

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

Kapitalerhöhung über Börsenkurs

Kaufen (Kaufen)

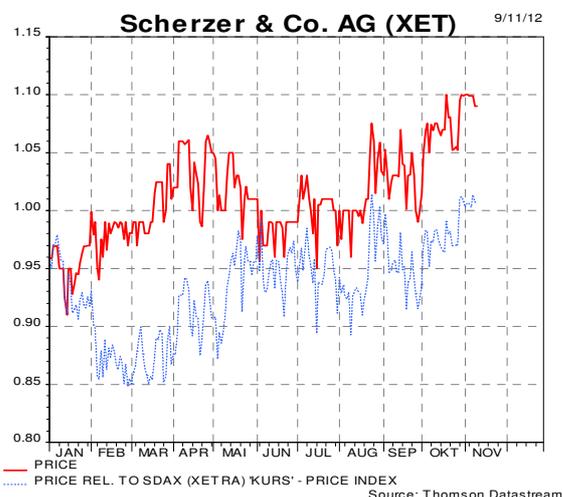
Kursziel	1,25 € (1,20 €)
Kurs (08.11.2012)	1,09 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €) nach KE	32,6
Anzahl Aktien (Mio. Stück) nach KE	29,9
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Kerndaten und Prognosen

(KE ab 2013 berücksichtigt)

	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,10	0,10	0,11	0,13
Buchwert je Aktie* (€)	1,12	1,22	1,33	1,46
KGV	n.m.	10,4	9,7	8,5
Kurs/Buchwert	0,84	0,89	0,82	0,75
ROE	-8,7%	8,5%	8,9%	9,2%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Scherzer hat das Eigenkapital um 10% erhöht. Der Gesellschaft fließen brutto 3,1 Mio. € zu. Wir haben unser Kursziel trotz der erhöhten Aktienstückzahl um 0,05 € auf 1,25 € angehoben. Die Gründe liegen in einer besseren Performance der Aktienmärkte und einem geringeren Branchenabschlag auf den NAV. Unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie bestätigen wir.

Wir gehen davon aus, dass das Teilerwerbsangebot von Scherzer für die Allertal-Werke AG erfolgreich ist. Die Transaktion sehen wir für den Abschlag auf den NAV zu Marktpreisen von Scherzer als etwa neutral an.

Den am 02.10. von 9,00 € auf 9,50 € erhöhten Angebotspreis je Allertal-Aktie und der von Allertal gezahlten Dividende stehen die realisierten Erträge und Zuschreibungen bei Allertal gegenüber, siehe Zwischenmitteilung von Allertal-Werke AG innerhalb des 2. Halbjahres 2012.

Für das Excess-Return-Modell verwenden wir einen ROE, der sich an der historischen Aktienperformance ausrichtet. Die hat sich ggü. Vorjahr um 0,7 Prozentpunkte auf 7,7 % erhöht. Inclusive des von uns geschätzten Beitrags aus den nicht bilanzierten Nachbesserungsrechten erhöhen wir den ROE bis 2014 auf 9,2% (alt 8,5%). Der faire Wert steigt so trotz der höheren Aktienzahl auf 1,31 € je Scherzer-Aktie nach zuvor 1,27 €.

Auf den fairen Wert nehmen wir einen Abschlag von 5% vor, was den Branchenabschlag auf den NAV reflektiert. Im Ergebnis erhalten wir für die Scherzer-Aktie ein Kursziel von 1,25 € nach zuvor 1,20 €.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 8.

SOLVENTIS WERTPAPIERHANDELSBANK GMBH, SOLMSSTR. 18 E, 60486 FRANKFURT AM MAIN; TEL. 0 69-71 58 91 10
WWW.SOLVENTIS.DE

Kapitalerhöhung finanziert Teilangebot für Allerthal

Die Scherzer & Co. AG hat am 7. Nov. eine **Kapitalerhöhung** (KE) um 9,99% bekannt gegeben. Die KE ist bei institutionellen Anlegern zu einem Ausgabebetrag von 1,15 € je Scherzer-Aktie platziert worden. Scherzer fließen brutto 3,1 Mio. € zu. Das Grundkapital steigt auf 29,9 Mio. €. Analog erhöht sich die Anzahl der Aktien auf 29,9 Mio. Die Kapitalerhöhung wurde zwar über dem Börsenkurs platziert, aber unter dem NAV zu Marktpreisen, der Ende Okt. bei geschätzten 1,29 € je Scherzer-Aktie lag.

Für das bis zum 15.11.2012 laufende **Teilerwerbsangebots** der **Allerthal-Werke AG** zum Preis von 9,50 € je Allerthal-Aktie kann inklusive der Transaktionsnebenkosten eine Zahlungsverpflichtung von bis zu 2,7 Mio. € resultieren.

Von der HV der Allerthal-Werke wurde für 2011 eine Dividende von 0,50 € beschlossen, die am 31.10. gezahlt wurde. Im Anschluss war ein konkurrierendes Teilerwerbsangebot der Deutsche Balaton hinfällig geworden. Aktuell ist die **Deutsche Balaton** mit 24,1% an Allerthal-Werke AG beteiligt. Darüber hinaus bestehen Call- und Putoptionen auf weitere 19,8% der Allerthal-Aktien.

Bis zum 2. Nov. wurde das Erwerbsangebot von Scherzer nur für wenige Aktien (329 Stücke) angenommen. Erfahrungsgemäß werden die meisten Aktien kurz vor Schluss der **Angebotsfrist** (15.11.) angenommen.

Wir gehen davon aus, dass das **Erwerbsangebot** von Scherzer **erfolgreich** ist. Die Transaktion sehen wir für den Abschlag auf den NAV zu Marktpreisen von Scherzer als etwa neutral an, siehe Update vom 20. Juli. Dem am 02.10. von 9,00 € auf 9,50 € erhöhten Angebotspreis je Allerthal-Aktie und der von Allerthal gezahlten Dividende stehen die realisierten Erträge und Zuschreibungen bei Allerthal gegenüber, siehe Zwischenmitteilung der Allerthal-Werke AG innerhalb des 2. Halbjahres 2012.

Bewertung

Wir ermitteln den fairen Wert der Scherzer-Aktie mit unserem **Excess-Return-Modell**, siehe Seite 7. Der von uns geschätzte ROE orientiert sich dabei an der historischen Aktienperformance. Wir verwenden den CDAX als **Benchmark**. Seit der Einführung des Index Anfang 1988 zu 100 liegt die **jährliche Wertentwicklung** des CDAX, der auch die Unternehmen aus dem DAX und MDAX umfasst, aktuell bei ~7,7% und damit etwa 0,7 Prozentpunkte höher als vor Jahresfrist.

Dazu rechnen wir 1,5% als ROE-Beitrag, den wir aus den nicht bilanzierten **Nachbesserungsrechten** erwarten, siehe obere Tabelle Seite 6. Insgesamt ergeben sich damit 9,2% (bisher 8,5%). Den höheren ROE berücksichtigen wir ab 2014 in vollem Umfang. Für die Berechnung des fairen Wertes verwenden wir die infolge der Kapitalerhöhung erhöhte Aktienstückzahl. Nach unserem Modell steigt der faire Wert je Scherzer-Aktie auf 1,31 € (29,9 Mio. Aktien) nach zuvor 1,27 € (27,2 Mio. Aktien).

Die Branche ist nach wie vor von **Bewertungsabschlägen** auf den NAV gekennzeichnet, deren ungewichteter Durchschnitt aktuell 5,3% beträgt, siehe untere Tabelle Seite 6. Sofern die Unternehmen keine Angaben zum NAV zu Marktwerten machen, verwenden wir das Eigenkapital je Aktie. Wir berücksichtigen nur Unternehmen, deren Daten nicht vor dem 30.06. liegen. Mit Sparta weist lediglich ein Unternehmen eine Prämie auf das EK je Aktie zum 30.06. aus. Insgesamt gibt es eine Wertespanne zwischen -16% für Scherzer bis +20% für Sparta.

Für die Ermittlung unseres **Kursziels** reduzieren wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie von 1,31 € um 0,06 €. Das entspricht dem durchschnittlichen Abschlag auf den NAV der Branche in Höhe von etwa 5%. Im Ergebnis ergibt sich ein Kursziel für die Scherzer-Aktie von **1,25 €** nach zuvor 1,20 €.

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesser- ungsrechte 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
31.05.2012	74,2	1,01	1,26	-20%	57,6%	6.264,38	4.823,45
29.06.2012	74,2	0,99	1,29	-23%	57,0%	6.416,28	4.804,29
31.07.2012	74,2	0,97	1,24	-22%	56,7%	6.772,26	4.913,76
31.08.2012	74,2	1,00	1,27	-21%	54,7%	6.970,79	4.890,45
28.09.2012	74,2	1,00	1,28	-22%	59,0%	7.216,15	5.004,14
31.10.2012	74,2	1,08	1,29	-16%	56,4%	7.260,63	5.041,86
ggü. 31.12.11	0,0%	14,2%	13,2%			23,1%	14,0%

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

Scherzer: Die TOP 10 Aktienpositionen

	Preis	Anteil		Wert in
	31.10.2012	Gesamtportfolio Scherzer	Gesellschaft	Tsd. €
		31.10.2012	31.10.2012	
HOTEL DE (XET)	25,30	10,09%	5,3%	5.057
GK SOFTWARE (XET)	37,50	8,14%	5,9%	3.989
GENERALI DTL.HLDG. (XET)	64,90	7,84%	0,1%	3.842
IBS	7,45	6,30%	6,0%	3.087
BIOTEST (XET)	47,50	5,79%	0,9%	2.837
INVISION SOFTWARE	15,95	5,39%	7,4%	2.641
WUESTENROT & WUERTT(XET)	15,00	3,71%	0,1%	1.818
HIGHLIGHT COMMS. (XET)	3,63	3,56%	1,0%	1.745
KLOECKNER & CO (XET)	6,99	2,93%	0,2%	1.436
EASY SOFTWARE (XET)	4,75	2,66%	5,1%	1.304
Summe		56,4%		27.756

Die Zahlen in den Spalten „Anteil Gesellschaft“ und „Wert in Tsd. €“ sind Schätzungen von Solventis Research.

Quelle: Solventis Research, Scherzer, Thomson Reuters

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
Repower Systems SE	Squeeze Out	2,20
Schering AG	Squeeze Out	4,02
Vattenfall AG	Squeeze Out	2,46
		71,15

Quelle: Solventis Research, Scherzer

Scherzer: Vergleichsunternehmen

	NAV		Kurs 31.10.2012	Prämie (+) Abschlag (-) auf NAV
SHAREHOLDERS VALUE BET.	39,09	31.10.2012	35,70	-8,7%
DEUTSCHE BET. (XET)	19,58	31.07.2012	19,49	-0,5%
SPARTA	42,2	30.06.2012	50,51	19,7%
DEUTSCHE BALATON	11,54	30.06.2012	9,90	-14,2%
VALUE-HOLDINGS	2,36	30.09.2012	2,20	-6,8%
SCHERZER & COMPANY (XET)	1,29	31.10.2012	1,08	-16,3%
Mittelwert				-5,3%

Quelle: Solventis Research

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	36.466.101,59	39.842.769,12	43.685.048,74	44.667.962,33
Return on Equity	8,50%	8,85%	9,20%	9,20%	9,20%
Konzernjahresüberschuss	2.850.953,13	3.376.667,53	3.842.279,62	4.064.238,51	4.109.452,53
Eigenkapitalkosten	7,50%	7,68%	7,87%	8,05%	8,05%
Eigenkapitalkosten absolut	2.296.136,13	2.801.812,14	3.134.297,84	3.516.646,42	3.595.770,97
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	554.816,99	574.855,39	707.981,78	547.592,09	513.681,57
TV Excess Return					8.856.578,74
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,50%	115,76%	124,87%	134,92%	134,92%
Barwert Excess Return	516.108,83	496.594,21	566.993,23	405.871,15	6.564.429,73
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	2.850.953,13	3.376.667,53	3.842.279,62	4.064.238,51	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,10 €	0,11 €	0,13 €	0,14 €	0,14 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	30.615.148,46				
Summe Barwerte Excess Return	8.549.997,14				
Wert des EK	39.165.145,60				
Anzahl Aktien	29.940.000,00				
Wert pro Aktie	<u>1,31 €</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: **09. Nov. 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.