

## Scherzer & Co. AG

### Halbjahreszahlen bestätigen Geschäftsmodell

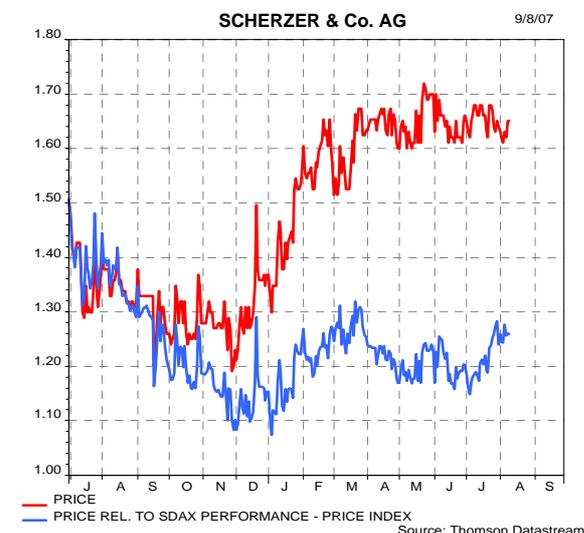
#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,81 €(1,85 €)
Kurs (08.08.2007)	1,65 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	44,91
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,22
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz (Mio. €)	17,63	28,13	35,02	37,13
EBIT (Mio. €)	3,19	5,12	6,41	6,83
EBIT-Marge	18,1%	18,2%	18,3%	18,4%
EBITDA (Mio. €)	3,78	6,19	7,48	7,90
EBITDA-Marge (€)	21,4%	22,0%	21,4%	21,3%
Ergebnis je Aktie (€)	0,11	0,15	0,20	0,21
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	0,92	1,60	1,80	1,82
KGV	15,54	10,95	8,43	7,84
Kurs/Buchwert	1,79	1,03	0,92	0,91
EV/EBIT	14,0	12,5	9,9	9,3
EV/EBITDA	11,8	10,4	8,5	8,0
EV/Umsatz	2,5	2,3	1,8	1,7
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zum 30.6.2007 meldete Scherzer einen Ebit von 1,8 Mio. €(+44% ggü. Vj.) und einen Ebt von 1,4 Mio. €(+25% ggü. Vj.). Damit liegt das Unternehmen im Rahmen unserer Erwartungen. Durch den AXA-Vergleich wird Scherzer im 2. Halbjahr eine voll ergebniswirksame Nachzahlung von über 1,5 Mio. € vereinnahmen. Nach der Kapitalerhöhung vom Mai liegt der faire Wert der Aktie aktuell bei 1,81 €je Aktie. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

- Zu den realisierten Kursgewinnen von 2,8 Mio. € trugen die Veräußerungen der Beteiligungen an Freenet und Egana Goldpfeil und die Teilveräußerung der Beteiligung an Custodia maßgeblich bei. Dem standen stichtagsbezogene Abschreibungen von 1,1 Mio. € gegenüber. Vermutlich hat die Beteiligung an MLP, die seit der HV (18. Mai.) aufgebaut wurde, einen guten Teil dazu beigetragen. Im Gesamtjahr 2006 wurden 0,6 Mio. € abgeschrieben.
- Die Erträge aus Dividenden und Zinsen beliefen sich im Halbjahr auf 0,6 Mio. €. Das sind etwa 50% mehr als im gesamten Vorjahr und reflektiert vor allem das gestiegene Beteiligungsvolumen.
- Der Zinsaufwand lag im ersten Halbjahr 2007 bei 0,4 Mio. €. Das ist bereits mehr als im Gesamtjahr 2006. Ende 2006 lagen die Bankschulden bei 12,8 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass die Bankschulden mittelfristig wieder auf rund die Hälfte des bilanziellen Eigenkapitals steigen werden. Das Eigenkapital schätzen wir per 30.6.2007 auf 40 Mio. €.



Bitte beachten Sie unseren Disclaimer ab Seite 4.

Mit 0,4 Mio. € liegt der betriebliche Aufwand knapp unter der Hälfte des anteiligen Vorjahreswertes. Darin sind die Kosten für die Kapitalmaßnahme enthalten (2007: 74 Tsd. €, 2006: 128 Tsd. € inkl. HV).

Erstmals hat Scherzer ihre 10 größten Beteiligungen geordnet nach Beteiligungsgröße per Jahresmitte genannt, ohne jedoch die Beteiligungsgröße oder die Einstandspreise zu enthüllen: HVB, AMB Generali Holding, Custodia Holding, Bayer Schering Pharma, Biotest, Kölnische Rückversicherung, Tele Atlas, AXA Konzern, MLP, Allianz Leben.

Durch den AXA-Vergleich besitzt Scherzer Nachbesserungsrechte in Höhe eines Andienungsvolumens von 34,4 Mio. € nach zuvor 8,8 Mio. €. Die Rechte werden nicht bilanziert. Im Rahmen von Spruchstellenverfahren können diese Rechte aber werthaltig werden. Wir setzen die Rechte mit 0,16 € je Scherzer Aktie an<sup>1</sup>.

Im 2. Halbjahr wird Scherzer durch den AXA-Vergleich eine voll ergebniswirksame Nachzahlung von über 1,5 Mio. € vereinnahmen. Für Tele Atlas, an der Scherzer über 150.000 Aktien hält, hat TomTom eine Barangebot von 21,25 € je Aktie angekündigt. Wir gehen davon aus, dass Scherzer die Aktien zu rund 17 € einstehen hat, so dass auf Basis des angekündigten Barangebotes von 21,25 € eine Reserve von etwa 0,7 Mio. € bei Scherzer besteht, die im zweiten Halbjahr realisiert werden könnte - eventuelle Nachbesserungen des Angebots nicht eingeschlossen.

Den Buchwert je Scherzer-Aktie schätzen wir per 30.6.07 auf 1,50 € inklusive thesauriertem Gewinn. Da Scherzer die Reserven im Finanzanlage- und Umlaufvermögen und den NAV nicht veröffentlicht, muss der NAV geschätzt werden. Zu den 1,50 € addieren wir 0,16 € aus den Nachbesserungsrechten und 0,08 € für den AXA-Vergleich und das Tele Atlas-Angebot. Nach dieser Rechnung kommen wir auf einen NAV von 1,75 € je Aktie. Vermutlich liegt der tatsächliche NAV noch darüber. Denn es ist davon auszugehen, dass in den übrigen Beteiligungen von Scherzer in der Summe ebenfalls Reserven vorhanden sind.

Nach unserem Excess-Return-Modell liegt der faire Wert für die Scherzer-Aktie per Ende Juli bei 1,86 € je Aktie nach 1,95 € vor der Kapitalerhöhung vom Mai. Den EPS für 2007 schätzen wir auf 0,15 € (0,18 €) und auf 0,20 € (0,21 €) in 2008. Daraus ergibt sich ein KGV von 11,0 für 2007 und 8,4 für 2008.

Das Scherzer-Management kommuniziert unter Verweis auf die erhöhte Volatilität an den internationalen Aktienmärkten einen Jahresüberschuss mindestens auf Vorjahresniveau. Das entspricht einem Gewinn je Aktie von 0,11 € unter Verwendung der erhöhten Aktienstückzahl. Auf Basis der berichteten Zahlen zum Halbjahr und der bereits bekannten bzw. wahrscheinlichen Ertragseffekte im laufenden Halbjahr (AXA, Tele Atlas) halten wir die Guidance von Scherzer für konservativ.

---

<sup>1</sup> Siehe Basis-Studie Scherzer vom 20.04.2007.

Im Durchschnitt aus NAV und dem Excess-Return-Modell ergibt sich ein fairer Preis von 1,81 € je Aktie. Bei einem aktuellen Kurs von 1,65 € (Schlusskurs 8.8.07) verfügt die Scherzer-Aktie danach über ein Kurspotential von rund 10% und bleibt eine Kaufempfehlung.

Am 9. Aug. 2007 meldete die Dr. Hönle AG, dass die Scherzer & Co. AG die Schwelle von 3% der Stimmrechte der Dr. Hönle AG überschritten hat und 170.308 Aktien (3,09%) der Gesellschaft hält. Der Einstandskurs dürfte bei rund 9 € je Aktie liegen. Entsprechend ergibt sich ein Investitionsvolumen von 1,5 Mio. €.

Das Investment ist der Anlagestrategie "Chance" zuzuordnen. Das Geschäftsmodell von Dr. Hönle wird von Scherzer als aussichtsreich eingestuft. Außerdem verfügt Dr. Hönle über eine Kasse von rund 3,50 € je Aktie, was etwa 40% des Aktienkurses entspricht. Die Liquidität soll primär für Unternehmenszukäufe verwendet werden. Sollte Dr. Hönle hier nicht zum Zuge kommen, ist mit einer erhöhten Ausschüttung zu rechnen.

#### Excess-Return-Modell

Jahr	2007	2008	2009	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	32.285.642,76	43.646.973,65	48.973.608,82	49.463.344,90
Return on Equity	12,71%	12,20%	11,70%	11,70%
Konzernjahresüberschuss	4.102.798,09	5.326.635,17	5.729.912,23	5.787.211,35
Eigenkapitalkosten	9,04%	9,04%	9,04%	9,04%
Eigenkapitalkosten absolut	2.918.622,11	3.945.686,42	4.427.214,24	4.471.486,38
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.184.175,98	1.380.948,75	1.302.697,99	1.315.724,97
TV Excess Return				16364738,49
Kumulierte Eigenkapitalkosten	109,04%	118,90%	129,65%	129,65%
Barwert Excess Return	1.086.001,45	1.161.464,33	1.004.815,25	12.622.679,09
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	4.102.798,09	5.326.635,17	5.729.912,23	
<b>eingesetztes Kapital</b>	<b>32.285.642,76</b>			
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>15.874.960,11</b>			
<b>Wert des EK</b>	<b>48.160.602,87</b>			
<b>Anzahl Aktien (in )</b>	<b>27.219.499,00</b>			
<b>Wert pro Aktie Ende 2006</b>	<b>1,77 €</b>			
<b>Aufgezinst zum 31.7.2007</b>	<b><u>1,86 €</u></b>			

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: 9. August 2007

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: 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 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.

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; Ulf van Lengerich, Junior 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. Infobolsa, Thomson Financial 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.**