

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

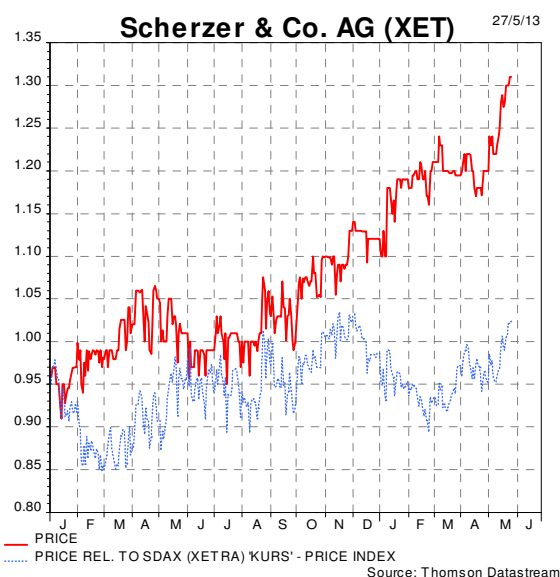
Stock Picking und Markt geben Rückenwind

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,46 € (1,46 €)
Kurs (24.05.2013)	1,31 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	39,2
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	0,95	0,87	0,79
ROE	11,6%	9,2%	9,2%	9,2%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Im vorliegenden Geschäftsbericht 2012 wurden die vorab veröffentlichten Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr bestätigt. Das EPS erreichte 0,13 € (Vj. -0,10 €) und der NAV zu Marktwerten 1,33 € (Vj. 1,14 €). Der ROE n. St. fiel mit 11,6% überdurchschnittlich hoch aus. Die Nachbesserungsrechte nahmen um ~11% auf 82,3 Mio. € zu.

Neben der guten operativen Entwicklung, der Jahresüberschuss betrug 3,9 Mio. €, hat die Kapitalerhöhung vom Oktober 2012 das Eigenkapital der Gesellschaft um ~3,1 Mio. € erhöht. Die Eigenkapital-Quote stellte sich zum Jahresultimo auf 75,3% (Vj. 68,9%). Der Buchwert je Aktie lag bei 1,26 €. Damit belaufen sich die Bewertungsreserven Ende 2012 auf ~0,07 € je Aktie. Hinzu kommen die nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR), die mit 2,75 € je Aktie ein neues Rekordniveau erreichten.

Neben dem Ergebnis aus Wertpapierverkäufen in Höhe von 4,0 Mio. € (Vj. 2,9 Mio. €) war für den operativen Erfolg maßgeblich, dass die Abschreibung 2012 mit 2,2 Mio. € rund 5 Mio. € geringer ausfielen als 2011. Andererseits wurden auch höhere Zuschreibungen auf Wertpapiere im Umfang von 2,2 Mio. € (Vj. 1,7 Mio. €) verbucht.

Zum 30.04. ist das Volumen der NBR auf 87,7 Mio. € gestiegen. Wir setzen den Barwert dieser Rechte mit knapp 7 Mio. € an (alt 6,5 Mio. €). Das sind gut 0,23 € je Aktie (alt knapp 0,22 €). Inklusive der NBR stellen wir den ROE im Excess-Return-Modell jetzt auf 9,2% (alt 9,1%): Der faire Wert steigt auf 1,59 € (alt 1,56 €).

Der Abschlag auf den NAV der Peers hat sich nach unseren Recherchen zum 30.04. ggü. dem Stand zum 28.02. wieder ausgeweitet. Möglicherweise zeigt sich darin eine mögliche Änderung der steuerlichen Situation von Beteiligungsunternehmen in Deutschland.

Der negative Effekt aus dem höheren Branchenabschlag kompensiert den positiven Effekt aus den Nachbesserungsrechten. Wir bestätigen unser Kursziel von 1,46 € und die Kaufempfehlung.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 10.

Ergebnis aus Wertpapierverkäufen gestiegen

Das Jahr 2012 war bei Scherzer wieder durch zahlreiche Transaktionen gekennzeichnet. Insgesamt belief sich das Ergebnis aus Wertpapierverkäufen (Aktien und Unternehmensanleihen) auf 4,0 Mio. € (Vj. 2,9 Mio. €). Größere Gewinnbeiträge konnten u. a. mit folgenden Werten realisiert werden:

hotel.de AG (867 Tsd. €)

Biotest AG (446 Tsd. €)

Curanum AG (304 Tsd. €)

ANZAG AG (293 Tsd. €)

Pixelpark AG (224 Tsd. €)

Freenet AG (221 Tsd. €)

Zuschreibungen gesetzlich erforderlich

Unter den sonstigen betrieblichen Erträgen werden Zuschreibungen und die Einnahmen aus Stillhalterprämie verbucht. Gesetzlich vorgeschriebene Zuschreibungen beliefen sich auf 2,2 Mio. €. 2011 waren es ~0,1 Mio. €. Damit profitierte Scherzer von dem positiven Umfeld für Aktien. Das zeigt sich auch an den um ~5 Mio. € auf 2,2 Mio. € rückläufigen Abschreibungen auf Wertpapiere.

EK-Quote über 75%

Die Bilanzsumme legte per Ende 2012 auf 50,0 Mio. € (Vj. 44,4 Mio. €) zu. Der Anstieg des Eigenkapitals um 7,0 Mio. € auf 37,7 Mio. € erklärt sich mit dem Jahresüberschuss (3,9 Mio. €) und der Kapitalerhöhung vom Oktober 2012 zu 1,15 € je Aktie (3,1 Mio. €). Die Verbindlichkeiten wurden um 1,5 Mio. € abgebaut und die Bankschulden um 2,8 Mio. € auf 10,7 Mio. € zurückgeführt.

Die Eigenkapitalquote erreichte 75,3 % (Vj. 68,9%). Der Buchwert je Aktie lag Ende 2012 trotz einer erhöhten Aktienstückzahl bei 1,26 € (Vj. 1,12 €).

Stille Reserven höher

Nach unseren Berechnungen betragen die stillen Reserven zum 31.12.2012 etwa 0,07 € je Scherzer-Aktie oder 2,1 Mio. €. Per Ende 2011 hatten wir die Reserven auf 0,4 Mio. € geschätzt. Wir gehen davon aus, dass die Reserven im bisherigen Jahresverlauf ausgeweitet werden konnten. Zum 30.04. hatte Scherzer einen NAV zu Marktpreisen je Aktie von 1,45 € veröffentlicht und damit 0,12 € mehr als Ende 2012.

Assets under Management ~60 Mio. €

Ende 2012 wurden in der Scherzer-Bilanz Finanzanlagen im Anlagevermögen (15,9 Mio. €, Vj. 15,6 Mio. €) und sonstige Wertpapiere im Umlaufvermögen (30,8 Mio. €, Vj. 27,7 Mio. €) von zusammen 46,6 Mio. € (Vj. 43,3 Mio. €) ausgewiesen. Nimmt man die stillen Reserven hinzu, so ergibt sich ein verwaltetes Vermögen von 48,7 Mio. €. Da die Aktienmärkte im bisherigen Jahresverlauf freundlich tendierten, dürften die AuM zu Marktwerten zwischenzeitlich eine Größenordnung von rund 60 Mio. € erreicht haben. Dafür spricht auch, dass die 10 größten Aktienpositionen, auf die 49% des Gesamtportfolios entfallen, nach unseren Berechnungen per 30.04. einen Gegenwert von 29,1 Mio. € hatten. Der Vorstand strebt weiterhin Assets under Management von mindestens 100 Mio. € an.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	Top 10	DAX	SDAX	CDAX
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	1,19	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
ggü. 31.12.12	6,6%	7,1%	8,7%			4,0%	11,2%	4,8%

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Die 10 größten Aktienpositionen

Monatlich veröffentlicht die Scherzer & Co. AG u. a. die 10 wertmäßig größten Aktienpositionen im Portfolio. Zuletzt wurde der Stand zum 30.04.2013 bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Nach unseren Berechnungen belief sich deren Marktwert Ende April auf 29,1 Mio. €.

Gegenüber dem Stand per Ende 2012 sind MAN St. und Vz. sowie Tipp24 neu in den Top 10 vertreten. Herausgefallen sind W&W, Klöckner & Co. sowie Fortec. Diese Veränderungen reflektieren das aktive Management der Gesellschaft nur zum Teil.

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.04.2013

	Preis 30.04.2013 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	101,50	8,37%	0,1%	4.957
GK SOFTWARE (XET)	29,60	5,93%	6,6%	3.512
IBS	10,40	5,85%	4,8%	3.465
MAN	85,30	5,22%	0,0%	3.092
WMF PREF.	41,50	5,15%	0,5%	3.050
BIOTEST (XET)	59,10	4,30%	0,4%	2.547
ALLERTHAL-WERKE	11,60	4,16%	17,7%	2.464
INVISION SOFTWARE	15,13	3,88%	6,8%	2.298
TIPP24 (XET)	44,09	3,14%	0,5%	1.860
MAN PREF.	84,71	3,06%	0,4%	1.812
Summe		49,06%		29.057

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Nachbesserungsrechte – die wesentlichen Positionen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 stockte das Management die nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR) um 8,1 Mio. € auf 82,3 Mio. € auf. Zum 30.04.2013 stiegen die NBR weiter auf 87,7 Mio. €.

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.

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, siehe dazu den Bewertungsteil S. 6, 7.

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
		82,3

Quelle: Solventis Research, Scherzer

Branche mit Abschlag auf NAV

Nur einige der Beteiligungsunternehmen geben ihren NAV zeitnah und zu Marktwerten an. Auf monatlicher Basis tun dies Shareholder Value, Value-Holdings und Scherzer. Die aktuellen Daten stammen von Ende April, siehe nachstehende Tabelle. Weiter haben wir den Buchwert des Eigenkapitals je Aktie für alle Unternehmen berechnet.

Auf den NAV zu Marktwerten werden offensichtlich Abschläge bezahlt, während im Durchschnitt der Unternehmen eine Prämie auf den EK-Buchwert bezahlt wird. Allerdings ist die Spanne sehr groß und reicht von hohen Abschlägen bis zu hohen Prämien. Beide nach IFRS bilanzierende Unternehmen weisen auf den EK-Buchwert Abschläge auf.

Wir denken daher, dass letztlich Abschläge vorherrschen würden, wenn wir den NAV zu Marktwerten aller Unternehmen vorliegen hätten.

Diese Entwicklung überrascht, denn die Abschläge bzw. Aufschläge auf den NAV sind erfahrungsgemäß prozyklisch, d.h. mit steigenden Märkten gehen die Abschläge zurück bzw. die Aufschläge nehmen zu und umgekehrt.

Möglicherweise ist die national und international geführte Diskussion über das Schließen von Steuerschlupflöchern ein Grund dafür. Ein wesentliches steuerliches Privileg besteht darin, dass Wertpapiere des Anlagevermögens nach einer Haltedauer von einem Jahr steuerfrei veräußert werden können. Auch Verlustvorträge könnten weiter eingeschränkt werden. Es besteht zumindest ein Risiko, dass Beteiligungsunternehmen zukünftig eine normale Steuerquote (~30%) ausweisen könnten. Dies könnte den Wert dieser Unternehmen deutlich verringern. Wir schätzen diesen Effekt auf bis zu 20%.

Scherzer: Vergleichsunternehmen

	Rech- nungs- legung	Kurs (€) 23.05.2013	Markt- kap. Mio. €	NAV je Aktie (€) 30.04.2013	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV	Buchwert je Aktie (€) 31.12.2012	Prämie (+) Abschlag (-) auf BW	ROE nach Steuer 2012
Allerthal-Werke	HGB	11,96	14,4	k.A.		9,45	26,6%	14,6%
DBAG*	IFRS	17,95	245,5	k.A.		20,02	-10,3%	-2,5%
Dt. Balaton	IFRS	12,51	139,6	k.A.		15,54	-19,5%	49,6%
Effecten-Spiegel	HGB	16,60	58,5	k.A.		19,85	-16,4%	2,6%
Scherzer	HGB	1,25	37,4	1,45	-13,8%	1,26	-0,6%	11,6%
Shareholder Value	HGB	42,00	29,3	45,71	-8,1%	30,81	36,3%	29,0%
Sparta	HGB	60,00	45,4	k.A.		42,89	39,9%	6,0%
Value-Holdings	HGB	2,25	4,5	2,72	-17,2%	2,40	-6,4%	28,0%
Mittelwert					-13,1%		6,2%	17,4%
Mittelwert o. Scherzer					-12,7%		7,2%	18,2%

* 31.01.2013

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters, Unternehmensangaben

Scherzer-Aktie hat noch Spielraum nach oben

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

Auf Basis der Daten aus dem GB 2012 haben sich die Modellparameter ggü. dem Update vom 14.03.2013 nur unwesentlich verändert. Der von uns geschätzte ROE, der den langfristigen Marktreturn und den Wert der NBR berücksichtigt, ist auf 9,2% (alt 9,1%) gestiegen. Ursächlich für den Anstieg um 0,1 PP ist das höhere Volumen der NBR. Dadurch steigt der faire Wert je Aktie nach unserem Excess-Return-Modell auf 1,59 € (alt 1,56).

Wir denken jedoch, dass die Branchen gemessen am NAV zu Marktwerten weiterhin Abschläge hinnehmen müssen. Ein Argument ist die Steuerrückstellungen, ein weiteres eine mögliche Regulierung der Branche. Insgesamt bestätigen wir unser Kursziel von 1,46 € für die Scherzer-Aktie.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	37.652.125,98	41.283.148,61	45.264.332,75	49.629.446,60	50.746.109,15
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	4.617.275,56	4.668.642,04
Eigenkapitalkosten	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Eigenkapitalkosten absolut	3.012.170,08	3.302.651,89	3.621.146,62	3.970.355,73	4.059.688,73
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	618.852,55	678.532,25	743.967,23	646.919,84	608.953,31
TV Excess Return					10.590.492,34
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,00%	116,64%	125,97%	136,05%	136,05%
Barwert Excess Return	573.011,62	581.732,04	590.585,17	475.505,39	7.784.328,03
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.631.022,63	3.981.184,14	4.365.113,85	4.617.275,56	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,12 €	0,13 €	0,15 €	0,15 €	0,16 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	37.652.125,98				
Summe Barwerte Excess Return	10.005.162,26				
Wert des EK	47.657.288,24				
Anzahl Aktien (in)	29.940.000,00				
Wert pro Aktie	<u>1,59 €</u>				

Quelle: Solventis Research, Scherzer

FAZIT

Die Scherzer & Co. AG hat nach dem Verlustjahr 2011 eine überdurchschnittlich gute Performance für 2012 erwirtschaftet. Neben einem erfolgreichen Stock Picking hat dazu auch das positive Marktumfeld beigetragen.

Zuletzt haben die Abschläge auf den NAV bei den Beteiligungsunternehmen wieder zugenommen. Möglicherweise hängt das mit der international geführten Diskussion über die Beseitigung von Steuerschlupflöchern und über eine Regulierung der Branche zusammen. Beteiligungsgesellschaften weisen i.d.R. eine geringe Steuerquote auf. Eine Normalisierung der Steuerquote würde den Wert der Beteiligungsgesellschaften verringern.

In unser Kursziel für die Scherzer-Aktie fließt neben dem fairen Wert die Prämie bzw. der Abschlag auf den NAV zu Marktwerten auf Branchenebene ein. Die Daten sprechen u. E. dafür, dass der Branchenabschlag zugenommen hat. Dies wirkt dem höheren fairen Wert entgegen. Insgesamt belassen wir das Kursziel bei 1,46 € und bestätigen die Kaufempfehlung.

Scherzer: GuV in €

	2012	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy
Umsatz	3.995.055,93	37,4%	4.246.291,95	6,3%	4.497.527,97	5,9%	4.748.763,98	5,6%
sonstige betriebliche Erträge	2.297.654,41	159,3%	1.674.302,91	-27,1%	1.921.727,50	14,8%	1.813.131,57	-5,7%
Rohergebnis nach GKV	6.292.710,34	65,9%	5.920.594,86	-5,9%	6.419.255,46	8,4%	6.561.895,56	2,2%
Personalaufwand	335.573,30	-4,5%	356.676,41	6,3%	377.779,52	5,9%	398.882,63	5,6%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5.572,50	6,5%	5.727,62	2,8%	6.591,56	15,1%	7.782,50	18,1%
sonstige betriebliche Aufwendungen	590.014,40	35,2%	429.944,04	-27,1%	493.480,17	14,8%	465.593,84	-5,7%
Ebit (vor Strukturaufwand)	5.361.550,14	78,7%	5.128.246,78	-4,4%	5.541.404,21	8,1%	5.689.636,59	2,7%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	134,20%	31,0 pp	120,77%	-13,4 pp	123,21%	2,4 pp	119,81%	-3,4 pp
EBITDA	5.367.122,64	78,6%	5.133.974,40	-4,3%	5.547.995,77	8,1%	5.697.419,09	2,7%
EBITDA-Marge	134,34%	31,0 pp	120,90%	-13,4 pp	123,36%	2,5 pp	119,98%	-3,4 pp
EBIT	5.361.550,14	78,7%	5.128.246,78	-4,4%	5.541.404,21	8,1%	5.689.636,59	2,7%
EBIT-Marge	134,20%	31,0 pp	120,77%	-13,4 pp	123,21%	2,4 pp	119,81%	-3,4 pp
Erträge aus anderen WP u. Ausleihungen d. FAV	1.056.499,74	-20,8%	1.056.499,74	0,0%	1.056.499,74	0,0%	1.056.499,74	0,0%
Abschreibungen auf FA u. WP d. UV	2.180.964,52	-69,3%	2.000.000,00	-8,3%	2.000.000,00	0,0%	2.000.000,00	0,0%
Zinserträge	425.121,49	-27,8%	178.428,04	-58,0%	173.039,87	-3,0%	173.868,91	0,5%
Zinsaufwand	477.149,60	-23,1%	414.845,32	-13,1%	300.000,00	-27,7%	216.867,92	-27,7%
Finanzergebnis	-1.176.492,89	-79,8%	-1.179.917,55	0,3%	-1.070.460,39	-9,3%	-986.499,27	-7,8%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	4.185.057,25	-248,8%	3.948.329,24	-5,7%	4.470.943,82	13,2%	4.703.137,32	5,2%
EBT-Marge	104,76%	201,5 pp	92,98%	-11,8 pp	99,41%	6,4 pp	99,04%	-0,4 pp
Steuern	276.655,89	-724,1%	443.621,82	60,4%	537.430,13	21,1%	613.514,10	14,2%
Steuerquote	6,61%	5,0 pp	11,24%	4,6 pp	12,02%	0,8 pp	13,04%	1,0 pp
Ergebnis n. Steuern	3.908.401,36	-241,2%	3.504.707,42	-10,3%	3.933.513,68	12,2%	4.089.623,22	4,0%
Konzernjahresüberschuss	3.908.401,36	-241,2%	3.504.707,42	-10,3%	3.933.513,68	12,2%	4.089.623,22	4,0%
Anzahl Aktien zum 22.03.13 (Mio.)	29,94	0,0%	29,94	0,0%	29,94	0,0%	29,94	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,13	-241,2%	0,12	-10,3%	0,13	12,2%	0,14	4,0%

Quelle: Scherzer, Solventis Research, Scherzer

Scherzer: Bilanz in €

	2012	yoy	2013e	yoy	2014e	yoy	2015e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	2.561.737,08	445,2%	1.401.200,70	-45,3%	1.484.104,11	5,9%	1.567.007,53	5,6%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	754.599,90	27,3%	802.054,22	6,3%	849.508,55	5,9%	896.962,87	5,6%
Sonstige Wertpapiere	30.770.125,63	11,1%	32.705.158,32	6,3%	34.640.191,01	5,9%	36.575.223,70	5,6%
Rechnungsabgrenzung	10.137,30	-16,2%	10.137,30	0,0%	10.137,30	0,0%	10.137,30	0,0%
Summe Umlaufvermögen	34.096.599,91	18,5%	34.918.550,55	2,4%	36.983.940,97	5,9%	39.049.331,39	5,6%
Sachanlagen	11.887,00	-20,1%	12.159,38	2,3%	13.567,82	11,6%	15.785,31	16,3%
Immaterielle Vermögenswerte	2,00	-99,1%	2,00	0,0%	2,00	0,0%	2,00	0,0%
Beteiligungen	15.000,00	0,0%	15.000,00	0,0%	15.000,00	0,0%	15.000,00	0,0%
Wertpapiere Anlagevermögen	15.861.334,70	1,6%	15.861.334,70	0,0%	15.861.334,70	0,0%	15.861.334,70	0,0%
Summe Anlagevermögen	15.888.223,70	1,6%	15.888.496,08	0,0%	15.889.904,52	0,0%	15.892.122,01	0,0%
Summe Aktiva	49.984.823,61	12,5%	50.807.046,63	1,6%	52.873.845,49	4,1%	54.941.453,41	3,9%
Bilanzsumme	49.984.823,61	12,5%	50.807.046,63	1,6%	52.873.845,49	4,1%	54.941.453,41	3,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	29.940.000,00	10,0%	29.940.000,00	0,0%	29.940.000,00	0,0%	29.940.000,00	0,0%
Kapitalrücklage	8.772.855,79	4,9%	8.772.855,79	0,0%	8.772.855,79	0,0%	8.772.855,79	0,0%
Gewinnrücklagen	80.166,89	0,0%	3.584.874,31	4371,8%	7.518.388,00	109,7%	11.608.011,22	54,4%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-1.140.896,70	-77,4%	-1.140.896,70	0,0%	-1.140.896,70	0,0%	-1.140.896,70	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	37.652.125,98	23,0%	41.156.833,40	9,3%	45.090.347,09	9,6%	49.179.970,31	9,1%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	37.652.125,98	23,0%	41.156.833,40	9,3%	45.090.347,09	9,6%	49.179.970,31	9,1%
Langfristige Schulden								
Finanzverbindlichkeiten	10.300.000,00	21,2%	7.884.772,87	-23,4%	5.913.604,04	-25,0%	3.787.134,73	-36,0%
Summe langfristige Schulden	10.300.000,00	21,2%	7.884.772,87	-23,4%	5.913.604,04	-25,0%	3.787.134,73	-36,0%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	334.848,00	24,2%	355.905,50	6,3%	376.962,99	5,9%	398.020,49	5,6%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	1.296.586,14	n.m.	1.378.124,21	6,3%	1.459.662,27	5,9%	1.541.200,34	5,6%
Finanzverbindlichkeiten	371.711,28	-92,6%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	29.552,21	-31,3%	31.410,65	6,3%	33.269,09	5,9%	35.127,54	5,6%
Summe Kurzfristige Schulden	2.032.697,63	-61,7%	1.765.440,36	-13,1%	1.869.894,36	5,9%	1.974.348,37	5,6%
Summe Passiva	49.984.823,61	12,5%	50.807.046,63	1,6%	52.873.845,49	4,1%	54.941.453,41	3,9%
Bilanzsumme	49.984.823,61	12,5%	50.807.046,63	1,6%	52.873.845,49	4,1%	54.941.453,41	3,9%

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: **27. Mai 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.