.772.855,79	0,0%	8.772.855,79	0,0%
Gewinnrücklagen	80.166,89	0,0%	80.166,89	0,0%	3.604.209,61	4395,9%	7.533.547,83	109,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-5.049.298,06	121,4%	-1.141.000,00	-77,4%	-1.141.000,00	0,0%	-1.141.000,00	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	30.615.148,47	-8,3%	37.652.022,68	23,0%	41.176.065,40	9,4%	45.105.403,62	9,5%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	30.615.148,47	-8,3%	37.652.022,68	23,0%	41.176.065,40	9,4%	45.105.403,62	9,5%
Langfristige Schulden								
Finanzverbindlichkeiten	8.500.000,00	-23,9%	8.500.000,00	0,0%	6.598.130,06	-22,4%	2.653.656,85	-59,8%
Summe langfristige Schulden	8.500.000,00	-23,9%	8.500.000,00	0,0%	6.598.130,06	-22,4%	2.653.656,85	-59,8%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	269.561,00	-19,8%	861.207,32	219,5%	915.369,61	6,3%	969.531,90	5,9%
Finanzverbindlichkeiten	4.989.649,10	16,2%	2.172.000,00	-56,5%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	0,00	-100,0%	750.000,00	n.m.	797.168,34	6,3%	844.336,67	5,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	43.013,12	197,7%	50.000,00	16,2%	53.144,56	6,3%	56.289,11	5,9%
Summe Kurzfristige Schulden	5.302.223,22	2,5%	3.833.207,32	-27,7%	1.765.682,50	-53,9%	1.870.157,68	5,9%
Summe Passiva	44.417.371,69	-10,7%	49.985.230,00	12,5%	49.539.877,96	-0,9%	49.629.218,15	0,2%
Bilanzsumme	44.417.371,69	-10,7%	49.985.230,00	12,5%	49.539.877,96	-0,9%	49.629.218,15	0,2%

Quelle: Solventis Research, Scherzer & 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. März 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.