

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

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

Scherzer & Co. AG

Zahlen besser als zum Halbjahr berichtet

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	2,43 € (2,16 €)
Kurs (02.08.2016)	1,85 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	55,4
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Nach vorläufigen Zahlen erwirtschaftete die Scherzer & Co. AG im ersten Halbjahr 2016 einen Verlust vor Steuern von -1,13 Mio. € (Vj. +3,46 Mio. €). Dazu ergibt sich nach unseren Schätzungen ein EPS von etwa -0,03 €. Außerdem berichtete Scherzer über einen Vertrag zum Verkauf der Beteiligung an der FIDOR-Bank AG, der im Q4 zu einem EBT von 2,9 Mio. € führen kann, sofern die auf-schiebenden Bedingungen eintreten, was anzunehmen ist.

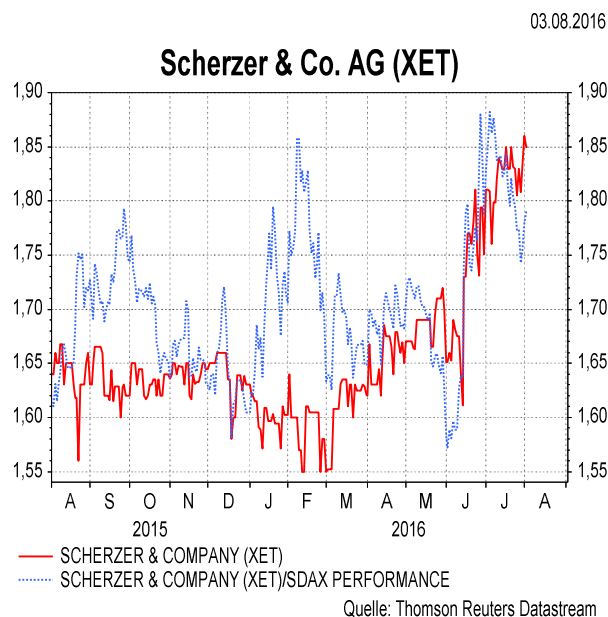
	2015	2016e	2017e	2018e
Ergebnis je Aktie (€)	0,18	0,16	0,17	0,18
Buchwert je Aktie* (€)	1,71	1,82	1,93	2,04
KGV	9,1	11,9	11,2	10,5
Kurs/Buchwert	0,95	1,02	0,96	0,90
ROE	10,3%	8,8%	8,8%	8,8%
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,06	0,06
Dividendenrendite	3,1%	2,7%	3,2%	3,2%

*ohne Nachbesserungsrechte von zuletzt ~96 Mio. €

Der FIDOR-Deal entspricht für sich genommen einem EPS von ~0,09 €. Der „Zeiger“ steht also auf einem EPS von ~0,06 €. Es müssten im H2'2016 weitere ~0,10 € hinzukommen, um unsere Schätzung von 0,16 € zu erreichen. Es bleibt abzuwarten, ob die Hürde noch genommen wird; Der NAV hat im Juli bereits um 0,05 € auf 1,96 € je Aktie zugelegt.

Der faire Wert nach dem Excess-Return-Modell ändert sich kaum. Aufgrund des deutlich abgesenkten Abschlags auf den NAV steigt unser Kursziel aber auf 2,43 € nach 2,16 €. Bei einem Kurspotential von rund 30% bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie.

Im H1'2016 wurden auf der Haben-Seite Dividenden von 1,18 Mio. € (Vj. 1,12 Mio. €), Kursgewinne von 0,91 Mio. € (Vj. 3,81 Mio. €), ein Ergebnis aus Stillhaltergeschäften von 0,71 Mio. € und Zuschreibungen von 0,52 Mio. € (Vj. 1,49 Mio. €) verbucht. Dem standen Abschreibungen von 3,53 Mio. € (Vj. 1,72 Mio. €), der Zinssaldo von -0,03 Mio. € (Vj. -0,07 Mio. €) und betrieblicher Aufwand von 0,92 Mio. € (Vj. 0,82 Mio. €) gegenüber. Im Vergleich zu dem sehr guten Vorjahresergebnis von 3,46 Mio. € (EBT) fielen insbesondere die Kursgewinne geringer und die stichtagsbezogenen Abschreibungen höher aus als im Vorjahr.



Den NAV je Aktie per Ende Juli gibt die Gesellschaft mit 1,96 € an. Das sind 0,05 € mehr als zur Jahresmitte. Ende 2015 hatte der NAV 1,98 € betragen. Unter Berücksichtigung der Dividende von 0,05 € haben die Aktionäre per Ende Juli also 0,03 € je Aktie oder 1,5% gewonnen. Darin ist der Wert der nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte noch nicht enthalten.

Die Nachbesserungsrechte schätzen wir wie im letzten Update vom 23. Juni auf 0,60 € je Scherzer-Aktie, da sich die Parameter nicht wesentlich verändert haben. Aufgrund eines veränderten Wertansatzes bei den AXA-Nachbesserungsrechten ist der Wert deutlich höher als noch per Ende 2015, als wir von 0,25 € je Scherzer-Aktie ausgingen.

Wir haben unser Excess-Return-Modell mit den aktuellen Parametern gerechnet. Der faire Wert ist mit 2,60 € je Scherzer-Aktie wenig verändert. Davon ist noch der Bewertungsabschlag abzuziehen, der Ende Juli nur noch bei 6,5% lag. Ende Mai hatte der Abschlag noch 17% betragen. Offensichtlich hat sich am Markt eine Neueinschätzung der AXA-Nachbesserungsrechte durchgesetzt. Hinzu kommt der wahrscheinliche Ergebnisbeitrag aus dem FIDOR-Deal, der im Q4'2016 verbucht werden sollte. Infolge des deutlich verringerten Abschlags auf den NAV steigt unser Kursziel auf 2,43 € nach 2,16 €. Die Scherzer-Aktie bleibt ein Kauf.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
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	88,7	1,65	1,96	-16%	49,7%	11.382,23	9.033,28	1.029,47
31.12.2015	96,3	1,63	1,98	-18%	51,3%	10.743,01	9.098,57	979,19
ggü. 31.12.14	-1,7%	8,7%	10,0%	-1,0%	2,4%	9,6%	26,6%	11,3%
31.12.2015	96,3	1,63	1,98	-18%	51,3%	10.743,01	9.098,57	979,19
31.01.2016	96,2	1,60	1,90	-16%	49,9%	9.798,11	8.372,08	897,13
29.02.2016	96,2	1,58	1,89	-16%	49,4%	9.495,40	8.364,39	872,56
31.03.2016	96,2	1,62	1,98	-18%	49,0%	9.965,51	8.809,75	914,72
30.04.2016	96,2	1,66	1,99	-17%	48,9%	10.038,97	8.791,30	920,96
31.05.2016	96,2	1,70	2,04	-17%	51,5%	10.262,74	9.367,42	944,28
30.06.2016	96,2	1,75	1,91	-8%	50,7%	9.680,09	8.782,23	892,55
31.07.2016	95,5	1,83	1,96	-7%	k.A.	10.337,50	9.361,76	952,59
ggü. 31.12.15	-0,1%	12,4%	-1,0%	9,4%	-0,6%	-3,8%	2,9%	-2,7%

* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

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

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

Jahr	2016e	2017e	2018e	2019e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	51.225,00	54.390,94	57.708,09	61.226,85	64.741,27
Return on Equity	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
Konzernjahresüberschuss	4.662,94	4.949,17	5.250,98	5.561,49	5.716,65
Eigenkapitalkosten	5,20%	6,10%	7,00%	7,90%	7,90%
Eigenkapitalkosten absolut	2.663,70	3.316,94	4.037,64	4.833,86	5.111,32
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.999,24	1.632,23	1.213,34	727,63	605,33
TV Excess Return					28.089,60
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,20%	111,62%	119,42%	128,85%	128,85%
Barwert Excess Return	1.900,42	1.462,37	1.015,98	564,70	21.799,66
Thesaurierungsrate	65,00%	65,00%	65,00%	60,00%	60,00%
Thesaurierung	3.030,91	3.216,96	3.413,14	3.336,90	
Ausschüttung	1.632,03	1.732,21	1.837,84	2.224,60	
EPS	0,16 €	0,17 €	0,18 €	0,19 €	0,19 €
DPS	0,05 €	0,06 €	0,06 €	0,07 €	0,08 €
eingesetztes Kapital	51.225,00				
Summe Barwerte Excess Return	26.743,13				
Wert des EK	77.968,13				
Anzahl Aktien (in)	29.940,00				
Wert pro Aktie	<u>2,60 €</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: **3. August 2016**

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 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.