

KLAUS SCHLOTE
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
 KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
 ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

MAXIMILIAN DÜLLMANN
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
 MDUELLMANN@SOLVENTIS.DE

Scherzer & Co. AG

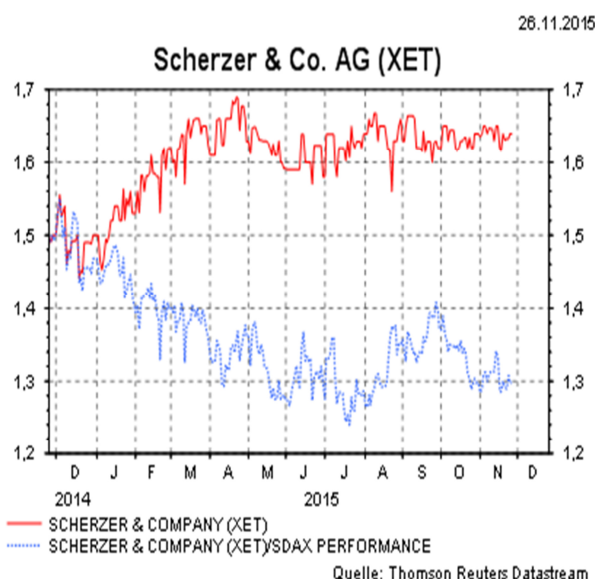
NAV weiterhin auf gutem Niveau

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	2,10 € (2,08 €)
Kurs (25.11.2015)	1,64 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	49,1
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebnis je Aktie (€)	0,13	0,15	0,15	0,16
Buchwert je Aktie* (€)	1,58	1,68	1,78	1,89
KGV	11,5	11,3	10,7	10,0
Kurs/Buchwert	0,95	0,98	0,92	0,87
ROE	8,5%	8,9%	8,9%	8,9%
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Dividendenrendite	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%

*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt ~94 Mio. €



Die Entwicklung des NAV legt nahe, dass die positiven Effekte aus dem Schering-Vergleich (2,9 Mio. €) im Aug. durch Kursrückgänge u.a. bei Biotest (wegen a. o. Abschreibungen von 84 Mio. €) im Okt. weitgehend neutralisiert wurden. Wir haben die Parameter in unserem Excess-Return-Modell aktualisiert. Der etwas geringere Beitrag vom Markt wird durch einen reduzierten Abschlag auf den NAV überkompensiert. Insgesamt liegt unser Kursziel etwas höher (2,10 € nach 2,08 €). Wir bestätigen die Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie.

Ggü. Anfang August sind MAN St., Sky Deutschland (Squeeze-out) und Biotest St. nicht mehr unter den 10 größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG. Neu in diesem Kreis sind Miba, Mobotix und Deutsche Postbank.

MAN wurde wegen des Abgasskandals bei VW reduziert. Bei Biotest waren die Sonderabschreibungen Anlass für den Positionsabbau. Hinzu kam der Kursverfall. Bei der österreichischen Miba wurde am 12. Okt. ein Squeeze-out zu 540 € beschlossen. Scherzer erwartet eine deutliche Nachbesserung aufgrund der positiven operativen Entwicklung. Bei der Postbank steht im Februar ein Termin zur Güte wegen des Squeeze-out's und des BGAV's an. Mobotix ist ein potentieller Übernahmekandidat.

Der Schering-Vergleich hat dazu beigetragen, dass die nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte (NBR) auf 88,7 Mio. € (94,6 Mio. €) zurückgegangen sind. Nach unseren Berechnungen hat Scherzer aus solchen Rechten seit 2010 ~3,5 Mio. € bei einem Ø-Nachbesserungsvolumen von ~85 Mio. € erlöst. Das entspricht einer Rendite von ~4%. Im Modell setzen wir die NBR mit 0,20 € je Scherzer-Aktie an, was einer Rendite von ~6% entspricht.

Wir haben unser Modell mit den aktuellen Parametern gerechnet. Aufgrund der Marktentwicklung liegt der faire Wert nun bei 2,41 € nach 2,57 €. Da der Bewertungsabschlag auf den NAV per Ende Oktober um 6 PP auf 13% zurückgegangen ist, sehen wir das Kursziel etwas höher bei 2,10 € nach 2,08 €. Die Scherzer-Aktie bleibt bei einem Kurspotential von ~28% ein Kauf.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 5.

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.10.2015

	Preis 30.10.2015 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
WUESTENROT & WUERTT(XET)	15,96	6,84%	0,34%	5.020
GK SOFTWARE (XET)	30,50	6,74%	8,58%	4.946
LOTTO24 (XET)	3,68	5,42%	4,48%	3.977
ALLERTHAL-WERKE	15,00	5,36%	21,85%	3.508
MAN PREF (XET)	93,00	4,78%	0,62% *	3.933
DATA MODUL (XET)	35,75	4,33%	2,52%	3.178
INVISION SOFTWARE (XET)	44,65	4,08%	3,00%	2.994
MIBA PREF.	577,90	3,92%	1,66%	2.877
MOBOTIX (XET)	12,60	3,52%	1,54%	2.583
DEUTSCHE POSTBANK (XET)	35,46	3,51%	0,03%	2.576
Summe		48,50%		35.592

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

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

Scherzer: Nachbesserungsrechte – Stand 30.10.2015

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
Kölner Rück AG (vink. Namensaktien)	Squeeze-out	3,8
Vattenfall AG	Squeeze-out	2,5
Sonstige		21,8
		88,7

Quelle: Solventis Research Schätzungen, Scherzer & Co. AG

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	94,2	1,59	1,90	-16%	49,2%	11.413,82	8.744,16	1.027,09
30.06.2015	94,2	1,58	1,95	-19%	49,6%	10.944,97	8.577,73	985,54
31.07.2015	94,6	1,64	1,95	-16%	49,6%	11.520,67	9.086,08	1.037,84
31.08.2015	86,0	1,65	1,95	-15%	47,4%	10.259,46	8.666,10	935,45
30.09.2015	88,7	1,62	1,92	-16%	48,5%	9.660,44	8.310,02	885,74
31.10.2015	88,7	1,64	1,88	-13%	48,5%	10.850,14	8.892,73	985,88
30.11.2015								
31.12.2015								
ggü. 31.12.14	-9,5%	9,3%	4,4%	3,9%	-0,4%	10,7%	23,7%	12,1%

* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

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

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

Jahr	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	47.403,02	50.251,65	53.340,53	56.668,59	59.921,36
Return on Equity	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%
Konzernjahresüberschuss	4.345,63	4.609,85	4.895,41	5.188,25	5.333,00
Eigenkapitalkosten	5,25%	6,15%	7,05%	7,95%	7,95%
Eigenkapitalkosten absolut	2.488,66	3.089,64	3.758,73	4.502,32	4.760,75
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.856,97	1.520,21	1.136,68	685,93	572,25
TV Excess Return					25.952,34
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,25%	111,72%	119,59%	129,10%	129,10%
Barwert Excess Return	1.764,35	1.360,72	950,45	531,34	20.103,21
Thesaurierungsrate	65,00%	66,00%	69,00%	70,00%	60,00%
Thesaurierung	2.824,66	3.042,50	3.377,83	3.631,78	
Ausschüttung	1.520,97	1.567,35	1.517,58	1.556,48	
EPS	0,15 €	0,15 €	0,16 €	0,17 €	0,18 €
DPS	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,07 €
eingesetztes Kapital	47.403,02				
Summe Barwerte Excess Return	24.710,07				
Wert des EK	72.113,08				
Anzahl Aktien (in)	29.940,00				
Wert pro Aktie	2,41 €				

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: **26. November 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: Meerbusch; HRB 18351, Amtsgericht Neuss; 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 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

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.