

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

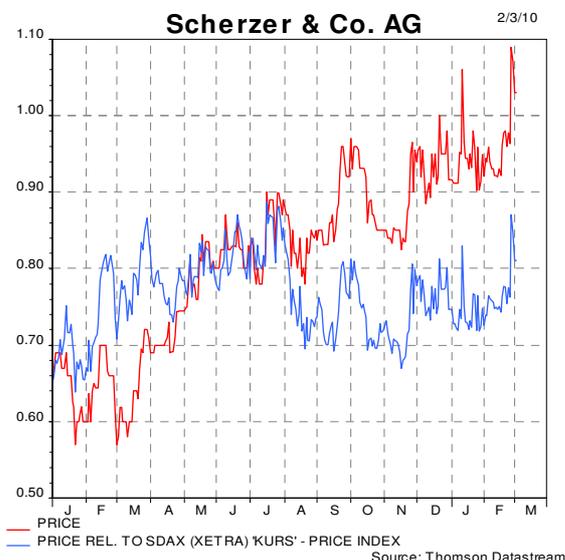
Guter Start ins Jahr 2010

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,26 € (1,06 €)
Kurs (01.03.2010)	1,03 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	28,0
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,22
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis je Aktie (€)	0,20	0,14	0,14	0,14
Buchwert je Aktie* (€)	1,08	1,22	1,36	1,51
KGV	5,2	7,5	7,3	7,2
Kurs/Buchwert	0,95	0,84	0,76	0,68
ROE	20,1%	12,0%	11,0%	10,0%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Scherzer glänzte 2009 mit einem Gewinn von 5,37 Mio. € (-19,90 Mio. €) oder 0,20 € je Aktie (-0,73 €). Damit wurde unsere Ende 2009 nach oben revidierte Prognose nochmals deutlich übertroffen. Wir heben unser Kursziel auf 1,26 € an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

- Scherzer erhöhte das Eigenkapital 2009 um 22% auf 29,45 Mio. €, was in etwa der Entwicklung des Aktienmarktes entsprach. Der Buchwert je Aktie stieg auf 1,08 € (Ende 2008: 0,88 €).
- Nach einem überdurchschnittlich guten ROE von 20% in 2009 gehen wir für 2010 von einer Normalisierung aus und setzen 12% an, was einen EPS von 0,14 € je Aktie entspricht.
- Während der Markt (Prime All Share) seit Jahresanfang etwa 3% verloren hat, legten die 10 größten Positionen Scherzers (~2/3 der Assets) nach unseren Schätzungen per 01.03. bereits um ~8% zu. Besonders stark entwickelten sich Kizoo (33,5%), Generali Deutschland (15,6%), Dr. Höhle (21,0%) und freenet (16,0%).
- Mögliche Performance-Beiträge aus den Nachbesserungsrechten aus Spruchstellenverfahren im Volumen von 72,1 Mio. € fließen in den fairen Wert der Scherzer Aktie mit 0,10 € ein.
- Den fairen Wert der Scherzer-Aktie sehen wir jetzt inkl. der Nachbesserungsrechte bei 1,26 € (alt 1,06 €). Wir heben unser Kursziel entsprechend an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Prämie auf den Buchwert: von Abschlag zu Aufschlag

Die Peers von Scherzer verzeichneten per 01.03. mit 0,9% einen geringen Aufschlag auf den Buchwert (Tabelle auf Seite 3). Das liegt in erster Linie an der Allerthal-Werke AG. Derzeit weisen die meisten Peers noch Abschläge auf den Buchwert je Aktie auf, die sich seit dem zyklischen Tief im März 2009 jedoch deutlich reduziert haben. Wir denken, dass die Chancen für positive Prämien mit anziehenden Märkten im weiteren Jahresverlauf gut stehen.

Fairer Wert steigt deutlich

Wir bewerten Scherzer mit Hilfe eines Excess-Return-Modells und eines Peer-Group-Vergleichs.

Ein entscheidender Treiber für das **Excess-Return-Modell** ist der Return on Equity (ROE). Für die Vergleichsunternehmen haben wir einen Track Record der ROEs von 9,8% ermittelt (Scherzer 2,5%). Bereinigt um das Ausnahmejahr 2008 liegt der ROE bei 13,5% (Scherzer 14,4%)

Wir haben unser Excess-Return-Modell für Scherzer modifiziert und setzen im Terminal Value einen ROE von 9,8% (alt 8,5%) an. Die 9,8% entsprechen dem Track Record der Peers (DBAG, Dt. Balaton, DEWB, Shareholder Value, Allerthal-Werke, Sparta), deren Daten teilweise 10 Jahre zurückreichen.

Für 2010 erwarten wir bei Scherzer einen ROE von 12%, was einem EPS von 0,14 € entspricht. Bis Ende März haben die 10 größten Positionen im Scherzer-Portfolio¹ bereits etwa 8% zugelegt. Auf dieser Basis ergibt sich ein fairer Wert für die Scherzer Aktie von 1,40 €. Dazu tragen die Nachbesserungsrechte etwa 0,10 € je Aktie bei.

Das Volumen der Nachbesserungsrechte², die nicht bilanziert werden, lag zum 31.12.2009 bei 70,1 Mio. € nach 65,1 Mio. € Ende 2008. Wir setzen die Nachbesserungsrechte bei der Ermittlung des fairen Wertes der Scherzer-Aktie unverändert mit 4 % ihres Nominalwerts oder 0,10 € je Scherzer-Aktie an.

Im Rahmen des **Peer-Group-Modells** erklären wir die Prämie auf den Buchwert 2009, die im Mittelwert der Vergleichsgruppe bei +0,9 % liegt, mit dem Track Record der ROEs, der Standardabweichung dieser ROEs und der Eigenkapitalquote. Nach diesem Modell errechnet sich ein fairer Wert für die Scherzer-Aktie von 0,99 €. In den Track Record der ROEs fließt auch die historische Performance der Nachbesserungsrechte ein. Die statistischen

¹ Freenet, Biotest, buch.de, Deutsche Postbank, Generali Deutschland, D&S Europe, Kizoo, RM Rheiner Management, Dr. Hönle, SAF.

² Das Volumen der Nachbesserungsrechte ergibt sich aus Stückzahl, die Scherzer von der jeweiligen Gattung hielt, multipliziert mit dem Preis, zu dem abgefunden wurde. Eine eventuelle Nachbesserung dieses Abfindungspreises ergibt sich im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens.

Qualitäten unseres Modells sind allerdings mit Vorsicht zu genießen. So hat der geschätzte Quotient für die Standardabweichung der ROEs ein positives Vorzeichen, was u. E. wenig Sinn macht.

Scherzer: Regressionsmodell Peer-Group

Unternehmen	ISIN	Kurs 01.03.10	Buchwert je Aktie	Aufschlag auf Kurs / Buchwert	ROE Track Record	EK-Quote	Standard- abweichung	Kurs / Buchwert nach Modell	Kurs fair
DBAG	DE0005508105	18,37	18,94	-3,0%	14,0%	89,1%	27,3%	10,4%	20,91
Dt. Balaton	DE0005508204	5,95	6,32	-5,9%	-2,4%	61,8%	17,8%	-6,5%	5,91
DEWB	DE0008041005	1,30	1,65	-21,4%	12,8%	53,5%	13,5%	-14,6%	1,41
Scherzer	DE0006942808	1,03	1,08	-4,8%	2,5%	72,0%	24,2%	-10,3%	0,99
Shareholder Value	DE0006059967	17,75	21,74	-18,4%	7,5%	93,7%	26,1%	-27,1%	15,85
Allerthal-Werke	DE0005034201	15,55	9,83	58,3%	15,3%	64,8%	16,2%	51,7%	14,90
Sparta	DE000A0NK3W4	30,78	30,27	1,7%	18,8%	98,0%	15,5%	2,9%	31,14
Mittelwert				0,9%	9,8%	76,1%	20,1%	0,9%	

Quelle: Unternehmen, Solventis Research

Angesichts dieser Problematik lassen wir die Ergebnisse des Peer-Group-Modells (0,99 € je Aktie) nur mit einem Drittel und die Ergebnisse des Excess-Return-Modells (1,40 €) mit zwei Drittel in unsere Bewertungsüberlegungen einfließen. Insgesamt erhalten wir so einen fairen Wert von 1,26 € je Scherzer-Aktie (alt 1,06 €).

FAZIT

Die Kursentwicklung der letzten 2 Jahre bestätigt erneut, dass die Prämien auf den Buchwert in der Beteiligungsbranche mit der Entwicklung des Aktienmarktes positiv korrelieren. Wir denken, dass auf Sicht von 12 Monaten durchaus positive Prämien auf den Buchwert bezahlt werden, nachdem sich die Abschläge auf den Buchwert mit steigenden Aktienmärkten bereits erheblich reduziert haben.

Auf Basis angepasster Modellparameter sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie jetzt bei 1,26 € (alt 1,06 €). Im Wesentlichen hängt das mit einer positiveren Einschätzung des ROE zusammen, den wir im Terminal Value auf 9,8% (8,5%) setzen, was dem Track Record der Peers unter Einschluß des Jahres 2009 entspricht.

Alles in allem bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie.

Scherzer: Excess-Return-Modell in Mio. €

Jahr	2010e	2011e	2012e	2013e	Terminal Value
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	29.450.000,00	33.209.574,47	37.075.239,22	40.977.895,98	41.387.674,94
Return on Equity	12,00%	11,00%	10,00%	9,80%	9,80%
Konzernjahresüberschuss	3.759.574,47	3.865.664,75	3.902.656,76	4.035.912,98	4.055.992,14
Eigenkapitalkosten	8,20%	8,28%	8,37%	8,45%	8,45%
Eigenkapitalkosten absolut	2.414.900,00	2.751.081,15	3.102.456,02	3.463.451,77	3.498.086,29
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.344.674,47	1.114.583,60	800.200,74	572.461,21	557.905,86
TV Excess Return					7.486.659,40
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,20%	117,16%	126,97%	137,70%	137,70%
Barwert Excess Return	1.242.767,53	951.307,89	630.240,55	415.734,33	5.436.982,07
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.759.574,47	3.865.664,75	3.902.656,76	4.035.912,98	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,14 €	0,14 €	0,14 €	0,15 €	0,15 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	29.450.000,00				
Summe Barwerte Excess Return	8.677.032,37				
Wert des EK	38.127.032,37				
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00				
Wert pro Aktie	<u>1,40 €</u>				

Quelle: Scherzer, 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: **2. März 2010**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Folgende 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: **Halten: 29.4.2009.**

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 Anlage- und Handelsbestand.

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 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.