

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

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

Scherzer & Co. AG Premium Jahrgang

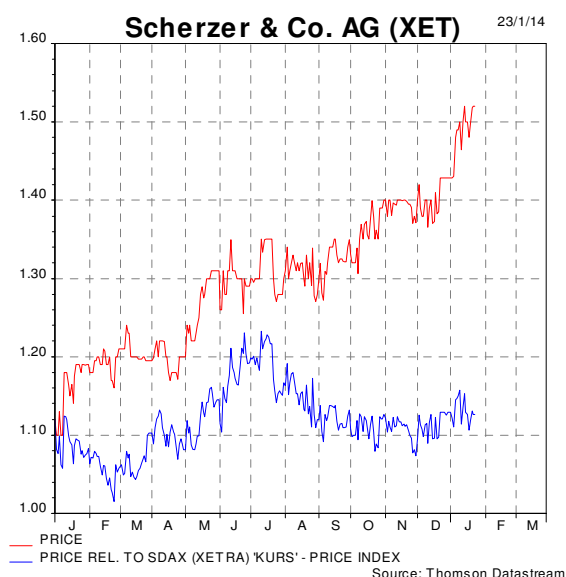
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,81 € (1,57 €)
Kurs (22.01.2014)	1,52 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	45,5
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,9
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Kerndaten und Prognosen

	2013p	2014e	2015e	2016e
Ergebnis je Aktie (€)	0,19	0,14	0,15	0,17
Buchwert je Aktie* (€)	1,45	1,59	1,74	1,91
KGV	7,5	10,7	9,8	8,9
Kurs/Buchwert	0,98	0,94	0,86	0,78
ROE	14,3%	9,2%	9,2%	9,2%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Die Scherzer & Co. AG meldete für 2013 ein vorläufiges Ergebnis vor Steuern von 6,7 Mio. €. Damit war Scherzer im zweiten Halbjahr sehr erfolgreich. Nach unseren Berechnungen wurde 2013 insgesamt ein EPS von 0,19 € erwirtschaftet, wir hatten 0,12 € geschätzt. Wir erhöhen unser Kursziel von 1,57 € auf 1,81 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Fast 90% des Jahresüberschusses wurde im zweiten Halbjahr erzielt. In den letzten Monaten hatte Scherzer 2 Meldungen über erfolgreiche Transaktionen veröffentlicht. So wurde ein Pironet-Paket außerbörslich mit einem Gewinn von ~1,2 Mio. € verkauft. Weiter erhielt Scherzer eine vertraglich vereinbarte Kaufpreinsbesserung von ~1,1 Mio. €, die nach einem erfolgreichen Squeeze-Out fällig wurde. Der Gesellschaftsname wurde nicht mitgeteilt. Ertragreich war auch die Veräußerung der Generali Deutschland im Juli. Nach Bekanntgabe des Squeeze-Out-Preises wurde wieder eine Position aufgebaut.

Da von einer vollständigen Thesaurierung des Jahresüberschusses auszugehen ist, schätzen wir das Eigenkapital per Ende 2013 auf 43,4 Mio. € oder 1,45 € je Aktie (Vj. 1,26 €).

Die Marktentwicklung hat den Return der Asset-Klasse Aktie verbessert. Demgegenüber ist der Wert der Nachbesserungsrechte (NBR) von ~88 Mio. € u. E. geringer einzuschätzen, da die Nachbesserungen der letzten 12 Monate nach unseren Berechnungen um ~3 Prozentpunkte auf gut 12% gefallen sind. Insgesamt überwiegt aber der positive Effekt durch die Marktentwicklung.

Die Börse ist aber keine Einbahnstraße. Wir sehen davon ab, den ROE erneut zu erhöhen und belassen ihn in der Detailphase bei 9,2%. Darin ist der Beitrag aus den NBR enthalten.

Infolge der erhöhten EK-Basis steigt der faire Wert nach unserem Modell dennoch weiter auf 2,13 € (bisher 1,85 €). Hierauf nehmen wir unverändert einen Abschlag von 15% vor, so dass sich ein neues Kursziel von 1,81 € ergibt.

Stille Reserven kräftig gestiegen

Wie auf Seite 1 ausgeführt, schätzen wir das bilanzielle Eigenkapital der Scherzer & Co. AG per Ende 2013 auf 1,45 € je Aktie (Vj. 1,26 €). Scherzer teilte mit, dass der NAV je Aktie Ende 2013 bei 1,74 € je Aktie (Vj. 1,33 €) lag. Daraus ergeben sich stille Reserven von 0,29 € je Aktie oder 8,7 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €). Darin sind die Nachbesserungsrechte (NBR) im Volumen von ~88 Mio. € (Vj. 82,3 Mio. €) nicht enthalten, da sie nicht bilanziert werden. Den Wert der NBR taxieren wir Ende 2013 auf 0,18 € je Aktie oder 5,5 Mio. € (Ende 2012: 6,5 Mio. €). Der Rückgang hängt mit geringeren Renditen bei Nachbesserungen im letzten Jahr zusammen. Nach unseren Recherchen lag die NBR-Rendite bei 12,48% nach 15,88% im Vorjahr, siehe auch Endspiele 2013, 11. Okt. 2013, Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH. Insgesamt ist aber festzuhalten, dass sich die stillen Reserven bei Scherzer im abgelaufenen Geschäftsjahr nach unseren Schätzungen um über 5 Mio. € erhöht haben.

Sehr guter Start 2014

In einer Meldung vom 23. Januar 2014 teilte die Scherzer & Co. AG mit, dass ihr Anteil an der IBS AG auf 15,69% aufgestockt und das Paket an die Siemens Industry Automation Holding AG, der Großaktionärin der IBS, verkauft wurde. Siemens hatte bereits am 22. Jan. gemeldet, dass sie an der IBS eine Beteiligung von 96,7% erlangt hat. Es ist davon auszugehen, dass Siemens als Nächstes ein Squeeze-Out-Verlangen veröffentlichen wird.

Wir schätzen, dass Scherzer durch die Transaktion bereits einen wesentlichen Teil des EPS für 2014 – wir erwarten 0,14 € – erwirtschaftet hat.

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
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
31.08.2013	88,0	1,28	1,51	-15%	45,8%	8.103,15	6.132,05	728,73
30.09.2013	88,0	1,35	1,56	-14%	46,4%	8.594,40	6.392,90	770,59
31.10.2013	88,0	1,39	1,63	-15%	51,2%	9.033,92	6.665,81	810,48
30.11.2013	88,0	1,39	1,69	-18%	51,4%	9.405,30	6.848,22	841,59
31.12.2013	88,0	1,43	1,74	-18%	54,2%	9.552,16	6.788,79	853,14
ggü. 31.12.12	6,9%	27,6%	30,5%			25,5%	29,3%	26,7%

*Anteil der 10 größten Positionen am Gesamtinvestment

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Scherzer: Die TOP 10 Aktienpositionen

	Preis 30.12.2013 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil Gesellschaft	Wert in Tsd. €
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	112,40	10,11%	0,11%	6.543
GK SOFTWARE (XET)	50,50	9,00%	6,10%	5.825
MAN (XET)	89,25	7,48%	0,04% *	4.841
ALLERTHAL-WERKE	13,79	4,96%	19,40%	3.210
IBS (XET)	13,15	4,84%	3,46%	3.132
TIPP24 (XET)	48,49	4,44%	0,71%	2.874
WMF PREF.	43,50	4,13%	1,32% **	2.673
BIOTEST (XET)	78,00	3,43%	0,43% ***	2.220
INVISION SOFTWARE	24,92	2,92%	3,39%	1.890
MAN PREF (XET)	88,56	2,84%	0,34% *	1.838
Summe		54,15%		35.046

* bezogen auf MAN St. und Vz. 0,05%

** bezogen auf WMF St. und Vz. 0,44%

*** bezogen auf Biotest St. und Vz. 0,22%

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

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Scherzer: Vergleichsunternehmen

	NAV je Aktie (€) 31.12.2013	Preis 31.12.2013	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV
SHAREHOLDERS VALUE BET.	50,94	43,75	-14,1%
VALUE-HOLDINGS INTL.	2,89	2,97	2,8%
SCHERZER & COMPANY	1,74	1,42	-18,7%

Quelle: Solventis Research

Scherzer: Excess-Return-Modell (€)

Jahr	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	43.440.126,00	47.629.320,54	52.222.504,49	57.258.637,00	60.545.282,76
Return on Equity	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%
Konzernjahresüberschuss	4.189.194,54	4.593.183,95	5.036.132,51	5.418.980,31	5.570.166,01
Eigenkapitalkosten	8,25%	8,23%	8,21%	8,20%	8,20%
Eigenkapitalkosten absolut	3.583.810,40	3.920.686,90	4.289.208,37	4.692.345,30	4.961.685,92
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	605.384,15	672.497,05	746.924,14	726.635,01	608.480,09
TV Excess Return					24.785.339,79
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,25%	117,16%	126,78%	137,17%	137,17%
Barwert Excess Return	559.246,32	573.995,03	589.133,16	529.719,67	18.068.606,49
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	4.189.194,54	4.593.183,95	5.036.132,51	5.418.980,31	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,14 €	0,15 €	0,17 €	0,18 €	0,19 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	43.440.126,00				
Summe Barwerte Excess Return	20.320.700,68				
Wert des EK	63.760.826,68				
Anzahl Aktien (in)	29.940.000,00				
Wert pro Aktie	<u>2,13 €</u>				

Quelle: Solventis Research

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: **23. Januar 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.

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.
2. halten Papiere des analysierten Emittenten im Bestand.

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.