

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

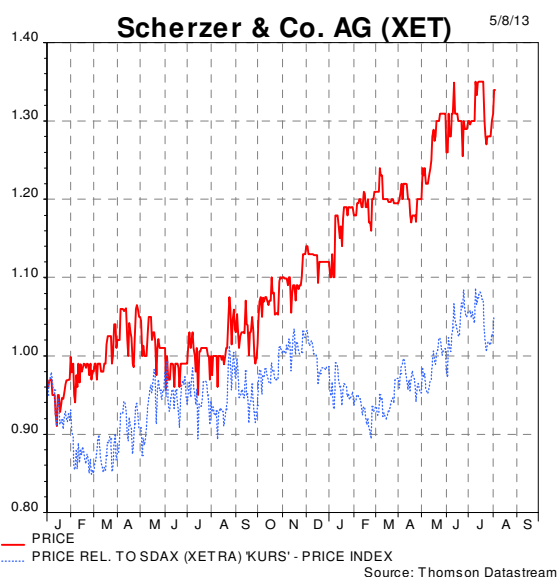
### Nach 7 Monaten im Plan

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>1,57 € (1,46 €)</b>
Kurs (02.08.2013)	1,34 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	40,1
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	<a href="http://www.scherzer-ag.de">www.scherzer-ag.de</a>

	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	11,0	10,1	9,2
Kurs/Buchwert	0,89	0,97	0,89	0,81
ROE	11,6%	9,2%	9,2%	9,2%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

\*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Zum Halbjahr vermeldete die Scherzer & Co. AG ein EAT von 0,72 Mio. €. Dazu ergibt sich ein EPS von 0,02 €. Im Vorjahr waren es 0,06 €. Allerdings konnte Scherzer im Juli einen Ertrag von geschätzten 0,05 € je Aktie realisieren, so dass nun bereits ein EPS von 0,07 € erwirtschaftet wurde. Damit befindet sich Scherzer auf gutem Weg unsere EPS-Erwartung von 0,12 € für 2013 zu erreichen. Wir erhöhen unser Kursziel auf 1,57 € (bisher 1,46 €) und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Dass die Scherzer & Co. AG im ersten Halbjahr hinter dem Ergebnis des Vorjahrs zurückblieb, hängt wesentlich damit zusammen, dass mit 1,7 Mio. € rund 1,4 Mio. € weniger Kursgewinne realisiert wurden als im Vorjahr. Infolge der im Juli bekannt gegebenen Ertragsrealisierung von 1,5 Mio. € wurde die Lücke zwischenzeitlich geschlossen.

Bei der Ertragsrealisierung geht es vermutlich um den Verkauf der Generali-Deutschland-Anteile an den italienischen Großaktionär. Dieser hatte vermeldet, dass er ein Paket von insgesamt 3% an der Generali Deutschland von einer Gruppe von Investoren zu 105 € je Generali Deutschland-Aktie gekauft hatte. Scherzer war vermutlich einer dieser Investoren. Damit hält die Assicurazioni Generali über 95% des Grundkapitals der deutschen Tochter und hat bereits ein Squeeze Out-Verlangen veröffentlicht.

Aktuelle Daten per Ende Juli hat Scherzer jüngst veröffentlicht. Danach ist der NAV je Scherzer-Aktie weiter auf 1,51 € gestiegen. Das Nachbesserungsvolumen wird mit 88 Mio. € angegeben. Nach unseren Berechnungen hat der Abschlag auf den Branchen-NAV nach wie vor eine Größenordnung von ~15%. Aufgrund eines geringeren risikolosen Zinses – 2,75% statt 3,0% und einer höheren ewigen Wachstumsrate von 5,7% steigt der faire Wert je Scherzer-Aktie in unserem Modell auf 1,85 € (bisher 1,59 €).

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

### GuV erstes Halbjahr 2013

Am 25.07.2013 gab Scherzer vorläufige Zahlen zum ersten Halbjahr 2013 bekannt. Danach wurde ein EBT von 0,88 Mio. € erzielt nach 1,92 Mio. € im Vorjahr. Der Jahresüberschuss erreichte 0,72 Mio. €, was einem EPS von 0,02 € (29,94 Mio. Aktien) entspricht nach 0,06 € (27,22 Mio. Aktien im Vorjahr). Zu der Abweichung trägt vor allem bei, dass die realisierten Kursgewinne mit 1,72 Mio. € um 1,35 Mio. € geringer ausfielen als im Vorjahr.

#### Scherzer: Angaben zur GuV, 1. Hj. 2013

	H1'2013 Mio. €	H1'2012 Mio. €	ggü. Vj. Mio. €
Realisierte Kursgewinne/-verluste	1,71	3,06	-1,35
Dividendenerträge	0,78	1,03	-0,25
Zuschreibungen	0,73	0,46	0,27
stichtagsbedingte Abschreibungen	-2,50	-2,54	0,04
Stillhaltergeschäfte	0,69	0,44	0,25
Betrieblicher Aufwand	-0,43	-0,47	0,04
Sonstiges	0,01	-0,15	0,16
EBIT	0,99	1,83	-0,84
Zinsergebnis	-0,11	0,09	-0,20
EBT	0,88	1,92	-1,04
Steuern	-0,16	-0,19	0,04
EAT	0,72	1,73	-1,01
EPS (€)	0,02	0,06	-0,04

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer

### Guter Start in das zweite Halbjahr

Die Scherzer & Co. AG hatte am 10.07.2013 vermeldet, dass aus der Veräußerung eines langjährigen Investments ein Ertrag von 1,5 Mio. € realisiert werden konnte. Zudem wurden Kaufpreisnachbesserungen vereinbart. Wir gehen davon aus, dass es sich hierbei um die Generali Deutschland handelt, deren Großaktionär (Assicurazioni Generali) hatte Anfang Juli gemeldet, dass man sich mit Investoren über den Kauf eines Anteils von 3% an der Generali Deutschland geeinigt habe. Der Preis beträgt 105 € je Aktie. Damit kommt Assicurazioni Generali auf 96% des Grundkapitals der Generali Deutschland und hat bereits einen Squeeze Out der restlichen Minderheiten angekündigt.

Sollte der Abfindungspreis im Rahmen der gesamten Squeeze Out-Prozedur inkl. Spruchstelle oberhalb von 105 € festgelegt werden, werden die Verkäufer des 3%-Pakets einen entsprechenden Nachschlag erhalten.

Den verbleibenden Minderheiten (4% des Grundkapitals der Generali Deutschland) wird ein Abfindungspreis angeboten, der dem höheren aus Mindestpreis und Gutachterpreis entspricht. Nach unseren Berechnungen lag der Mindestpreis (Dreimonatsdurchschnittskurs per 09.07.2013) bei 100,3 € je Generali Deutschland-Aktie.

Nach unserem Excess Return Modell beträgt der faire Wert je Generali Deutschland-Aktie unter Berücksichtigung der Zwischenmittelung per 31.03.2013 etwa 110 € je Generali Deutschland-Aktie. Ob das Gutachten der Wirtschaftsprüfer zu einer ähnlichen Größenordnung kommt, bleibt abzuwarten.

Eine a. o. HV Ende 2013 soll über den Squeeze Out beschließen, was eine Formalie ist. Wir gehen davon aus, dass eine Spruchstelle zur Überprüfung der Angemessenheit des Abfindungspreises noch 2014 beginnen wird.

Legen wir aus dieser Transaktion einen Gewinn nach Steuern von 1,5 Mio. € zugrunde, so hat Scherzer daraus einen EPS von 0,05 € erzielt. Zusammen mit den 0,02 € aus dem ersten Halbjahr ergeben sich 0,07 €. Unsere EPS-Schätzung für 2013 von 0,12 € rückt damit in den Bereich des Möglichen.

### NAV gestiegen – Abschläge wenig verändert

Zum 31.07.2013 gibt Scherzer den NAV je Aktie mit 1,51 € an. Das sind 13,3% mehr als zum Jahresultimo 2012. Damit performte Scherzer besser als einschlägige Indizes wie DAX, SDAX oder CDAX, 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
31.07.2013	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
<b>ggü. 31.12.12</b>	<b>6,9%</b>	<b>16,1%</b>	<b>13,3%</b>			<b>8,7%</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,0%</b>

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

### NAV- Abschläge: Scherzer im Mittelfeld der Branche

Der Kursabschlag auf den NAV war zum 30.06. mit 15% weiter auf einem wenig veränderten Niveau. Ein Blick auf die Peers zeigt, dass auch hier Abschläge vorherrschen. Scherzer liegt diesbezüglich im Mittelfeld, siehe folgende Tabelle.

#### Scherzer: Vergleichsunternehmen

	Rech- nungs- legung	Kurs (€) 02.08.2013	Markt- kap. Mio. €	NAV je Aktie (€) 30.06.2013	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV	Buchwert je Aktie (€) 31.12.2012	Prämie (+) Abschlag (-) auf BW	ROE nach Steuer 2012	Dividende zuletzt gezahlt	HV
Value-Holdings	HGB	2,30	4,6	2,76	-16,6%	2,40	-4,3%	31,5%	0,06	01.07.2013
Effecten-Spiegel	HGB	11,83	41,6	20,24	-41,6%	19,85	-40,4%	2,6%	0,50	23.05.2013
DBAG <sup>1</sup>	IFRS	18,18	248,6	19,65 <sup>2</sup>	-7,5%	19,65	-7,5%	12,6%	1,20	26.03.2013
Dt. Balaton	IFRS	12,64	141,0	15,54 <sup>2</sup>	-18,7%	15,54	-18,7%	49,6%	0,00	30.08.2012
Shareholder Value	HGB	42,50	29,7	45,61	-6,8%	30,79	38,0%	29,0%	0,00	15.05.2013
Allerthal-Werke	HGB	12,60	15,1	13,05 <sup>3</sup>	-3,4%	9,45	33,4%	14,6%	0,50	19.07.2013
Sparta	HGB	63,40	48,0	74,68 <sup>4</sup>	-15,1%	42,88	47,8%	6,0%	0,00	29.08.2013
Scherzer	HGB	1,34	40,1	1,51	-11,3%	1,26	6,6%	11,6%	0,00	03.06.2013
Mittelwert					-15,1%		6,9%	19,7%		
Mittelwert o. Scherzer					-15,7%		6,9%	20,8%		

<sup>1</sup> Bilanz basierte Zahlen der DBAG sind vom 30.04.2013 (Halbjahreszahlen)

<sup>2</sup> Setzung NAV = Buchwert je Aktie

<sup>3</sup> 31.03.2013

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

## Die 10 größten Aktienpositionen

Monatlich publiziert die Scherzer & Co. AG u. a. die 10 wertmäßig größten Aktienpositionen im Portfolio. Zuletzt wurde der Stand zum 31.07.2013 bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Nach unseren Berechnungen belief sich deren Marktwert Ende Juni auf 32,2 Mio. €. Generali Deutschland Holding AG wurde im Juli verkauft. Ggü. dem Stand Ende Juni ist die Invision Software AG nicht mehr unter den 10 größten Positionen. Vermutlich hat Scherzer Gewinne mitgenommen. Per Ende Juli sind Highlight Communications AG und Colonia Real Estate AG neu unter den 10 größten Werten.

### Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.06.2013

	Preis 31.07.2013 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
MAN (XET)	85,66	8,84%	0,05%	6.092
IBS (XET)	11,50	5,98%	5,21%	4.121
GK SOFTWARE (XET)	28,44	5,42%	7,34%	3.735
WMF PREF.	44,46	5,20%	1,73% *	3.583
ALLERTHAL-WERKE	12,70	4,29%	19,40%	2.956
BIOTEST (XET)	58,49	3,75%	0,67% **	2.584
TIPP24 (XET)	43,15	3,64%	0,69%	2.508
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,87	3,39%	1,28%	2.336
MAN PREF (XET)	85,36	3,37%	0,45%	2.322
COLONIA REAL ESTATE(XET)	4,71	2,90%	0,96%	1.998
Summe		46,78%		32.237

\* bezogen auf WMF Vz., bezogen auf WMF St. und Vz. 0,58%

\*\* bezogen auf Biotest St., bezogen auf Biotest St. und Vz. 0,33%

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer, Thomson Reuters

Bei Francotyp-Postalia Holding AG und Fortec Elektronik AG hat Scherzer mit 3,02% und 3,38% jeweils die meldepflichtige Schwelle von 3% überschritten. Die Positionen hatten am 31.07.2013 einen Gegenwert von ~1,6 Mio. € (FPH) und ~1,0 Mio. € (Fortec), siehe auch die monatlichen Präsentationen auf der Scherzer-Homepage: (<http://www.scherzer-ag.de/>).

## 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 31.07.2013 werden die NBR von Scherzer mit ca. 88 Mio. € angegeben.

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
		82,3

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).

Den von uns geschätzten ROE, der den langfristigen Marktreturn und den Wert der Nachbesserungsrechte berücksichtigt, setzen wir unverändert mit 9,2% an. Dagegen haben wir den risikolosen Zins um 0,25% auf 2,75% gesenkt. Außerdem haben wir die ewige Wachstumsrate von 3,0% auf 5,74% erhöht. Bei Unternehmen, die im Wesentlichen an börsennotierten Gesellschaften beteiligen sind, sollte die ewige Wachstumsrate die „ewige“ Performance des Aktienmarktes reflektieren. Die liegt aktuell bei 8,20% (CDAX seit 1988). Berücksichtigen wir einen „normalen Steuersatz“, den die Beteiligungsbranche zukünftig ggf. zahlen muss, ergibt sich eine ewige Wachstumsrate von 5,74%. Mit diesen Parametern ergibt sich für die Scherzer-Aktie ein fairer Wert nach unserem Excess-Return-Modell von 1,85 €.

Wir denken jedoch, dass die Branche gemessen am NAV zu Marktwerten weiterhin Abschläge hinnehmen muss. Ein Argument ist die Steuerdiskussion, ein weiteres eine mögliche Regulierung der Branche. Nehmen wir einen Abschlag von 15% auf den fairen Wert vor, so ergibt sich ein Kursziel von 1,57 € (bisher 1,46 €) 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, Scherzer

**FAZIT**

Die Scherzer & Co. AG befindet sich auf gutem Weg, unsere EPS-Erwartung von 0,12 € für 2013 zu erreichen. Inklusiv des im Juli gemeldeten Ertrags von 1,5 Mio. € wurde im laufenden Jahr bereits ein EPS von 0,07 € erwirtschaftet.

Trotz der Erfolge beim NAV sind die Abschläge auf den NAV bei den Beteiligungsunternehmen weiterhin im Bereich von 15%. 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 niedrige 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. Bei der ewigen Rente berücksichtigen wir jetzt den langfristigen Return des Aktienmarkts stärker. Wir erhöhen unser Kursziel für die Scherzer-Aktie von 1,46 € auf 1,57 € und bestätigen 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: **5. Aug. 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.**