

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

Mehr Ertrag im 2. Halbjahr

Kaufen (Kaufen)

Kursziel **1,24 € (1,26 €)**
Kurs (09.08.2010) 1,05 €
ISIN DE0006942808

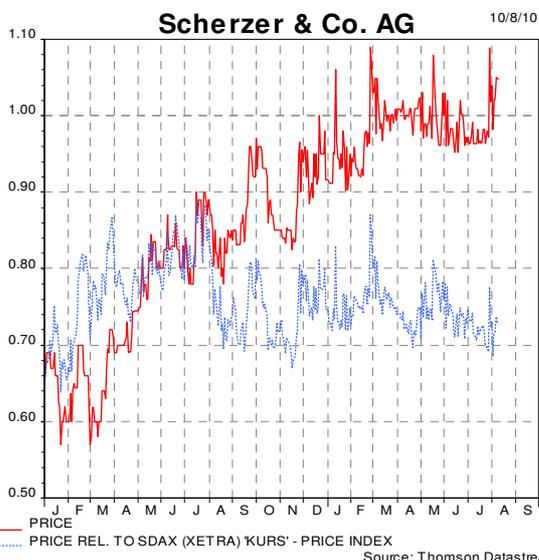
Marktkapitalisierung (Mio. €) 28,6
Anzahl Aktien (Mio. Stück) 27,2

Homepage: www.scherzer-ag.de

	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis je Aktie (€)	0,20	0,10	0,14	0,14
Buchwert je Aktie* (€)	1,08	1,18	1,32	1,46
KGV	5,0	10,3	7,6	7,5
Kurs/Buchwert	0,92	0,89	0,79	0,72
ROE	20,1%	9,0%	11,0%	10,0%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte

Scherzer erzielte im ersten Halbjahr 2010 einen EBT von 0,60 Mio. € (Vj. 1,63 Mio. €). Bei einer Steuerquote von geschätzten 10% entspricht das einem EAT von 0,54 Mio. € oder einem EPS von 0,02 €. Aufgrund der positiven Grundstimmung am Aktienmarkt erwarten wir einen EPS von 0,08 € im 2. Halbjahr und 0,10 € (alt 0,14 €) für das Gesamtjahr 2010 (ohne Nachbesserungsrechte). Unser Kursziel nehmen wir um 2 Cts. auf 1,24 € zurück. Die Aktie bleibt ein Kauf.



	H1'2010 Mio. €	H1'2009 Mio. €	Verändg. Mio. €
Realisierte Kursgewinne/-verluste	0,65	-0,52	1,17
Dividendenerträge	1,01	0,43	0,58
Sonstige betriebliche Erträge davon handelsrechtl. Zuschreib.	1,69	3,76	-2,07
Stichtagsbedingte Abschreib. Sonstige betriebliche Aufwend.	1,33	3,51	-2,18
Sonstige Aufwendungen	2,09	1,45	0,64
Ebit	0,43	0,33	0,10
Zinsergebnis	0,02	0,05	-0,03
EBT	0,81	1,84	-1,03
Steuern geschätzt	-0,21	-0,21	0,00
EAT, geschätzt	0,60	1,63	-1,03
EPS, geschätzt	0,06	0,16	-0,10
	0,54	1,47	-0,93
	0,02	0,05	-0,03

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 6.

Stichtagsbedingte Abschreibungen drücken Ergebnis zum Halbjahr

Nach unseren überschlägigen Berechnungen hat Scherzer mit den 10 größten Positionen¹, die etwa 60% des Portfolios ausmachen, im 1. Halbjahr mit ~+7% besser performt als der Markt (Prime All Share Index), der nur 0,8% zulegte. Von den größeren Positionen dürften Freenet und Biotest zu den stichtagsbezogenen Abschreibungen in Höhe von 2,1 Mio. € beigetragen haben. Sie waren neben den geringeren handelsrechtlichen Zuschreibungen (1,33 Mio. € nach 3,51 Mio. € in H1'2009) maßgeblich dafür verantwortlich, dass das Ebt mit 0,60 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau (1,63 Mio. €) blieb.

Verstetigung der Erträge

Auffällig ist, dass die Dividendenerträge um 0,6 Mio. € höher waren als in der Vorjahresperiode. Außerdem wurden Corporates (8,5% Continental und 9,625% Phoenix-Pharma) im Volumen von 2,4 Mio. € gekauft, die von rückläufigen Risikoaufschlägen profitieren: Der Itraxx Crossover 5 Jahre gab seit Jahresmitte um 114 BP auf 462 BP nach. Wir denken, dass durch den Kauf dividendenstarker Werte und von Corporates die Erlöse verstetigt werden sollen.

Markt hilft

Seit Jahresmitte hat der Markt um 6,1% zugelegt. Nach unseren Berechnungen liegt die Performance der 10 größten Portfolio-Werte (Stand 31.7.2010², siehe Präsentation auf der Homepage von Scherzer) dahinter zurück. Scherzer berichtet, dass nach dem 30.06.2010 durch die Andienung von Kizoo-Aktien im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms ein Ergebnis (v. St.) von 0,42 Mio. € erzielt wurde. Tomorrow Focus zählt nicht mehr zu den 10 größten Positionen, vermutlich wurden Aktien verkauft. Weiter erwähnt Scherzer einen Ergebnisbeitrag von 0,25 Mio. € aus dem Verkauf von Jungheinrich-Aktien, eine Position unterhalb der 10 größten.

NAV (ohne Nachbesserungsrechte) ~1,17 € je Scherzer-Aktie

Zum Zeitpunkt (29.7.2010) der Meldung des Halbjahresergebnisses per 30.06.2010 gibt Scherzer den NAV auf Basis aktueller Kurse für die Portfolio-Unternehmen ohne Berücksichtigung der Nachbesserungsrechte mit

1 Nach Größe der Position: Freenet, Generali Deutschland Hldg., Biotest, buch.de internetstores, Kizoo, Xing, Dr. Höhle, Tomorrow Focus, SAF Simulation, RM Rheiner Management.

2 Nach Größe der Position: Generali Deutschland Hldg., Freenet, Biotest, buch.de internetstores, Deutsche Postbank, Xing, Dr. Höhle, RM Rheiner Management, SAF Simulation, Repower Systems.

~1,17 € je Scherzer-Aktie an. Der Buchwert je Aktie (ohne Nachbesserungsrechte) lag nach unseren Berechnungen per 30.06. bei ~1,10 €.

Branche - Aufschlag auf den Buchwert gestiegen

Seit unserer Studie von 2. März 2010 bezahlt der Markt eine um 4,5 Prozentpunkte auf 5,4% erhöhte Prämie auf den Buchwert ausgewählter Branchenunternehmen, siehe Tabelle Seite 4. Im März hatten wir den ROE für die meisten Unternehmen für 2009 noch geschätzt. Mittlerweile liegen alle Geschäftsberichte vor. Auf dieser Basis erhöhte sich der ROE (2005-2009) auf 12,5% (geschätzt 9,8%). Das geht einher mit einer EK-Quote Ende 2009 von 78,5% (geschätzt 76,1%). Zur höheren Prämie dürften das günstigere Marktumfeld und der Konjunkturaufschwung maßgeblich beitragen.

Bewertung lässt Luft nach oben

Wir bewerten die Scherzer-Aktie auf Basis unseres Excess-Return-Modells, unseres Peer-Group-Modells sowie unseres Ansatzes für das Nachbesserungsvolumen.

Ein entscheidender Treiber für das **Excess-Return-Modell** (siehe S. 5) ist der Return on Equity (ROE). Wie bereits ausgeführt, erwarten wir nach den Halbjahreszahlen ein geringeres EPS für Scherzer für das Gesamtjahr 2010. Das geht mit einem auf 9,0% (alt 12%) reduzierten ROE für 2010 einher. In den Folgejahren belassen wir unsere ROE-Schätzungen unverändert. Darin ist der Wertansatz für die Nachbesserungsrechte mit enthalten. Im Ergebnis geht der faire Wert der Scherzer-Aktie leicht auf 1,36 € (alt 1,40 €) zurück.

Im Rahmen des **Peer-Group-Modells** (siehe S. 4) erklären wir die Prämie auf den Buchwert mit dem Track Record der ROEs, der Standardabweichung dieser ROEs und der Eigenkapitalquote. Nach diesem Modell hat sich der faire Wert für die Scherzer-Aktie mit 1,00 € (alt 0,99 €) kaum verändert. In den Track Record der ROEs fließt im Falle von Scherzer natürlich auch die historische Performance der Nachbesserungsrechte ein.

Die statistischen Qualitäten unseres Modells haben sich verbessert. Das Vorzeichen für den geschätzten Quotient der Standardabweichung der ROEs ist negativ wie auch das Vorzeichen der EK-Quote. Einzig der ROE hat ein positives Vorzeichen. Diese Konstellation macht u. E. ökonomisch Sinn.

Das Volumen der **Nachbesserungsrechte**³, über die Scherzer verfügt und die nicht bilanziert werden, ist zum 30.06.2010 weiter auf 74,3 Mio. € nach 70,1 Mio. € Ende 2009 gestiegen. Wir setzen die Nachbesserungsrechte bei

³ 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.

der Ermittlung des fairen Wertes der Scherzer-Aktie unverändert mit 4 % ihres Nominalwerts an. Das entspricht 0,11 € (alt 0,10 €) je Scherzer-Aktie.

Scherzer: Regressionsmodell Peer-Group

Unternehmen	ISIN	Kurs 09.08.10	Buchwert je Aktie	Kurs / Buchwert	ROE 2005-2009	EK-Quote	Standard- abweichung ROE	Kurs / Buchwert nach Modell	Kurs fair
DBAG	DE0005508105	16,94	19,23	-11,9%	24,0%	90,3%	26,8%	8,0%	20,76
Dt. Balaton AG	DE0005508204	7,75	8,00	-3,2%	3,5%	72,0%	21,2%	-3,7%	7,71
DEWB	DE0008041005	1,18	1,58	-25,5%	-8,3%	53,1%	14,3%	-6,8%	1,48
Scherzer & Co. AG	DE0006942808	1,05	1,08	-3,1%	2,5%	72,0%	24,2%	-7,3%	1,00
Shareholder Value Bet. AG	DE0006059967	20,90	17,23	21,3%	3,1%	89,0%	19,8%	-3,9%	16,56
Allerthal-Werke AG	DE0005034201	14,60	9,72	50,1%	30,4%	73,7%	15,8%	24,3%	12,09
Sparta AG	DE000A0NK3W4	35,77	32,42	10,3%	32,7%	99,2%	12,8%	27,4%	41,30
Mittelwert				5,4%	12,5%	78,5%	19,3%	5,4%	

Quelle: Unternehmen, Solventis Research

Wir lassen den fairen Wert gemäß Excess-Return-Modell (1,36 €) mit zwei Drittel in unser Kursziel einfließen. Der faire Wert nach dem Peer-Group-Modells (1,00 € je Aktie) wird zu einem Drittel berücksichtigt. Insgesamt erhalten wir so einen **fairen Wert von 1,24 €** (alt 1,26 €) je Scherzer-Aktie, der unserem Kursziel entspricht.

FAZIT

Alles in allem hat sich das Geschäftsmodell der Scherzer & Co. AG in den letzten Quartalen durch dividendenstarke Werte und die Beimischung von Corporates weiter stabilisiert. Der ROE hängt zum guten Teil am Markt, der sich nicht beeinflussen lässt. Wann und ob die umfangreichen Nachbesserungsrechte zu Erträgen führen, ist nicht planbar. Wir denken, dass unsere ROE-Projektionen, die von vergangenen Werten ausgewählter Branchenunternehmen abgeleitet sind, eine gute Orientierung für die Verzinsung des eingesetzten Kapitals unter Berücksichtigung der Nachbesserungsrechte ermöglicht. Natürlich ist die Entwicklung von Jahr zu Jahr sehr volatil, aber die potentiellen Renditen sind attraktiv.

Das aktuelle Kursniveau reflektiert diese Chancen nicht hinreichend. Wir sehen das faire Kursniveau für die Scherzer-Aktie rund 20% höher und bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Scherzer-Aktie.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2010e	2011e	2012e	2013e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	29.449.666,74	32.225.028,00	35.976.089,46	39.763.046,25	40.160.676,71
Return on Equity	9,00%	11,00%	10,00%	9,80%	9,80%
Konzernjahresüberschuss	2.775.361,26	3.751.061,46	3.786.956,79	3.916.262,43	3.935.746,32
Eigenkapitalkosten	8,20%	8,28%	8,37%	8,45%	8,45%
Eigenkapitalkosten absolut	2.414.872,67	2.669.521,32	3.010.479,17	3.360.772,67	3.394.380,40
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	360.488,59	1.081.540,14	776.477,62	555.489,76	541.365,92
TV Excess Return					7.264.706,42
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,20%	117,16%	126,97%	137,70%	137,70%
Barwert Excess Return	333.168,75	923.104,98	611.556,14	403.409,28	5.275.794,78
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	2.775.361,26	3.751.061,46	3.786.956,79	3.916.262,43	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,10 €	0,14 €	0,14 €	0,14 €	0,14 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	29.449.666,74				
Summe Barwerte Excess Return	7.547.033,92				
Wert des EK	36.996.700,66				
Anzahl Aktien	27.219.499,00				
Wert pro Aktie	<u>1,36 €</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) Erstmalsige Veröffentlichung: **10. August 2010**

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 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.