

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 69 - 71589151
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

KLAUS SOER
TEL.: +49 (0) 69 - 71589152
KSOER@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 69 - 71589154
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

Scherzer & Co. AG

Branche mit hohen Abschlägen auf den NAV

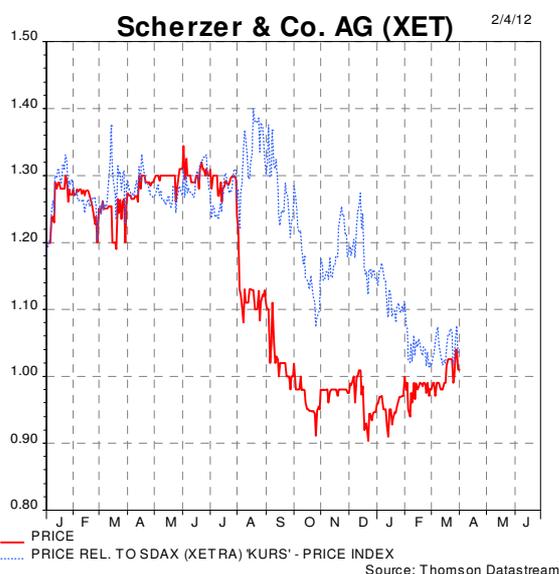
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,20 € (1,20 €)
Kurs (30.03.2012)	1,01 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	27,5
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,2
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Die endgültigen Zahlen zum Gj. 2011 bestätigen unsere EPS-Schätzung von -0,10 € je Scherzer-Aktie, die wir aus den vorläufigen Zahlen Ende Januar abgeleitet hatten. Die überraschend gute Performance der Aktienmärkte im laufenden Jahr macht sich auch am NAV der Scherzer-Aktie bemerkbar. Ende März lag der NAV je Aktie bei 1,31 € nach 1,15 € Ende 2011. Die Zunahme um 14% liegt bereits über dem langfristigen Durchschnitt, den wir unverändert bei 8,5% p.a. sehen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie mit Kursziel 1,20 €.

	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,10	0,10	0,11	0,12
Buchwert je Aktie* (€)	1,12	1,22	1,33	1,45
KGV	n.m.	10,1	9,3	8,5
Kurs/Buchwert	0,84	0,82	0,76	0,70
ROE	-8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Entscheidend für den Verlust waren die Abschreibungen auf Bestände im Anlage- und Umlaufvermögen von insgesamt 7,1 Mio. €. Diese Abschreibungen reflektieren zum guten Teil die Marktunruhen des Jahres 2011, die insbesondere auch die Finanzwerte wie Generali Deutschland trafen. Aber auch bei Stada dürfte Scherzer überdurchschnittlich viel verloren haben.

Nach guten Zahlen (EPS 7,69 €, Div. 4,85 €) zog der Kurs der Generali Deutschland-Aktie, der größten Position von Scherzer, zuletzt kräftig an. Zwischen der hotel.de und dem Großaktionär Robert Ragge (84,12%) soll ein Ergebnisabführungsvertrag geschlossen werden. Scherzer hält 5,04% an der hotel.de, die Ende März die zweitgrößte Position im Portfolio war. Mit einem Stimmrechtsanteil von 4,13% ist Scherzer auch wesentlicher Aktionär bei der IBS. Im laufenden Übernahmeangebot für IBS (Bieter Siemens) wurde die Mindestannahmeschwelle von 75% bereits übertroffen.

Nach unserem Excess-Return-Modell beträgt der faire Wert der Scherzer-Aktie unverändert 1,27 €. Die Branche ist nach wie vor von hohen Abschlägen auf den NAV geprägt. Von daher bestätigen wir unser Kursziel von 1,20 €. Die Scherzer-Aktie bleibt ein Kauf.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 11.

Verlustjahr 2011

Der Jahresfehlbetrag belief sich 2011 auf 2,8 Mio. € oder 0,10 € je Aktie. Dazu ergibt sich ein ROE von -8,7% auf Basis des bilanzierten Eigenkapitals. Damit performte Scherzer am unteren Rand der Vergleichsunternehmen, siehe Tabelle Seite 4 unten. 2011 war insbesondere durch hohe Abschreibungen von 7,1 Mio. € auf die Wertpapierbestände geprägt. Wir gehen davon aus, dass Scherzer nachhaltig einen ROE nach Steuern von 8,5% p. a. erzielen kann. Insoweit war 2011 u. E. ein Ausrutscher nach unten, der zum guten Teil den Marktturbulenzen geschuldet ist.

Ergebnis aus Wertpapierverkäufen positiv

Mit Gewinn konnten u.a. buch.de (1.253 Tsd. €), SAF Simulation (696 Tsd. €), Xing (534 Tsd. €), Dr. Hönle (486 Tsd. €), Kizoo (180 Tsd. €) Microsoft (144 Tsd. €) und WMF (128 Tsd. €) veräußert werden. Verluste wurden bei E.ON (503 Tsd. €), Hochtief (491 Tsd. €), IVG (372 Tsd. €) und Softline (160 Tsd. €) realisiert. Insgesamt belief sich das Ergebnis aus Wertpapierverkäufen auf positiven 2,9 Mio. €. Damit konnten die Abschreibungen teilweise kompensiert werden.

Bilanzverkürzung

Das um 2,8 Mio. € auf 30,6 Mio. € rückläufige Eigenkapital reflektiert die Verlustsituation in 2011. Die Bankverbindlichkeiten wurden um 2,0 Mio. € auf 13,5 Mio. € zurückgeführt. Ferner konnten Steuerrückstellungen über 0,5 Mio. € aufgelöst werden. Die Bilanzsumme ging um 5,3 Mio. € auf 44,4 Mio. € zurück. Dies überkompensierte die Eigenkapitalentwicklung und führte zu einer erhöhten Eigenkapitalquote von 68,9% (Vj. 67,1%).

Stille Reserven füllen sich seit Ultimo 2011 wieder

Aufgrund der Bilanzierung nach HGB stehen die Wertpapiere zu Anschaffungskosten bzw. den niedrigeren Zeitwerten in der Bilanz. Scherzer gibt darüber hinaus den NAV zu Marktwerten bekannt, bei dem die Verschuldung berücksichtigt ist. Zum 31.12.2011 meldete Scherzer einen NAV je Aktie von 1,14 €. Bei 27,2 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert des Eigenkapitals von 31,0 Mio. €. Dabei sind die Nachbesserungsrechte, die nicht bilanziert werden, unberücksichtigt. Den 31,0 Mio. € stand zum 31.12.2011 ein Buchwert des Eigenkapitals von 30,6 Mio. € gegenüber. Per Ende März 2012 wird der NAV je Aktie mit 1,31 € oder 35,7 Mio. € angegeben, siehe obere Tabelle Seite 3. Damit sollten die stillen Reserven im ersten Quartal 2012 bis zu 5 Mio. € gestiegen sein.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag auf NAV	TOP 10*	DAX	SDAX
31.12.2010	74,2	1,21	1,42	-15%	63,9%	6.914,19	5.173,79
24.01.2011	74,4	1,28	1,45	-12%	60,5%	7.067,77	5.122,83
28.02.2011	74,4	1,20	1,45	-17%	61,2%	7.272,32	5.235,49
24.03.2011	74,4	1,26	1,42	-11%	61,1%	6.933,58	5.081,07
29.04.2011	74,4	1,26	1,45	-13%	48,6%	7.514,46	5.348,19
23.05.2011	74,4	1,29	k. A.	k. A.	48,6%	7.121,52	5.352,93
30.06.2011	74,2	1,30	1,49	-13%	48,6%	7.376,24	5.416,54
31.07.2011	74,2	1,22	1,40	-13%	50,0%	7.158,77	5.292,20
31.08.2011	74,2	1,10	1,21	-9%	56,5%	5.784,85	4.555,97
30.09.2011	74,2	1,00	1,11	-10%	55,3%	5.502,02	4.310,89
31.10.2011	75,6	0,95	1,10	-14%	56,1%	6.141,34	4.611,25
30.11.2011	75,6	0,97	1,10	-12%	56,2%	6.088,84	4.421,77
31.12.2011	74,2	0,95	1,14	-17%	55,3%	5.898,35	4.421,44
ggü. 31.12.10	0,0%	-21,7%	-19,7%			-14,7%	-14,5%
31.01.2012	74,2	0,97	1,18	-18%	56,0%	6.458,91	4.731,02
29.02.2012	74,2	0,95	1,23	-23%	55,8%	6.856,08	5.139,90
30.03.2012	74,2	1,01	1,31	-23%	54,3%	7.079,23	5.210,15
ggü. 31.12.11	0,0%	6,8%	15,1%			20,0%	17,8%

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Die 10 größten Aktienpositionen

Monatlich veröffentlicht Scherzer u. a. die 10 wertmäßig größten Aktienpositionen im Portfolio. Zuletzt wurde der Stand zum 30.03.2012 bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Zusätzlich haben wir die Beteiligungshöhe mit angegeben, sofern sie von Scherzer veröffentlicht wird. Unten in der Tabelle sind Pironet und RM Rheiner Management mit aufgeführt, für die Scherzer auch die Beteiligungshöhe mit angibt.

Die 10 größten Aktienpositionen machen rund 55% des Aktienportfolios von Scherzer aus, dessen Marktwert wir auf rund 45 Mio. € schätzen.

Scherzer: Ausgewählte Beteiligungen

	Preis, € 02.04.2012	Beteiligungs- höhe	Wert in Tsd. €
BIOTEST (XET)	46,25	k.A.	k.A.
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	67,00	k.A.	k.A.
GK SOFTWARE (XET)	43,20	5,23%	4.044
HOTEL DE (XET)	24,10	5,06%	4.573
INVISION SOFTWARE (XET)	12,40	5%	1.386
EXCEET GROUP (XET)	7,50	k.A.	k.A.
WUESTENROT & WUERTT(XET)	15,32	k.A.	k.A.
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,90	1%	1.843
FREENET (XET)	12,36	k.A.	k.A.
IBS (XET)	6,30	4,13%	1.791
PIRONET NDH (XET)	2,24	3%	980
RM RHEINER MANAGEMENT	13,75	25%	756
Summe			15.373

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Nachbesserungsrechte – Die wesentlichen Positionen

Wie schon im Vorjahr hat Scherzer im GB 2011 erneut die größten Nachbesserungspositionen bekannt gegeben, siehe folgende Tabelle. Auf die 14 Titel entfallen über 95% des gesamten Nachbesserungsvolumen von 74,2 Mio. € per Ultimo 2011. Neu in dieser Gruppe wird die Repower genannt, während die Eurohypo herausgefallen ist.

Bei Eurohypo, Kässbohrer und Kolbenschmidt Pierburg verzeichnete Scherzer Abgänge ohne dass es zu einer gerichtlichen Aufbesserung der Abfindungen gekommen wäre. Als Zugänge wurden Repower und PC-Ware verzeichnet. Insgesamt nahm das Nachbesserungsvolumen im Vorjahresvergleich um 0,2 Mio. € ab.

Scherzer: Nachbesserungsvolumen

Unternehmen	Anlass	Volumen Mio. €
Abit AG	Verschmelzung	1,35
AXA Konzern AG (St.)	Squeeze Out	18,82
AXA Konzern AG (Vz.)	Squeeze Out	6,79
Bank Austria AG	Squeeze Out	3,43
Bayer Schering Pharma AG	Squeeze Out	4,70
D&S Europe AG	Squeeze Out	1,79
Ersol AG	Squeeze Out	0,84
HVB	Squeeze Out	17,22
Kölner Rück AG (vink. Namensaktien)	Squeeze Out	3,82
Kölner Rück AG (Inhaberaktien)	Squeeze Out	1,12
Mobilcom AG	Verschmelzung	2,60
Repoer systems SE	Squeeze Out	2,20
Schering AG	Squeeze Out	4,02
Vattenfall AG	Squeeze Out	2,46
		71,15

Quelle: Solventis Research, Scherzer

Branche mit hohem Abschlag auf NAV

Viele der hier betrachteten Beteiligungsunternehmen haben zwischenzeitlich zumindest ein vorläufiges Ergebnis für 2011 bekannt gegeben. Auf dieser Basis haben wir den NAV je Aktie Ende 2011 berechnet bzw. geschätzt, siehe folgende Tabelle. Auf Monatsbasis veröffentlichen lediglich Scherzer und Shareholder Value ihren NAV. Im Schnitt lag der Abschlag auf den NAV im Vergleich zu den Jahresschlusskursen bei rund 15%. Lediglich Allerthal und Sparta konnten einen Aufschlag auf ihren NAV verbuchen. Besonders große Abschläge verzeichneten DEWB und Deutsche Balaton, Scherzer lag Ende 2011 mit einem Abschlag von 19,7% im Mittelfeld.

Scherzer: Peers - Prämie/Abschlag auf NAV 31.12.2011, ROE 2011

	Rech- nungs- legung	NAV* je Aktie 31.12.11	Kurs 30.12.11	Prämie/ Abschlag auf NAV	NAV je Aktie 31.12.10	Dividende gezahlt 2011	ROE inkl. Dividende 2010
Allerthal	HGB	10,01	10,21	2,0%	10,24	0,75	5,1%
DBAG**	IFRS	17,96	15,67	-12,8%	20,75	1,40	-6,7%
Deutsche Balaton	IFRS	11,80	8,29	-29,8%	9,89	0,00	19,3%
DEWB	HGB	2,17	1,18	-45,6%	1,60	0,00	35,6%
GBK Beteiligungen	HGB	6,26	5,90	-5,8%	6,26	0,25	4,0%
Scherzer	HGB	1,15	0,92	-19,7%	1,23	0,00	-6,5%
Shareholder Value Bet.	HGB	29,28	23,80	-18,7%	21,36	0,00	37,1%
Sparta	HGB	40,44	43,01	6,4%	34,58	0,00	16,9%
Durchschnitt				-15,5%			13,1%
Median				-15,7%			11,0%

* bilanziertes EK, teils auf Basis on Unternehmensangaben geschätzt

** 31.1.2012, Gj. 31.10.

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters, Unternehmensangaben

Den NAV per Ende März 2012 hat Scherzer bereits veröffentlicht. Er beträgt 1,31 € je Aktie. Das ist eine Zunahme um 14% seit Ende 2011, während der Aktienkurs der Scherzer-Aktie lediglich um 10% zulegte. Die NAVs der Vergleichsunternehmen mussten wir schätzen, siehe Tabelle folgende Seite. In den nächsten Tagen wird Shareholder Value ihren NAV bekannt geben.

Wenn unsere Schätzungen einigermaßen zutreffend sind, dann hat sich an der grundlegenden Bewertungssituation der Branche trotz der guten Aktienmärkte im laufenden Jahr bislang kaum etwas verändert: Die Abschläge auf den NAV sind immer noch hoch. Das verwundert insoweit, als erfahrungsgemäß der Abschlag mit steigenden Aktienmärkten abgebaut wird.

Allerdings ist auch zu konstatieren, dass der NAV in der Branche weniger gestiegen ist als die Aktienmärkte.

Scherzer: Peers – Kennzahlen

	Rech- nungs- legung	NAV* je Aktie 30.03.12	Kurs 30.03.12	Prämie/ Abschlag auf NAV	Dividende gezahlt in 2011	Dividende** gezahlt in 2012	EPS*** 2011e	EPS**** 2012e
Allerthal	HGB	11,14	9,900	-11,1%	0,75	0,00	-0,86	k.A.
DBAG	IFRS	18,98	17,010	-10,4%	1,40	0,80	-1,22	0,85
Deutsche Balaton	IFRS	13,13	9,509	-27,6%	0,00	0,00	1,29	k.A.
DEWB	HGB	2,42	1,286	-46,8%	0,00	0,00	0,57	k.A.
GBK Beteiligungen	HGB	6,97	5,758	-17,4%	0,25	0,18	0,25	0,31
Scherzer	HGB	1,31	1,010	-22,9%	0,00	0,00	-0,10	0,11
Shareholder Value Bet.	HGB	33,00	28,164	-14,7%	0,00	0,00	2,52	k.A.
Sparta	HGB	48,00	50,111	4,4%	0,00	0,00	5,82	k.A.
Durchschnitt				-18,3%				
Median				-16,0%				

* geschätzt

** geschätzt, DBAG ist

*** geschätzt, DBAG ist, ansonsten auf Basis von Unternehmensangaben

**** Thomson Reuters inkl. Scherzer

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters, Unternehmensangaben

Offensichtlich steht diese Branche derzeit nicht im Fokus der Investoren. In der Thomson Reuters Datenbank jedenfalls sind für die meisten Beteiligungsunternehmen keine Schätzungen enthalten. Wann und ob sich das ändern wird, ist kaum abzuschätzen.

Wir gehen davon aus, dass sich an der Bewertungssituation im den nächsten Monaten wenig ändern wird: Die Bewertungsabschläge dürften fortbestehen. Allerdings würde uns ein Abbau der Abschläge weniger überraschen als eine Ausweitung. Für einen Abbau der Abschläge müsste die Unternehmen nach unserem Dafürhalten zumindest so wie die Aktienmärkte performen - besser noch sie schlagen.

Scherzer-Aktie ist unterbewertet

Wir leiten den fairen Wert der Scherzer-Aktie mit Hilfe unseres Excess-Return-Modells ab (bei kompatiblen Parametern führt ein DCF-Modell zu den gleichen Ergebnissen), siehe Tabelle folgende Seite. Nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2011 und der endgültigen Zahlen für 2011 haben sich für den Datenkranz keine wesentlichen Änderungen ergeben. Der faire Wert bleibt bei 1,27 € je Scherzer-Aktie.

Eine wesentliche Setzung in unserem Modell ist der Return on Equity (ROE). Im Fall von Scherzer halten wir 8,5% p. a. nachhaltig für realistisch. Die ROE-Setzung hängt wesentlich mit der historischen Performance der Aktienmärkte zusammen, siehe Update vom 16.12.2011.

Wir haben oben bereits festgestellt, dass der NAV von Scherzer im ersten Quartal 2012 um 14% gestiegen ist. Damit wird bereits der von uns unterstellte langfristige jährliche Durchschnitt deutlich überschritten. Dies ist im Wesentlichen der Volatilität der Aktienmärkte geschuldet. Die 8,5% p. a. können bekanntlich nach beiden Seiten weit übertroffen werden.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Angaben in € (wenn nicht anders angegeben)

Jahr	2012e	2013e	2014e	2015e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	30.615.148,46	33.332.942,32	36.292.002,47	39.513.746,82	40.402.806,12
Return on Equity	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Konzernjahresüberschuss	2.717.793,86	2.959.060,15	3.221.744,34	3.396.453,50	3.434.238,52
Eigenkapitalkosten	7,50%	7,67%	7,83%	8,00%	8,00%
Eigenkapitalkosten absolut	2.296.136,13	2.555.525,58	2.842.873,53	3.161.099,75	3.232.224,49
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	421.657,72	403.534,58	378.870,82	235.353,75	202.014,03
TV Excess Return					3.513.287,49
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,50%	115,74%	124,81%	134,79%	134,79%
Barwert Excess Return	392.239,74	348.651,08	303.562,69	174.604,17	2.606.436,64
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	2.717.793,86	2.959.060,15	3.221.744,34	3.396.453,50	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,10 €	0,11 €	0,12 €	0,12 €	0,13 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	30.615.148,46				
Summe Barwerte Excess Return	3.825.494,32				
Wert des EK	34.440.642,78				
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00				
Wert pro Aktie	<u>1,27 €</u>				

Quelle: Solventis Research, Scherzer

FAZIT

Wie immer hat die Volatilität der Aktienmärkte einen maßgeblichen Einfluss auf die Performance von Scherzer. Nach dem Verlustjahr 2011 sieht es für 2012 bislang gut aus: Der NAV je Aktie stieg zum Ende des ersten Quartals auf 1,31 € je Scherzer-Aktie.

Trotz der guten Entwicklung der Aktienmärkte verzeichnen Beteiligungsunternehmen nach wie vor einen erheblichen Abschlag auf ihren NAV. Es ist kaum abzuleiten, ob und wann sich diese Situation ändert.

Von daher erwarten wir nicht, dass in nächster Zeit der faire Wert der Scherzer Aktie von 1,27 €, der auf einem nachhaltigen ROE von 8,5% p. a. beruht, am Markt bezahlt wird. Wir belassen unser Kursziel bei 1,20 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Scherzer: GuV in €

	2010	yoy	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy
Ergebnis aus Wertpapierverkäufen	3.129.760,93	163,3%	2.906.655,30	-7,1%	3.000.000,00	3,2%	3.000.000,00	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	2.872.444,02	-55,5%	886.059,56	-69,2%	517.459,90	-41,6%	753.996,30	45,7%
Rohergebnis nach GKV	6.002.204,95	-21,4%	3.792.714,86	-36,8%	3.517.459,90	-7,3%	3.753.996,30	6,7%
Personalaufwand	319.573,71	47,4%	351.238,80	9,9%	362.518,53	3,2%	362.518,53	0,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	2.002.433,16	73,8%	7.120.539,94	255,6%	1.100.000,00	-84,6%	1.100.000,00	0,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	547.638,81	3,3%	436.542,50	-20,3%	254.941,37	-41,6%	371.477,77	45,7%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	3.132.559,27	-45,4%	-4.115.606,38	-231,4%	1.800.000,00	-143,7%	1.920.000,00	6,7%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	100,09%	-382,6 pp	-141,59%	-241,7 pp	60,00%	201,6 pp	64,00%	4,0 pp
EBITDA	5.134.992,43	-25,5%	3.004.933,56	-41,5%	2.900.000,00	-3,5%	3.020.000,00	4,1%
EBITDA-Marge	164,07%	-415,6 pp	103,38%	-60,7 pp	96,67%	-6,7 pp	100,67%	4,0 pp
EBIT	3.132.559,27	-45,4%	-4.115.606,38	-231,4%	1.800.000,00	-143,7%	1.920.000,00	6,7%
EBIT-Marge	100,09%	-382,6 pp	-141,59%	-241,7 pp	60,00%	201,6 pp	64,00%	4,0 pp
Erträge aus anderen Wertpapieren und A	1.191.686,44	122,1%	1.334.179,35	12,0%	1.035.712,91	-22,4%	1.039.591,39	0,4%
Abschreibungen auf Finanzanlagen u. W	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	274.593,43	30,7%	589.168,98	114,6%	590.453,42	0,2%	591.737,85	0,2%
Zinsaufwand	565.101,01	15,9%	620.756,42	9,8%	565.330,69	-8,9%	436.529,08	-22,8%
Finanzergebnis	901.178,86	247,8%	1.302.591,91	44,5%	1.060.835,64	-18,6%	1.194.800,16	12,6%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	4.033.738,13	-32,7%	-2.813.014,47	-169,7%	2.860.835,64	-201,7%	3.114.800,16	8,9%
EBT-Marge	128,88%	-375,7 pp	-96,78%	-225,7 pp	95,36%	192,1 pp	103,83%	8,5 pp
Steuern	99.573,86	-84,2%	-44.331,93	-144,5%	143.041,78	-422,7%	155.740,01	8,9%
Steuerquote	2,47%	-8,0 pp	1,58%	-0,9 pp	5,00%	3,4 pp	5,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	3.934.164,27	-26,7%	-2.768.682,54	-170,4%	2.717.793,86	-198,2%	2.959.060,15	8,9%
Konzernjahresüberschuss	3.934.164,27	-26,7%	-2.768.682,54	-170,4%	2.717.793,86	-198,2%	2.959.060,15	8,9%
Anzahl Aktien zum 30.03.12 (Mio.)	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,14	-26,7%	-0,10	-170,4%	0,10	-198,2%	0,11	8,9%

Quelle: Scherzer, Solventis Research, Scherzer

Scherzer: Bilanz in €

	2010	yoy	2011	yoy	2012e	yoy	2013e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	585.430,87	451,2%	469.909,72	-19,7%	540.000,00	14,9%	540.000,00	0,0%
Forderungen	598.517,73	25,0%	592.933,92	-0,9%	611.975,48	3,2%	611.975,48	0,0%
Wertpapiere	27.982.790,84	41,8%	27.707.068,47	-1,0%	28.596.856,81	3,2%	28.596.856,81	0,0%
Rechnungsabgrenzung	11.453,75	-42,0%	12.102,25	5,7%	12.102,25	0,0%	12.102,25	0,0%
Summe Umlaufvermögen	29.178.193,19	43,5%	28.782.014,36	-1,4%	29.760.934,54	3,4%	29.760.934,54	0,0%
Sachanlagen	11.226,00	-7,0%	14.875,00	32,5%	-645.125,00	-4437,0%	-875.125,00	35,7%
Immaterielle Vermögenswerte	567,00	105,4%	226,00	-60,1%	226,00	0,0%	226,00	0,0%
Wertpapiere	20.528.963,97	-0,1%	15.605.256,33	-24,0%	15.605.256,33	0,0%	15.605.256,33	0,0%
Beteiligungen	0,00	n.m.	15.000,00	n.m.	15.000,00	0,0%	15.000,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	20.540.756,97	-0,1%	15.635.357,33	-23,9%	14.975.357,33	-4,2%	14.745.357,33	-1,5%
Summe Aktiva	49.718.950,16	21,6%	44.417.371,69	-10,7%	44.736.291,87	0,7%	44.506.291,87	-0,5%
Bilanzsumme	49.718.950,16	21,6%	44.417.371,69	-10,7%	44.736.291,87	0,7%	44.506.291,87	-0,5%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%
Kapitalrücklage	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%
Gewinnrücklagen	80.166,89	0,0%	80.166,89	0,0%	2.797.960,75	3390,2%	5.757.020,90	105,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-2.280.615,52	-63,3%	-5.049.298,06	121,4%	-5.049.298,06	0,0%	-5.049.298,06	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	33.383.831,01	13,4%	30.615.148,47	-8,3%	33.332.942,33	8,9%	36.292.002,48	8,9%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	33.383.831,01	13,4%	30.615.148,47	-8,3%	33.332.942,33	8,9%	36.292.002,48	8,9%
	67,1%		68,9%					
Langfristige Schulden								
Finanzverbindlichkeiten	11.162.822,43	n.m.	8.500.000,00	-23,9%	8.500.000,00	0,0%	7.891.677,22	-7,2%
Summe langfristige Schulden	11.162.822,43	n.m.	8.500.000,00	-23,9%	8.500.000,00	0,0%	7.891.677,22	-7,2%
Kurzfristige Schulden								
Sonstige Rückstellungen	336.038,00	18,2%	269.561,00	-19,8%	278.217,72	3,2%	278.217,72	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	4.293.468,78	-59,5%	4.989.649,10	16,2%	2.580.737,37	-48,3%	0,00	-100,0%
Steuerrückstellungen	528.340,00	15,4%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	14.449,94	-86,2%	43.013,12	197,7%	44.394,45	3,2%	44.394,45	0,0%
Summe Kurzfristige Schulden	5.172.296,72	-54,8%	5.302.223,22	2,5%	2.903.349,54	-45,2%	322.612,17	-88,9%
Summe Passiva	49.718.950,16	21,6%	44.417.371,69	-10,7%	44.736.291,87	0,7%	44.506.291,87	-0,5%
Bilanzsumme	49.718.950,16	21,6%	44.417.371,69	-10,7%	44.736.291,87	0,7%	44.506.291,87	-0,5%

Quelle: Solventis Research, Scherzer

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. April 2012**

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.