

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

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

Scherzer & Co. AG

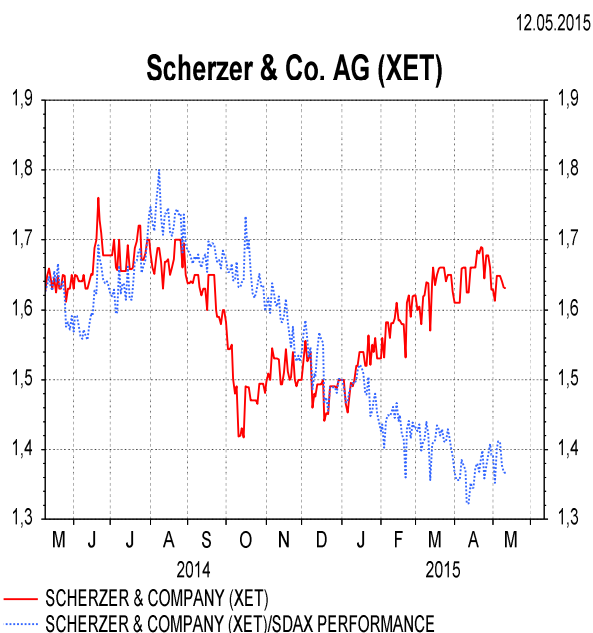
Dividendenvorschlag 0,05 €

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	2,15 € (1,92 €)
Kurs (11.05.2015)	1,63 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	48,8
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebnis je Aktie (€)	0,13	0,15	0,16	0,17
Buchwert je Aktie* (€)	1,58	1,68	1,79	1,90
KGV	11,5	11,0	10,3	9,7
Kurs/Buchwert	0,95	0,97	0,91	0,86
ROE	8,5%	9,1%	9,1%	9,1%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,05	0,05	0,05
Dividendenrendite	0%	3,1%	3,1%	3,1%

*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt ~94 Mio. €



Auch 2014 war die Scherzer & Co. AG wieder erfolgreich unterwegs und verdiente ein EPS von 0,13 € (Vj. 0,20 €). Dass das sehr gute Vorjahresergebnis nicht erreicht wurde, hängt im Wesentlichen mit geringeren Zuschreibungen und höheren Abschreibungen auf Wertpapierbestände zusammen. Die Aktualisierung der Modellparameter hat unter Berücksichtigung des Abschlags auf den NAV zur Folge, dass unser Kursziel auf 2,15 € (bisher 1,92 €) steigt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Nach einem erfreulichen H1'2014 mit einem EPS von 0,09 € fiel die Ertragsentwicklung im H2 wie erwartet verhaltener aus. Mit einem EPS von 0,13 € kann sich das Jahresergebnis 2014 aber insgesamt sehen lassen, auch wenn der Premium-Jahrgang 2013 (EPS 0,20 €) nicht erreicht wurde.

Der NAV zu Marktpreisen erreichte Ende April 2015 1,94 € nach 1,80 € je Aktie zum Ultimo 2014. Die solide Wertentwicklung blieb hinter der des marktbreiten CDAX zurück.

Die Nachbesserungsrechte (NBR) hatten Ende April ein Volumen von 94,2 Mio. € (97,9 Mio. € Ultimo 2014). Wir schätzen den Wert der NBR auf 5,9 Mio. € oder 0,20 € je Scherzer-Aktie, die in unsere ROE-Schätzung für die Gesellschaft und damit den fairen Wert der Scherzer-Aktie nach unserem Bewertungsmodell einfließen.

Dem Geschäftsmodell geschuldet, wird der Ausblick vom Management gewohnt vage gehalten: Es soll wieder ein positives Ergebnis erzielt werden.

Wir haben unser Excess-Return-Modell mit den aktuellen Parametern gerechnet und kommen nun auf einen fairen Wert von 2,56 € je Scherzer-Aktie. Davon ist noch der Bewertungsabschlag abzuziehen, der Ende April 2015 bei 16,0% lag. Insgesamt kommen wir auf ein Kursziel von 2,15 € (bisher 1,92 €). Damit bleibt die Scherzer-Aktie ein Kauf.

Scherzer: Angaben und Schätzungen zur GuV

	2014	2013	ggü. Vj.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Erträge aus Finanzinstrumenten	10,91	8,84	2,07
Aufwendungen aus Finanzinstrumenten	-3,56	-1,68	-1,88
Dividendenerträge	1,62	0,94	0,69
Zuschreibungen (WP AV + WP UV)	0,10	0,98	-0,88
Abschreibungen (WP AV + WP UV)	-3,82	-1,44	-2,38
Personalkosten	-0,56	-0,45	-0,10
Sonstiges	-0,49	-0,42	-0,06
EBIT	4,21	6,76	-2,55
Zinsergebnis	-0,31	-0,21	-0,10
EBT	3,90	6,55	-2,65
Steuern	-0,12	-0,58	0,45
EAT	3,78	5,98	-2,20
EPS (€)	0,13	0,20	-0,07

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

GB 2014 liegt vor

2014 wurden folgende Veränderungen im Portfolio vorgenommen:

Teilveräußerungen

U.a. Edel AG, InVision AG, Nordwest Handel AG und Zeal Network SE (vormals Tipp24 SE).

Gesamtveräußerung

U.a. Alba SE, Curanum AG, Fortec Elektronik AG, IBS AG, MS Industrie AG, Pironet NDH AG, Rhön-Klinikum AG und WMF AG.

Aufgestockte Positionen

U.a. Bastei Lübbe AG, DMG Mori Seiki AG, Lotto24 AG, Manz AG, Mobotix AG, PA Power AG und Württembergische Leben AG.

Neue Investments

Centrotec Sustainable AG, Delticom AG, Fair Value Reit AG, Goldbach Group AG, Homag AG, R. Stahl AG, Strabag AG, Thurella AG, Vossloh AG und WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG.

Gemessen an der **Branchenverteilung** ist die Portfolio-Struktur recht ausgeglichen (Stand 31.12.2014): 13% entfallen auf Nutzfahrzeuge gefolgt von Sonstiges (12%) und Beteiligungsgesellschaften sowie Software mit jeweils 11%. Am unteren Ende rangieren Handel (2%), Konsum (3%) und Unternehmensanleihen (4%).

GuV 2014 – wesentliche Positionen

Der Saldo aus Erträgen und Aufwendungen aus Finanzinstrumenten (Verkauf von Wertpapieren des Anlage- und Umlaufvermögens) fiel 2014 mit 7,35 Mio. € etwas höher aus als im Vorjahr (7,16 Mio. €). Die Dividendenerträge konnten deutlich gesteigert werden (1,62 Mio. € nach 0,94 Mio. €).

In den Erträgen ist auch eine Nachbesserung (inkl. Zinsen) aus dem Spruchverfahren der REpower Systems AG über 162 Tsd. € enthalten. Zuletzt hatte Scherzer bei der Spruchstelle der T-Online International AG im Oktober 2010 von einer Nachbesserung profitiert und 137 Tsd. € ertragswirksam verbucht.

Die positiven Effekte wurden durch folgende Positionen überkompensiert:

- um 0,88 Mio. € geringere gesetzlich vorgeschriebene Zuschreibungen,
- um 0,10 Mio. € geringere sonstige Zinsen und ähnliche Erträge,
- um 2,38 Mio. € höhere Abschreibungen auf Wertpapiere,
- um 0,10 Mio. € höhere Personalkosten.

Insgesamt ging das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit auf 3,90 Mio. € (Vj. 6,55 Mio. €) zurück. Bei einem deutlich reduzierten Steuersatz von 3,2% nach 8,8% ergibt sich ein Jahresüberschuss von 3,78 Mio. € (Vj. 5,98 Mio. €) oder 0,13 € nach 0,20 € je Aktie.

Nach Steuern wurde ein ROE von 8,5% erwirtschaftet nach sehr guten 14,7% im Vorjahr. Die 8,5% liegen nahe am langfristigen Durchschnitt, der mit Aktien zu erzielen war, insoweit ist das ein gutes Ergebnis.

Bilanz 2014 – wesentliche Positionen

Infolge des Jahresüberschusses erhöhte sich das Eigenkapital auf 47,40 Mio. € (Vj. 43,63 Mio. €) oder 1,58 € (Vj. 1,46 €) je Aktie. Bei einer Bilanzsumme von 72,0 Mio. € (Vj. 69,9 Mio. €) stellt sich die EK-Quote auf komfortable 65,9% nach 62,4%. Die (Bank-)Verbindlichkeiten wurden auf 22,90 Mio. € (Vj. 24,23 Mio. €) reduziert.

Auf der Aktivseite stieg das Anlagevermögen durch die Finanzanlagen auf 24,27 Mio. € (Vj. 21,12 Mio. €). Die Wertpapiere im Umlaufvermögen gingen auf 46,73 Mio. € (Vj. 47,80 Mio. €) zurück.

Der Buchwert je Aktie belief sich Ende 2014 auf 1,58 € (Vj. 1,46 €), der NAV auf 1,80 € (Vj. 1,40 €). Entsprechend verfügt die Gesellschaft über stille Reserven von 0,22 € (Vj. 0,28 €) je Aktie oder 6,6 Mio. € (Vj. 8,4 Mio. €).

Die 10 größten Aktienpositionen

Monatlich veröffentlicht die Scherzer & Co. AG die 10 wertmäßig größten Aktienpositionen im Portfolio. Zuletzt wurde der Stand mit Anteilen der Positionen am Gesamtportfolio der Scherzer & Co. AG zum 30.04.2015 bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Nach unseren Berechnungen belief sich deren Marktwert auf rund 41 Mio. €. Dieser Wert präsentiert rund 49% der gesamten Assets under Management (ohne NBR).

Gegenüber dem Stand per Ende 2014 sind die Lotto24 AG und die Data Modul AG neu in den 10 größten Aktienpositionen vertreten. Herausgefallen sind die Highlight Communications AG und die Fair Value REIT-AG.

Bei der Fair Value REIT-AG wurden Gewinne mitgenommen. Bei der Highlight Communications AG vermutlich auch.

Bei der InVision AG wurde im April die Meldeschwelle von 3% überschritten.

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.04.2015

	Preis 30.04.2015 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
MAN (XET)	96,81	8,36%	0,05% *	6.973
WUESTENROT & WUERTT(XET)	18,57	7,21%	0,35%	6.014
GK SOFTWARE (XET)	36,70	6,20%	7,46%	5.172
ALLERTHAL-WERKE	15,00	5,00%	23,17%	3.620
MAN PREF (XET)	96,03	4,34%	0,62% *	4.171
BIOTEST (XET)	71,00	4,31%	0,77% **	3.595
INVISION SOFTWARE (XET)	44,70	3,85%	3,21%	3.211
LOTTO24 (XET)	3,05	3,80%	4,73%	3.170
DATA MODUL (XET)	29,40	3,12%	2,51%	2.561
MOBOTIX (XET)	11,79	3,07%	1,64%	2.602
Summe		49,26%		41.089

* bezogen auf MAN St. und Vz. 0,07%

** bezogen auf Biotest St. und Vz. 0,38%

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

Nachbesserungsrechte – die wesentlichen Positionen

Zum Jahresultimo 2014 gibt Scherzer das Volumen der nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR) mit 97,9 Mio. € an. Die nachstehende Tabelle enthält die wesentlichen Positionen.

Per 30. April 2015 belief sich der Wert der NBR auf 94,2 Mio. €. Der Rückgang erklärt sich aus der Ausbuchung der NBR der D&S Europe AG (Squeeze-Out) und der Mobilcom AG (Verschmelzung auf freenet AG) jeweils ohne Aufbesserung.

Die nachstehende Tabelle zeigt einen Auszug der Nachbesserungspositionen per Ende 2014. Wir erwarten, dass auf der kommenden HV am 18. Mai ein Update erfolgt.

Scherzer: Nachbesserungsrechte – Stand 31.12.2014

Unternehmen	Struktur- maßnahme	Volumen Mio. €
AXA Konzern AG (St.)	Squeeze-out	18,8
HVB AG	Squeeze-out	17,2
Generali Deutschland Holding AG	Squeeze-out	9,0
Bank Austria AG	Squeeze-out	8,8
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
Vattenfall AG	Squeeze-out	2,5
Sonstige		22,3
		97,9

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Beteiligungsgesellschaften meist mit Abschlag auf NAV zu Marktpreisen

Einige Beteiligungsunternehmen geben ihren NAV zeitnah und zu Marktwerten an: Effecten-Spiegel, Shareholder Value, Scherzer, und Value-Holdings International, siehe Tabelle nächste Seite.

Andere Beteiligungsunternehmen sind weniger transparent und veröffentlichen nur Bilanzzahlen, die von Ansätzen zum Marktwert mehr oder weniger stark abweichen dürften: Dt. Balaton, DEWB, Sparta. Deren NAV zu Marktwerten haben wir geschätzt, indem wir auf deren Buchwert Ende 2014 die Marktentwicklung von Ende 2014 bis zum 30. April 2015 zugeschrieben haben, siehe Tabelle nächste Seite.

DBAG und Dt. Balaton berichten nach IFRS, die anderen nach HGB, was die Sache auch nicht leichter macht. Die meisten Beteiligungsunternehmen bilanzieren nach HGB, d. h. es darf maximal zum Anschaffungswert bilanziert werden. Sobald der Marktwert eines Assets über den Anschaffungswert hinausgeht, entstehen stille Reserven.

Insoweit sind die Unternehmen schon von den Zahlen her nur bedingt zu vergleichen. Hinzu kommt, dass die Geschäftsmodelle der Gesellschaften eine große Bandbreite an Möglichkeiten aufweisen, sich an anderen Unternehmen zu beteiligen. So favorisieren die DBAG und DEWB Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen. Bei den anderen Beteiligungsgesellschaften spielen Investments in börsennotierte Gesellschaften dagegen eine wesentliche Rolle.

Auf den NAV zu Marktwerten werden offensichtlich Abschläge bezahlt. Dagegen wird im Durchschnitt der Unternehmen eine Prämie auf den Buchwert bezahlt. Allerdings reicht die Spanne von hohen Abschlägen bis zu hohen Prämien.

Wir denken, dass Abschläge vorherrschen würden, wenn wir den NAV zu Marktpreisen aller hier betrachteten Unternehmen vorliegen hätten. Eine Ausnahme dürfte auch dann die DBAG sein, die als SDAX-Wert vergleichsweise liquide ist und über einen langjährigen positiven Track Record verfügt.

Für einen guten Teil der Abschläge dürfte die in der Branche vorherrschende Intransparenz verantwortlich sein, siehe oben. Außerdem sind die Informationen zu den nicht börsennotierten Assets dürftig und deren Bewertung liegt oftmals im Dunkeln.

Ein wesentliches steuerliches Privileg besteht darin, dass Wertpapiere des Anlagevermögens unter bestimmten Voraussetzungen steuerfrei veräußert werden können. Sollte dieses Privileg wegfallen, wäre zukünftig von höheren Steuersätzen auszugehen, die den Wert der Unternehmen drücken könnten, wobei das im Einzelfall nicht gelten muss. Auch dies könnte ein Grund für den Abschlag sein.

Scherzer: Vergleichsunternehmen

Unternehmen	Bilanz- zierg.	Kurs 30.04.15	Markt- kap. (Mio. €)	Marktwerte			Buchwerte			Dividende f. 2014			ROE nach St. 2014
				NAV je Aktie	Datum	Prämie (+) Abschlag (-)	je Aktie	Datum	Prämie (+) Abschlag (-)	je Aktie	Rendite	HV Datum	
Allerthal-Werke	HGB	15,00	18,0	15,56	31.12.14	-3,6%	11,75	31.12.14	27,7%	0,50	3,3%	10.07.15	15,8%
DBAG	IFRS	29,77	407,1	23,17	31.01.15	28,5%	23,17	31.01.15	28,5%	2,00	6,7%	24.03.15	15,8%
DEWB	HGB	2,27	34,4	2,35	geschätzt	-3,4%	2,01	30.06.14	12,9%	0,00	0,0%	07.07.15	-2,3%
Dt. Balaton	IFRS	11,98	133,1	20,62	geschätzt	-41,9%	17,65	31.12.14	-32,1%	0,00	0,0%	28.08.14	-1,7%
Effecten-Spiegel	HGB	16,44	57,9	25,07	31.03.15	-34,4%	18,16	31.12.14	-9,5%	0,75	4,6%	27.05.15	3,5%
Scherzer	HGB	1,63	48,8	1,94	30.04.15	-16,0%	1,58	31.12.14	3,1%	0,05	3,1%	18.05.15	8,5%
Shareholder Value	HGB	53,00	37,0	61,59	31.03.15	-13,9%	45,52	31.12.14	16,4%	0,00	0,0%	20.05.15	48,7%
Sparta	HGB	76,14	57,6	67,07	geschätzt	13,5%	57,42	31.12.14	32,6%	0,00	0,0%	22.06.15	21,2%
Value-Hldg. Int. AG	HGB	3,11	12,3	3,14	30.04.15	-1,0%	2,87	31.12.14	8,4%	0,07	2,3%	27.04.15	32,2%
Mittelwert			89,6			-8,0%			9,8%				15,8%
Median			48,8			-8,0%			12,9%				15,8%

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

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte	Preis	NAV	Abschlag	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
	Mio. €	je Aktie (€)	je Aktie (€)	auf NAV				
31.12.2013	87,9	1,43	1,74	-18%	54,2%	9.552,16	6.788,79	853,14
31.01.2014	87,9	1,52	1,87	-15%	52,8%	9.306,48	7.033,97	834,36
28.02.2014	87,9	1,62	1,91	-15%	55,3%	9.692,08	7.263,15	869,31
31.03.2014	90,2	1,65	1,93	-15%	52,6%	9.555,91	7.168,97	856,42
30.04.2014	90,2	1,60	1,93	-17%	52,2%	9.603,23	7.158,97	858,51
30.05.2014	99,2	1,65	1,93	-15%	50,0%	9.943,27	7.459,32	889,90
30.06.2014	99,2	1,68	1,94	-14%	48,1%	9.833,07	7.385,32	881,17
31.07.2014	99,2	1,68	1,88	-11%	47,0%	9.407,48	7.039,00	840,72
31.08.2014	100,0	1,65	1,82	-9%	49,5%	9.470,17	7.013,86	846,53
30.09.2014	98,0	1,60	1,80	-11%	49,1%	9.474,30	6.852,82	844,57
31.10.2014	98,0	1,48	1,76	-16%	49,8%	9.326,87	6.664,34	833,99
28.11.2014	98,0	1,50	1,76	-15%	51,5%	9.980,85	7.072,23	891,60
31.12.2014	98,0	1,50	1,80	-17%	48,9%	9.805,55	7.186,21	879,54
ggü. 31.12.13	11,5%	5,0%	3,4%	1,2%	-5,2%	2,7%	5,9%	3,1%
31.12.2014	98,0	1,50	1,80	-17%	48,9%	9.805,55	7.186,21	879,54
31.01.2015	98,0	1,53	1,85	-17%	49,3%	10.694,32	7.652,23	959,20
28.02.2015	96,0	1,62	1,90	-15%	51,5%	11.401,66	8.149,65	1.022,60
31.03.2015	94,4	1,63	1,94	-16%	51,3%	11.966,17	8.417,23	1.068,54
30.04.2015	94,2	1,63	1,94	-16%	49,3%	11.454,38	8.423,96	1.027,34
31.05.2015								
30.06.2015								
31.07.2015								
31.08.2015								
30.09.2015								
31.10.2015								
30.11.2015								
31.12.2015								
ggü. 31.12.14	-3,9%	8,6%	7,8%	0,7%	0,4%	16,8%	17,2%	16,8%

* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

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

Abschläge auf NAV wenig verändert

Der NAV von Scherzer ist seit Ende 2014 um 7,8% auf 1,94 € je Aktie gestiegen. Der Kursabschlag auf den NAV war Ende April 2015 mit rund 16% wenig verändert. Insgesamt lässt sich keine grundlegende Änderung beim Abschlag feststellen. Der Abschlag entspricht 0,29 € je Aktie oder 8,7 Mio. €, d.h. die stillen Reserven werden vom Markt nicht bezahlt.

Marktentwicklung treibt fairen Wert der Scherzer-Aktie

Die Ermittlung des fairen Wertes der Scherzer-Aktie basiert unverändert auf unserem Excess-Return-Modell. Der zentrale Parameter des Modells ist der ROE.

Der ROE reflektiert die historische Entwicklung des Aktienmarktes. Seit unserem letzten Update ist dieser Wert gemessen am CDAX von 8,51% auf 8,84% gestiegen. Den Wert der Nachbesserungsrechte setzen wir unverändert mit 0,20 € je Scherzer-Aktie an. Im Modell erhöhen wir den ROE auf 9,09% von 8,78%. So berücksichtigen wir den von uns geschätzten Wert der NBR in Höhe von 0,20 € je Scherzer-Aktie.

Durch die Änderung der Parameter steigt der faire Wert der Scherzer-Aktie auf 2,56 € (2,31 €).

Für unser Kursziel berücksichtigen wir den Abschlag auf den NAV. Wie oben ausgeführt, orientieren wir uns dabei an dem zuletzt von Scherzer mitgeteilten Abschlag. Dieser lag am 30.04.2015 bei 16,0% (letztes Update 16,7%). Insgesamt steigt unser Kursziel von 1,92 € auf 2,15 €. Bei einem Kurs von aktuell 1,63 € ergibt sich ein Kurspotenzial von gut 30%. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Scherzer: Excess-Return-Modell (in Tsd. €)

Jahr	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	47.403,02	50.348,84	53.514,44	56.929,10	60.196,83
Return on Equity	9,09%	9,09%	9,09%	9,09%	9,09%
Konzernjahresüberschuss	4.442,82	4.720,59	5.019,66	5.323,37	5.471,89
Eigenkapitalkosten	5,25%	6,15%	7,05%	7,95%	7,95%
Eigenkapitalkosten absolut	2.488,66	3.095,61	3.770,98	4.523,02	4.782,64
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.954,16	1.624,97	1.248,67	800,36	689,25
TV Excess Return					31.258,67
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,25%	111,72%	119,59%	129,10%	129,10%
Barwert Excess Return	1.856,69	1.454,49	1.044,10	619,97	24.213,61
Thesaurierungsrate	65,00%	66,00%	69,00%	70,00%	60,00%
Thesaurierung	2.887,83	3.115,59	3.463,56	3.726,36	
Ausschüttung	1.554,99	1.605,00	1.556,09	1.597,01	
EPS	0,15 €	0,16 €	0,17 €	0,18 €	0,18 €
DPS	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,07 €
eingesetztes Kapital	47.403,02				
Summe Barwerte Excess Return	29.188,85				
Wert des EK	76.591,87				
Anzahl Aktien (in Tsd.)	29.940,00				
Wert pro Aktie	<u>2,56 €</u>				

Quelle: Solventis Research Schätzungen

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: **12. Mai 2015**

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 Rankingplazierung 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 Angebotssituation 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, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzel-emittenten: 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 abgezinnten 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.