

Klaus Soer  
Tel.: +49 (0) 69 - 71589152  
ksoer@solventis.de

Klaus Schlotte  
Tel.: +49 (0) 69 - 71589151  
kschlote@solventis.de

Ulrich van Lengerich  
Tel.: +49 (0) 69 - 71589154  
ulengerich@solventis.de

## Scherzer & Co. AG NAV-Abschlag schafft Kurspotential

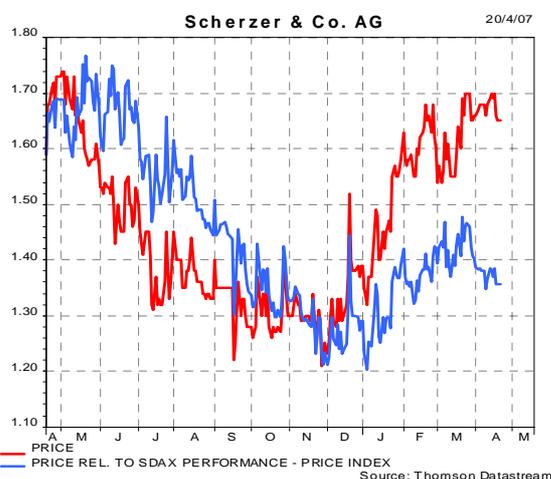
### Kaufen

Kursziel	1,85 €
Kurs (17.04.2007)	1,68 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	30,49
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	18,146
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz (Tsd. €)	17.626,2	20.719,6	23.813,1	26.906,5
EBIT (Tsd. €)	3.188,9	3.769,7	4.356,9	4.950,3
EBIT-Marge	18,1%	18,2%	18,3%	18,4%
EBITDA (Tsd. €)	3.778,4	4.462,7	5.153,2	5.850,1
EBITDA-Marge (€)	21,4%	21,5%	21,6%	21,7%
Ergebnis je Aktie (€)	0,16	0,18	0,21	0,24
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	1,38	1,56	1,77	2,01
KGV	10,55	9,32	7,94	6,89
Kurs/Buchwert	1,22	1,08	0,95	0,83
EV/EBIT	13,56	11,39	9,77	8,51
EV/EBITDA	11,44	9,62	8,26	7,20
EV/Umsatz	2,45	2,07	1,79	1,57
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

**Die Scherzer & Co. AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die seit 2005 ein Portfolio von rund 50 Mio. € aufgebaut hat. Einen Schwerpunkt der Strategie bilden Investitionen in Abfindungswerte im Kontext von Strukturmaßnahmen wie Squeeze-outs, Beherrschungsverträge usw. Solche Investments verfügen über einen natürlichen Floor und damit ein begrenztes Risiko.**

- Von den 10 größten Positionen, die etwa zwei Drittel des Portfolios ausmachen, sind 6 Squeeze-out-Situationen.
- Durch Investments in börsennotierte Unternehmen mit aussichtsreichen Geschäftsmodellen soll zusätzliche Performance erzielt werden.
- Die Eigenmittel sind im Wesentlichen über Kapitalerhöhungen in den Jahren 2005 und 2006 generiert worden.
- Mittelfristig strebt Scherzer ein Portfolio von mindestens 100 Mio. € an. Der Ausbau soll durch die Wiederanlage von Gewinnen und weitere Kapitalerhöhungen finanziert werden.
- Der NAV dürfte aktuell bei etwa 1,79 € je Aktie liegen. Der ROE nach Steuern erreichte letztes Jahr 17% und 2005 knapp 16%.
- Im Schnitt aus drei verschiedenen Modellansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 1,85 € je Scherzer-Aktie. Bei einem Kursziel von 1,85 € je Aktie beträgt das Kurspotential 10%. Wir starten die Coverage mit einer Kaufempfehlung.



Bitte beachten Sie unseren Disclaimer ab Seite 32.

# Inhalt

<b>Executive Summary .....</b>	<b>3</b>
<b>SWOT-Analyse.....</b>	<b>4</b>
<b>Scherzer &amp; Co. AG.....</b>	<b>6</b>
<b>Geschichte .....</b>	<b>6</b>
<b>Kapitalentwicklung.....</b>	<b>6</b>
<b>Management.....</b>	<b>7</b>
<b>Aktionärsstruktur .....</b>	<b>8</b>
<b>Beteiligungsstrategie .....</b>	<b>9</b>
<b>Portfoliozusammensetzung .....</b>	<b>11</b>
<b>Details zu den 10 größten Beteiligungen.....</b>	<b>13</b>
<b>Weitere Beteiligungen.....</b>	<b>18</b>
<b>Entwicklungsperspektiven – Strategische Optionen .....</b>	<b>19</b>
<b>Nachbesserungsvolumen.....</b>	<b>20</b>
<b>Ableitung NAV .....</b>	<b>21</b>
<b>Peer Group .....</b>	<b>21</b>
<b>Track Record.....</b>	<b>22</b>
<b>Bewertung .....</b>	<b>24</b>
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>24</b>
<b>Excess-Return-Modell.....</b>	<b>25</b>
<b>Peer-Group-Vergleich .....</b>	<b>27</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>29</b>

## Executive Summary

Die Scherzer & Co. AG ist ein auf Sondersituationen spezialisierter börsennotierter Asset Manager. Einen Schwerpunkt bilden Abfindungssituationen im Zusammenhang mit Übernahmen, Squeeze-outs und/oder Gewinn- und Beherrschungsverträgen. Eine Begleiterscheinung von Investitionen in Abfindungswerte sind Nachbesserungsrechte, die aktuell ein Volumen von 8,6 Mio. € haben. Sie sind bilanziell nicht erfasst, können aber einen Wert zwischen 10 und 20% des Nachbesserungsvolumens haben.

Dem Investor bietet Scherzer die Gelegenheit, in ein Portfolio solcher Sondersituationen zu investieren. Der Abfindungspreis für die jeweilige Sondersituation stellt in der Regel den Boden und damit das maximale Risiko dar.

Scherzer betreibt das Geschäftsmodell erst seit 2005. Entsprechend ist der Track Record auf die Jahre 2006 und 2005 beschränkt. Der ROE nach Steuern betrug 2006 17,0% und 2005 15,9%. Damit performte die Gesellschaft etwas schwächer als der Durchschnitt der Peers. Die Kapitalkosten wurden aber verdient.

Per Ende 2006 verwaltete Scherzer Assets in Höhe von 38 Mio. € zu Anschaffungskosten. Vereinzelt kommuniziert Scherzer Buchgewinne: Custodia > 1 Mio. €, HVB ~ 1 Mio. €. Per Ende 2006 betrug der Buchwert je Aktie 1,38 €. Den NAV schätzen wir auf 1,79 €.

Die 10 größten Positionen machen rund zwei Drittel des Gesamtportfolios aus: Allianz Leben, AMB, AXA, Biotest Vz., Custodia, HVB, Kölnische Rück, freenet, Bayer Schering, Tele Atlas.

Biotest Vz., Custodia, freenet und Tele Atlas stehen dabei für das zweite Strategie-Bein von Scherzer, nämlich in aussichtsreiche Geschäftsmodelle zu investieren.

Mittelfristig strebt Scherzer ein Portfoliovolumen von mindestens 100 Mio. € an, was durch die Wiederanlage von Erträgen und Kapitalmaßnahmen erreicht werden soll.

Den NAV, der die Portfolio-Reserven berücksichtigt, veröffentlicht Scherzer nicht. Wir schätzen den NAV auf 1,79 € je Aktie. Aktuell wird die Scherzer-Aktie mit einem Abschlag auf den NAV bezahlt, was unseres Erachtens nicht gerechtfertigt ist.

Wir haben Scherzer anhand von drei Modellen - DCF-Modell, Excess-Return-Modell und Peer-Group-Vergleich - bewertet. Im Ergebnis kommen wir auf einen fairen Wert von 1,85 € je Aktie, wobei die Bandbreite von 1,76 bis 1,95 € je Aktie reicht. Aktuell notiert die Aktie bei 1,68 €. Damit verfügt sie über ein Kurspotential von 10%. Wir starten unsere Coverage mit einer Kaufempfehlung.

## SWOT-Analyse

### Stärken:

- Fokussierung auf Abfindungswerte sichert einen Großteil der Investments durch einen natürlichen Boden nach unten ab.
- Seit Aufnahme des Geschäftsmodells (2005) erzielte Scherzer jährlich einen zweistelligen ROE nach Steuern.
- Die Beleihung von Abfindungswerten erhöht das Investitionsvolumen (leverage).
- Die meisten Kosten sind Performance-abhängig, Fixkosten sind gering.
- Der im September 2006 erfolgte Wechsel vom Open Market (Freiverkehr) in den Entry Standard der Deutschen Börse erhöht die Transparenzanforderungen an die Scherzer & Co AG.

### Schwächen:

- Das Geschäftsmodell sieht zwei Investmentstrategien vor: Sicherheit und Chance. Das kann zu suboptimalen Ergebnissen führen.
- Scherzer kommuniziert keinen NAV.
- Scherzer zahlt keine Dividende.
- Der mittelfristige Aufbau einer Portfolio volumens von mindestens 100 Mio. € erfordert weitere Kapitalerhöhungen.
- Die Personaldecke ist dünn; im Wesentlichen werden die Assets von dem Alleinvorstand der Scherzer & Co AG Dr. Georg Issels und einem Mitarbeiter verwaltet. Screening-Kapazitäten für Neuengagements sind dadurch begrenzt.
- Der Alleinvorstand von Scherzer ist gleichzeitig Vorstandsmitglied bei der Allerthal-Werke AG. Die Geschäftsmodelle beider Gesellschaften sind zum Teil deckungsgleich. Interessenskonflikte sind hier nicht auszuschließen.
- Die Liquidität der Scherzer-Aktie ist begrenzt.

**Chancen:**

- Der aktuelle Aktienkurs von Scherzer liegt unter dem fairen Wert und bietet damit ein positives Chance-/Risiko-Verhältnis.
- Die Investmentstrategie sieht zur Erhöhung der Performance vor, auch Chancen (z.B. Biotest, Tele Atlas, Pironet) außerhalb von Abfindungssituationen wahrzunehmen.
- Weitere Kapitalerhöhungen schaffen zusätzliches Wachstumspotential.
- Nachbesserungsrechte können zusätzliche Performance ohne Risiko bringen.

**Risiken:**

- Zukünftige Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen bei Abfindungssituationen können freie Aktionäre benachteiligen und zu Verlusten führen.
  - Kreditlinien der Banken verteuern sich bei steigenden Zinsen.
  - Fehlspekulationen im Rahmen der Chancen-Strategie.
  - Die niedrige Besteuerung der Veräußerungserlöse aus dem Finanzanlagevermögen könnte entfallen.
-

## Scherzer & Co. AG

Die Scherzer & Co. AG ist eine bankenunabhängige, börsennotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Köln. Das Unternehmen wurde 2001 von der Allerthal-Werke AG übernommen, war zunächst im Freiverkehr bzw. Open Market notiert und ist seit September 2006 im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.

## Geschichte

Im Jahr 1880 wurde die Porzellanfabrik Zeh, Scherzer & Co. in Rehau (Oberfranken) gegründet und firmiert seit 1910 als Aktiengesellschaft. In den 80er Jahren wurde das Geschäft der Porzellanherstellung eingestellt. 2001 wurde die Aktiengesellschaft von der Allerthal-Werke AG übernommen und im August 2002 folgte eine Umstellung des Grundkapitals auf Euro und Stückaktien. 2005 erfolgten die Rekapitalisierung der Gesellschaft, die Änderung des Geschäftsmodells in eine Beteiligungsgesellschaft sowie die Umbenennung in „Scherzer & Co. AG“.

## Kapitalentwicklung

- **August 2002:**  
Umstellung des Grundkapitals auf Euro und Stückaktien  
Grundkapital: 883.750 €, eingeteilt in 883.750 Stückaktien
- **Juni 2005:**  
Kapitalerhöhung im Verhältnis 1:13 zu 1,05 € (mit Bezugsrecht)  
Grundkapital: 12.372.500 €, eingeteilt in 12.372.500 Stückaktien
- **Dezember 2005:**  
Kapitalerhöhung im Verhältnis 10:1 zu 1,18 € (ohne Bezugsrecht)  
Grundkapital: 13.609.750 €, eingeteilt in 13.609.750 Stückaktien
- **April 2006:**  
Kapitalerhöhung im Verhältnis 3:1 zu 1,45 € (mit Bezugsrecht)  
Grundkapital: 18.146.333 €, eingeteilt in 18.146.333 Stückaktien

## **Management**

Alleinvorstand der Scherzer & Co. AG ist seit 2002 Dr. Georg Issels. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre begann er seine Karriere im Asset Management und Investment Banking der Sparkasse KölnBonn. Er eignete sich dabei umfangreiche Kenntnisse auf folgenden Gebieten an: deutscher Aktienmarkt, Gesellschaftsrecht und Corporate Banking. Dr. Issels ist zugleich Vorstandsmitglied der Allerthal-Werke AG und Vorsitzender des Aufsichtsrats der DNI Beteiligungen AG.

Der Aufsichtsrat besteht aus drei Personen:

**Dr. Hanno Marquardt**, Rechtsanwalt, ist der Vorsitzende des Aufsichtsrates und seit 27 Jahren Partner der Sozietät SKWM (Schmitz Knoth Wüllrich Marquardt) in Berlin. Dr. Hanno Marquardt ist Mitglied in diversen Aufsichtsratsgremien.

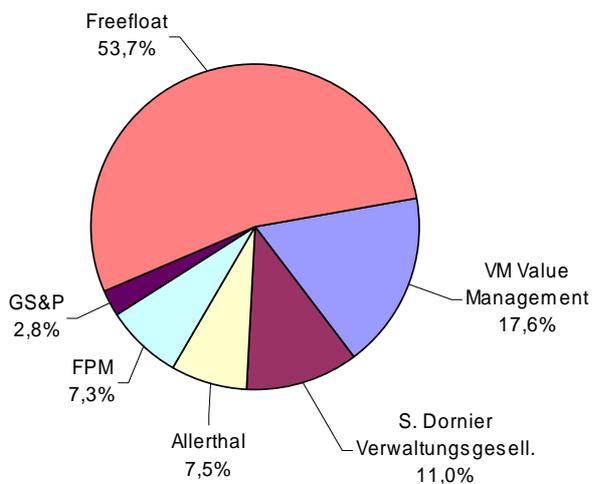
**Rolf Hauschildt**, Kaufmann, ist stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrates und Geschäftsführer der VM Value Management GmbH in Düsseldorf. Er ist zudem Mitglied in weiteren Aufsichtsratsgremien.

**Dr. Dirk Rüttgers**, Vermögensverwalter, ist Geschäftsführer der Silvius Dornier Verwaltungsgesellschaft mbH in München.

---

## Aktionärsstruktur

### Aktionärsstruktur Scherzer & Co. AG



Quelle: Scherzer & Co. AG, Solventis Research

Scherzer gibt an, dass die Mehrheit der Aktien bei institutionellen Investoren liegt. Außerdem gibt es mindestens 150 Privataktionäre. Die Grafik zeigt die größten Aktionäre ausweislich des Protokolls (Präsenzliste) der HV vom Mai 2006. Auf dieser Basis beträgt der Freefloat 53,7%. Mit Allerthal und VM Value Management sind zwei Asset Manager vertreten, die ihrerseits auch in Abfindungssituationen investieren.

Wir sehen die Position von Allerthal nicht als strategisch an. Der Anteil dürfte weiter zurückgeführt werden. Beispielsweise könnte Allerthal bei der nächsten Kapitalerhöhung auf die Ausübung der Bezugsrechte verzichten. Eine Entflechtung von Allerthal und Scherzer wäre zu begrüßen.

Geschäftsführer der Großaktionäre VM Value Management und S. Dornier Verwaltungsgesellschaft sind im Aufsichtsrat von Scherzer vertreten.

## **Beteiligungsstrategie**

Die Scherzer & Co. AG verfolgt im Rahmen des Portfoliomanagements zwei unterschiedliche Investmentansätze. Der langfristige Vermögensaufbau der Gesellschaft soll sowohl durch sicherheits- als auch chancenorientierte Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen realisiert werden. Diese beiden unterschiedlichen Investitionsstrategien, auf denen das Geschäftsmodell der Scherzer & Co. AG basiert, werden im Folgenden erläutert.

## **Sicherheit**

Der sicherheitsorientierte Investitionsansatz von Scherzer wird durch Beteiligungen in Werte realisiert, die eine Teilabsicherung nach unten bieten und somit einen risikoadjustierten Return ermöglichen. Die Identifikation von Aktien mit dem geforderten Sicherheitsprofil ist die Hauptaufgabe des Managements und wird anhand unterschiedlicher Auswahlkriterien vorgenommen.

Eine wichtige Rolle im Rahmen dieser Strategie nehmen dabei Investitionen in Unternehmen ein, die zum Übernahmeziel werden und mit einem sog. „natürlichen Floor“ ausgestattet sind. Bei diesen Aktien ist der Börsenkurs nach unten durch ein Pflichtangebot an die Minderheitsaktionäre abgesichert. Durch eine Überprüfung der Unternehmensbewertung im Spruchstellenverfahren bieten sich Chancen für Anhebungen der Abfindungspreise. Die Scherzer & Co. AG kann bei der Selektion der sich bietenden Investmentgelegenheiten auf ein breites Netzwerk erfahrener Investoren und Beratungsunternehmen (z.B. Rheiner Moden) zurückgreifen.

Neben den Beteiligungen in Abfindungswerte wendet Scherzer für die sicherheitsorientierte Anlagestrategie einen Value-Ansatz an. Investiert wird in unterbewertete Titel, die ein interessantes Geschäftsmodell bieten und stabile Erträge versprechen. Ein weiteres Auswahlkriterium ist die Dividendenrendite, die ebenfalls einen Sicherheitspuffer bieten kann.

## Chance

Der zweite Teil der Anlagestrategie von Scherzer ist ein chancenorientierter Investmentansatz. Beteiligungen, die diesem Bereich zuzuordnen sind, charakterisieren sich durch hohe Renditechancen, die allerdings mit größeren Risiken verbunden sind als Investitionen in Abfindungswerte. Bei der Durchführung dieses Ansatzes verfolgt die Gesellschaft verschiedene Strategien, um ein attraktives Chance/Risikoprofil zu erreichen.

Einen Ansatz sieht die Scherzer & Co. AG darin, sich an ausgewählten Kapitalerhöhungen zu beteiligen. Die Vergangenheit zeigte, dass bei der Teilnahme an Sanierungen, Rekapitalisierungen und Wachstumsfinanzierungen börsennotierter Unternehmen Kursgewinne realisiert werden konnten. Bei Kapitalsanierungen wird zunächst das bestehende Grundkapital geschnitten, um es anschließend wieder auf ein wirtschaftlich notwendiges Niveau zu erhöhen. Dabei wird seitens der Fremdkapitalgeber häufig auf Ansprüche verzichtet oder es findet eine Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital statt.

Möglichkeiten bieten sich auch durch die Teilnahme an Kapitalerhöhungen von expandierenden Unternehmen oder Gesellschaften, die sich in einer Neuausrichtung befinden. Zudem sieht Scherzer Potential bei Beteiligungen an der Neuausrichtung von Börsenmänteln.

Eine weitere Chance sieht die Gesellschaft bei wachstumsstarken Unternehmen aus der Technologiebranche. Diese Werte sind für Scherzer interessant, sofern sich das vollständige Wachstumspotential noch nicht in der Kapitalmarktbeurteilung der Unternehmen widerspiegelt.

Die folgende Tabelle zeigt ausgewählte Einzelpositionen im aktuellen Portfolio der Scherzer & Co. AG aufgeteilt nach der jeweiligen Investitionsstrategie.

### Ausgewählte Strategien nach Investitionsstrategien

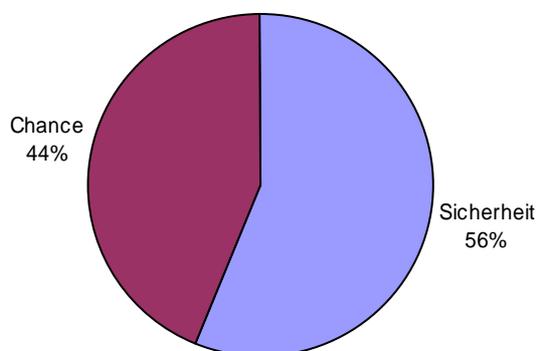
Sicherheitsorientiert			Chancenorientiert		
Aktie	Branche	Strategie	Aktie	Branche	Strategie
AXA Konzern AG	Versicherungen	Squeeze-out	Custodia Holding AG	Beteiligungen	Sondersituation
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	Banken	Squeeze-out-Kandidat	Biotest AG	Biotechnologie	Sondersituation
AMB Generali AG	Versicherungen	Squeeze-out-Kandidat	freenet AG	Telekommunikation	Sondersituation

Quelle: Scherzer & Co. AG, Solventis Research

## Portfoliozusammensetzung

Scherzer verfolgt das Ziel, das Portfolio etwa zu gleichen Anteilen mit Sicherheits- und Chance-orientierten Aktien zu fahren. Die folgende Abbildung zeigt die Aufteilung des Portfolios gemäß den beiden Strategie-Ansätzen (Stand 31.12.2006).

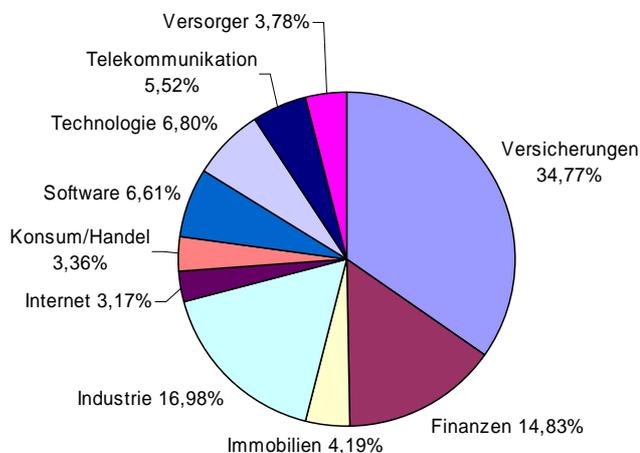
### Beteiligungsstruktur nach Strategie



Quelle: Scherzer & Co. AG, Solventis Research

Die Positionen im Portfolio teilen sich nach Branchen folgendermaßen auf (Stand 31.12.2006).

### Beteiligungsstruktur nach Branchen



Quelle: Scherzer & Co. AG, Solventis Research

Es fällt auf, dass die Aktien aus der Finanzbranche (Banken und Versicherungen) mit knapp 50% den größten Anteil am Gesamtportfolio stellen. Dies hängt mit der aktuellen Konsolidierungsphase in der Branche zusammen und den damit verbundenen Investitionen von Scherzer in sicherheitsorientierte Abfindungswerte.

Die folgende Abbildung zeigt die 10 größten Einzelpositionen der Scherzer & Co. AG mit der jeweiligen Investitionsstrategie. Zusammen repräsentieren diese Beteiligungen ca. 64% des Gesamtportfolios von Scherzer (Stand März 2007).

---

#### Übersicht TOP-10-Beteiligungen

Unternehmen	ISIN	Strategie
Allianz Leben AG	DE0008403007	Sicherheit
AMB Generali Holding AG	DE0008400029	Sicherheit
AXA Konzern AG	DE0008410002	Sicherheit
Biotest AG Vz.	DE0005227235	Chance
Custodia Holding AG	DE0006496003	Chance
HVB AG	DE0008022005	Sicherheit
Kölner Rück AG	DE0008422007	Sicherheit
Freenet AG	DE000A0EAMM0	Chance
Bayer Schering Pharma AG	DE0007172009	Sicherheit
Tele Atlas N.V.	NL0000233948	Chance

Quelle: Scherzer & Co. AG, Solventis Research

---

## Details zu den 10 größten Beteiligungen

### Allianz Leben AG

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out-Kandidat)

Kurs (17.04.2007)	776,5
Anzahl Aktien	10.500.000
MCap (Mio. €)	8.158,50
Aktionärsstruktur	92,58% Allianz SE
	7,42% Streubesitz

Die Allianz Deutschland AG hat am 18.01.2007 angekündigt, den übrigen Aktionären der Allianz Leben AG ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien vorzulegen. Die Allianz SE beabsichtigt mit dem Erwerbsangebot, eine Beteiligung an der Allianz Lebensversicherungs Aktiengesellschaft von über 95% des Grundkapitals zu erreichen, um einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach dem Aktiengesetz (Squeeze-out) herbeiführen zu können. Das Angebot begann am 28.02.2007 mit einem Angebotspreis in Höhe von 750 € pro Allianz-Leben-Aktie, wobei die Dividende für 2006 enthalten ist. Die Annahmefrist endete am 29.03.2007 und die Allianz Deutschland AG konnte ihre Beteiligung auf 92,58% des Grundkapitals (9.721.000 Aktien) von vorher 91,03% (9.558.071 Aktien) erhöhen. Ein neues Angebot an die Aktionäre wurde vorerst ausgeschlossen.

### AMB Generali Holding AG

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out-Kandidat)

Kurs (17.04.2007)	118,8
Anzahl Aktien	54.256.040
MCap (Mio. €)	6.452,67
Aktionärsstruktur	85,05% Assicurazioni Generali S.p.A.
	14,95% Streubesitz

Der Großaktionär Assicurazioni Generali S.p.A. hat am 6.03.2006 angekündigt, den Aktionären der AMB Generali Holding AG ein Erwerbsangebot zu machen. Das freiwillige Angebot mit einem Preis von 98 € je Aktie begann am 25.03.2006 und ist am 24.04.2006 abgelaufen. Bis zu diesem Stichtag nahmen Aktionäre mit einem Anteil von zusammen 14,17% am Grundkapital das Angebot an. Die Assicurazioni Generali S.p.A. hält nun einen Anteil von 85,05% des Grundkapitals und der Stimmrechte der AMB Generali Holding AG.

**AXA Konzern AG**

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out)

Kurs (17.04.2007)	151,4
Anzahl Stammaktien	26.230.760
Anzahl Vorzugsaktien	5.000.000
MCap (Mio. €)	4.775,80
Aktionärsstruktur	96,83% AXA S.A.
	3,17% Streubesitz

Die AXA S.A. hat am 21.12.2005 verkündet, den außen stehenden Aktionären der AXA Konzern AG ein einheitliches Barangebot zum Erwerb der Stamm- und Vorzugsaktien zum Preis von 129,30 € zu machen mit dem Ziel, ein Squeeze-out der Minderheitsaktionäre betreiben zu wollen. Das Angebot wurde den Aktionären am 09.01.2006 vorgelegt und am 13.02.2006 wurde verkündet, dass AXA S.A. mehr als 95% des Grundkapitals der AXA Konzern AG zustehen. Am 15.05.2006 wurde dann das Squeeze-out angekündigt und eine Barabfindung von 134,54 € je Stamm- und Vorzugsaktie festgelegt. AXA besaß zu diesem Zeitpunkt 96,83% des Grundkapitals. Am 20.07.2006 fand die Hauptversammlung statt, in der das Squeeze-out beschlossen wurde. Die Übertragung der Minderheitsaktionäre wurde aufgrund von Anfechtungsklagen noch nicht im Handelsregister eingetragen und die Aktie ist weiterhin handelbar.

**Bayer Schering AG**

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out)

Kurs (17.04.2007)	104,1
Anzahl Aktien	194.000.000
MCap (Mio. €)	20.176,00
Aktionärstruktur	96,20% Bayer AG
	3,80% Freefloat

Der Chemie- und Pharmakonzern Bayer hat am 05.12.2006 für die Schering-Minderheitsaktionäre eine Barabfindung in Höhe von 98,98 € je Aktie im Rahmen eines Squeeze-outs festgelegt. Vorher betrug das auf Grund eines Gewinnabführungsvertrages veröffentlichte Abfindungsangebot 89,36 € je Aktie. Auf der außerordentlichen Schering-Hauptversammlung vom 17.01.2007 wurde das Squeeze-out-Verfahren beschlossen. Seitdem laufen Anfechtungsklagen und die Aktie wird noch gehandelt.

**Biotest AG Vz.**

Strategie: Chancenorientiert

Kurs Vz. (17.04.2007)	30,1
Anzahl Stammaktien	5.995.675
Anzahl Vorzugsaktien	4.666.667
MCap (Mio. €)	368
Aktionärsstruktur	
Vorzugsaktien	100% Streubesitz
Stammaktien	50,03% Familie Dr. Schleussner
	24,36% Kreissparkasse Biberach
	6,37% BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH
	8,25% Deko Investment GmbH
	7,43% BWInvest Baden-Württembergische

Die Biotest AG wird bezüglich der Bewertung nach Einschätzung der Scherzer & Co. AG noch nicht adäquat erfasst und bietet Aufholpotential. Die Biotest AG, ein forschendes und produzierendes Pharma-, Biotherapeutika- und Diagnostikunternehmen, agiert in einem sehr chancenreichen Segment, wobei dieses mit einem hohen Risiko verbunden ist. Im Geschäftsbericht 2006 hat Scherzer mitgeteilt, rund 2% der Vorzugsaktien von Biotest im Depot zu haben.

**Custodia Holding AG**

Strategie: Chancenorientiert

Kurs (17.04.2007)	998,0
Anzahl Aktien	600.840
MCap (Mio. €)	599,279
Aktionärsstruktur	0,50% Scherzer & Co. AG
	von Fincksche Hauptverwaltung GmbH > 75%
	Streubesitz < 25%

Die Custodia Holding AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die darüber hinaus im Immobilienbereich engagiert ist. Am 12.02.2007 teilte die Scherzer & Co. AG mit, dass sie mehr als 2.500 Aktien an der Custodia Holding AG hält. Somit partizipierte die Gesellschaft an der an diesem Tag gemeldeten Veräußerung der 25,08%-Beteiligung der Hochtief AG. Der Buchgewinn bei der Scherzer & Co. AG soll zu diesem Zeitpunkt bei mehr als 1 Mio. € liegen. Im Geschäftsbericht 2006 hat Scherzer mitgeteilt, einen Anteil von über 0,5% an Custodia zu halten.

**freenet AG**

Strategie: Chancenorientiert

Kurs (17.04.2007)	22,9
Anzahl Aktien	96.061.016
MCap (Mio. €)	2.200,76
Aktionärsstruktur	3,25% Classic Fund Management AG, Liechtenstein
	8,00% Drillisch AG
	5,36% Hermes Focus Asset Management Europe Ltd.
	3,34% K Capital Partners LLC
	12,45% Texas Pacific Group
	6,22% Axon
	3,71% Teles AG Informationstechnologien
	3,02% Union Investment Privatfonds GmbH
	54,65% Streubesitz

Die freenet AG ist Anfang März 2007 aus der Fusion der beiden TecDax-Werte mobilcom AG und freenet.de AG hervorgegangen. Die freenet AG ist eine der führenden Telekommunikationsgruppen im deutschen Markt, die alle wesentlichen Dienstleistungen aus einer Hand anbietet: Mobilfunk und Festnetztelefonie, Schmal- und Breitbandzugang, Portalgeschäft und B2B-Telekommunikations- und Internet-Lösungen.

**HVB AG**

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out-Kandidat)

Kurs (17.04.2007)	39,9
Anzahl Aktien	802.383.672
MCap (Mio. €)	32.175,59
Aktionärsstruktur	0,02% Scherzer & Co. AG
	95,40% UniCredito Italiano S.p.A.
	4,58% Streubesitz

Seit November 2005 ist die HVB AG ein verbundenes Unternehmen der Unicredito Italiano S.p.A. (Unicredit). Am 23. 01. 2007 hat das Board of Directors der UniCredit als Mehrheitsgesellschafter der HVB AG beschlossen, ein Squeeze-out-Verfahren der HVB Aktien zu beginnen. Laut einer Meldung vom 24.01.2007 hat Scherzer mehr als 150.000 Aktien der HVB im Beteiligungsdepot. Die Ankündigung des Squeeze-outs hat Scherzer auf Kursbasis vom 24.01.2007 einen Buchgewinn von etwa 1 Mio. € beschert.

**Kölnische Rück AG**

Strategie: Sicherheitsorientiert (Squeeze-out-Kandidat)

Kurs (17.04.2007)	170,5
Anzahl Aktien	20.925.000
MCap (Mio. €)	3.578,18
Aktionärsstruktur	95,22% General Re Corp.
	4,78% Streubesitz

Die General Reinsurance Corp. hat am 19.09.2006 bekannt gegeben, dass sie mehr als 95% der Anteile der Kölnischen Rückversicherungsgesellschaft AG (Kölnische Rück AG) hält und dass die Minderheitsaktionäre im Rahmen eines Squeeze-out abgefunden werden sollen. Am 18.04.2007 hat die General Reinsurance Corp. die Barabfindung für die Kölnische Rück auf 148,90 € je Aktie festgelegt. Über den Squeeze-out soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der Kölnischen Rück am 26.06.2007 beschlossen werden.

**Tele Atlas N.V.**

Strategie: Chancenorientiert

Kurs (17.04.2007)	16,3
Anzahl Aktien	89.584.192
MCap (Mio. €)	1.466,49
Aktionärsstruktur	17% International Asset Management B. V.
	10% Capital Research
	10% Fidelity
	63% Streubesitz

Das niederländische Unternehmen Tele Atlas N.V. erstellt detaillierte kartografische Datenbanken, die die Grundlage für eine Vielzahl von Anwendungen bilden. In diesem Geschäftsbereich sieht sich das Unternehmen als einer der weltweit führenden Anbieter. Neben Routenplanern und Straßenkarten werden die verfügbaren Daten z.B. für Navigationssysteme und Reiseinformationsdienste oder auch in der Raumplanung verwendet. Das Unternehmen deckt topografisch rund 314 Millionen Einwohner Europas sowie die gesamten Vereinigten Staaten ab.

Tele Atlas ist ein Wachstumswert der Technologiebranche, der in den nächsten Jahren von der steigenden Nachfrage an Navigationssystemen profitieren sollte.

## Weitere Beteiligungen

### **Pironet NDH Aktiengesellschaft**

Strategie: Chancenorientiert

Eine weitere größere Beteiligung von Scherzer, die im Geschäftsbericht 2006 genannt wird, ist die Pironet NDH AG. Pironet bezeichnet sich als Anbieter von CMS (Content-Management-System)-Lösungen und bietet Unternehmen vollständig integrierte Lösungen von Content (unstrukturierte Daten) sowie Multimedia-, Stamm- und Bewegungsdaten an. Scherzer besitzt 3,26% der Aktien (Marktwert ca. 1,46 Mio. €)<sup>1</sup> des Unternehmens und ordnet diese Beteiligung der chancenorientierten Investmentstrategie zu.

---

<sup>1</sup> Auf Kursbasis vom 17.04.2007.

---

## **Entwicklungsperspektiven – Strategische Optionen**

Scherzer will das Portfoliovolumen mittelfristig auf mindestens 100 Mio. € erhöhen. Das soll über die Wiederanlage der Erträge und über Kapitalerhöhungen bewerkstelligt werden.

Bei Zielerreichung würde Scherzer an Gewicht gewinnen und an Relevanz im Bereich der Sondersituationen zunehmen. Andere Spieler in dem Markt sind Unternehmen, die ein ähnliches Geschäftsmodell betreiben wie Scherzer. Des Weiteren sind hier Hedge Fonds und Private Equity Investoren aktiv, deren finanzielle Möglichkeiten sich in anderen Dimensionen bewegen.

Mit wachsender Größe ließe sich ein größeres Rad drehen und vermutlich auch neue Investorengruppen gewinnen. Ein Wechsel in den Prime Standard und eine erhöhte Transparenz wären an dieser Stelle förderlich.

Ohne weitere Kapitalerhöhungen wird das Entwicklungstempo der Gesellschaft durch die Performance der Assets und die erfolgreiche Wiederanlage der Gewinne bestimmt. Scherzer müsste sich auf weniger Opportunities beschränken als wenn die Kapitalbasis breiter wäre. Nach unserer Einschätzung sind weitere Kapitalerhöhungen jedenfalls nicht zwingend notwendig, zumal Kostendegressionen nicht entscheidend sein dürften.

Durch die Konzentration auf Sondersituationen ist Scherzer ein Nischen-Player, der für einen begrenzten Kreis von Investoren interessant ist. Insofern ist eine Börsennotiz aus unserer Sicht nicht zwingend. Auch außerhalb der Börse lassen sich Geldgeber finden. Allerdings halten wir ein Going Private für unwahrscheinlich. Der Anstoß dazu müsste ohnehin von außen kommen.

Ein alternatives Entwicklungsszenario könnte darin bestehen, dass Scherzer mit anderen Unternehmen zusammengeht, die auf Sondersituationen spezialisiert sind. Für Investoren wäre dabei entscheidend, dass eine klare Fokussierung gegeben ist und dass die Ertragskraft nicht verwässert wird. Eventuell ließe sich so auch zusätzliches Know-how entlang der Wertschöpfungskette gewinnen. Dazu zählt beispielsweise das Klagen vor Gericht im Zusammenhang mit Anfechtungsklagen und Spruchstellen. Scherzer tritt bislang nicht als aktiver Kläger auf.

## Nachbesserungsvolumen

Als interessante Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte entstehen sukzessive nennenswerte Volumina an Nachbesserungsrechten (Abfindungsergänzungsansprüche). Hierbei handelt es sich um potenzielle Ansprüche, die sich im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens zur Überprüfung des Wertgutachtens im Zusammenhang mit einer Abfindung (z. B. Squeeze-out, Gewinn- und Beherrschungsvertrag, Verschmelzung, Delisting) einer börsennotierten Gesellschaft ergeben. Scherzer verfügte Anfang März über potenzielle Ansprüche, die auf einem Volumen von 8,6 Mio. € aufsetzten, d.h. aus einer Aufbesserung um 5% würde Scherzer einen Gewinn von 430.000 € erzielen. Ein Kursrisiko besteht nicht. Die Solventis Wertpapierhandelsbank hatte in einer Studie<sup>2</sup> festgestellt, dass das Ergebnis der Anfechtung im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens im Schnitt um rund 20% nachgebessert wurde. Das kann im Einzelfall auch weit darüber hinausgehen. Im ungünstigsten Fall wird der Abfindungspreis bestätigt, d.h. eine Nachbesserung bleibt aus. Falls die Nachbesserung für die Ansprüche von Scherzer 20% betragen würden, würde daraus ein Gewinn von 1,72 Mio. € oder 0,09 € je Aktie für Scherzer entstehen. Allerdings ist der Zeitpunkt der Nachbesserung unbekannt. Spruchstellenverfahren können Jahre dauern. Wir schätzen den Barwert auf 0,06 € je Scherzer-Aktie.

In der Bilanz von Scherzer werden diese potenziellen Ansprüche lediglich mit einem Erinnerungswert je Wertpapiergattung erfasst, d.h. der potenzielle Wert dieser Ansprüche ist in der Bilanz der Scherzer & Co. AG nicht erfasst. Entsprechend besteht auch kein bilanzielles Risiko, sondern lediglich die Chance, dass im Rahmen des Spruchstellenverfahrens nachgebessert wird.

Bei der Ableitung des NAV haben wir den Barwert der Nachbesserungsrechte berücksichtigt.

---

<sup>2</sup> Endspiele – Update vom 10.08.2006.

## Ableitung NAV

Nicht alle Beteiligungsunternehmen veröffentlichen einen NAV. Das gilt auch für Scherzer, die zudem nach HGB bilanzieren. Entsprechend stehen die Assets mit ihren Anschaffungskosten in der Bilanz, ggf. verringert um Abschreibungen. Eventuell vorhandene Reserven werden nicht gezeigt.

Wir schätzen den Marktwert des NAV von Scherzer, indem wir den Buchwert je Aktie per 31.12.2006 um die prozentuale Kursentwicklung von Anfang 2006 bis zum 17.4. 2007 und um den Barwert der Nachbesserungsrechte in Höhe von 0,06 € je Aktie erhöhen.

Im Ergebnis kommen wir dann auf einen NAV von 1,79 € je Aktie für Scherzer.

## Peer Group

Um die Scherzer & Co. AG im Rahmen eines Peer-Group-Vergleichs bewerten zu können, ist es erforderlich, passende Unternehmen mit einem gleichen oder ähnlichen Geschäftsmodell auszusuchen. Wir haben 14 börsennotierte deutsche Beteiligungsgesellschaften identifiziert, die sich unserer Meinung nach für einen Peer-Group-Vergleich mit Scherzer eignen.

## Beteiligungsunternehmen

	ISIN	MCap	Strategie
TFG Capital	DE0007449506	33,91	Beteiligung an börsennotierten Small- und Micro Caps und vorbörsliche Beteiligungen an Unternehmen mit Wachstumsperspektiven.
BMP	DE0003304200	53,55	Kerngeschäftsfeld Venture Capital, Beteiligung an jungen Unternehmen mit Wachstumspotential.
U.C.A.	DE0007012007	41,24	Beteiligung an kleinen und mittleren Unternehmen, Beratung von mittelständischen Unternehmen bei Kapitalmaßnahmen.
GCI Management	DE0005855183	80,47	Neben dem Kerngeschäft der Dienstleistungen auch Unterstützung und Finanzierung von Start-Up-Unternehmen vor allem aus der Industrie, dem Immobilien- wie auch dem Finanzdienstleistungsbereich.
DBAG	DE0005508105	364,45	Schwerpunktmäßig Mehrheitsbeteiligungen, Transaktionen erfolgen in der Regel durch Management-Buy-Outs.
Adcapital	DE0005214506	162,69	Investition in reife Unternehmen der Old Economy, Mehrheitsbeteiligungen, die im Schnitt nach 3 bis 8 Jahren veräußert werden.
Dt. Balaton	DE0005508204	111,87	Beteiligung an börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften.
DEWB	DE0008041005	36,55	Minderheitsbeteiligungen zwischen 25% und 50%, Fokus auf Zukunftsmarkt der optischen Technologien und der Sensorik.
SCI	DE0006051014	4,91	Fokus auf Sondersituationen, bspw. Squeeze-Outs.
Shareholder Value	DE0006059967	17,47	Value-Ansatz, Spezialisierung auf unterbewertete deutsche Nebenwerte.
Heliad Equity Partners	DE0006047293	86,1	Investitionen in Unternehmen, die sich in einer Wachstumsphase oder Sondersituation befinden.
Falkenstein	DE0005752307	39,75	Investition der Eigenmittel in börsennotierte Neben- und Spezialwerte, Verfolgung eines langfristigen Ansatzes.
KST	DE0006322001	50,58	Beteiligung an börsennotierten Small- und Midcaps im deutschsprachigen Raum.
Allerthal-Werke	DE0005034201	18,09	Investition in unterbewertete, börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften, vorzugsweise Unternehmen, die sich in einer Sondersituation befinden.

Quelle: Solventis Research

### Track Record

Nach unserer Einschätzung ist der Track Record eines Beteiligungsunternehmens ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Prämie bzw. Abschlag auf den NAV. Wir haben den Track Record mit Hilfe eines ROE-Ansatzes berechnet. Darin wird der Jahresüberschuss nach Steuern in Relation zum EK des Vorjahres abzüglich der gezahlten Dividende gesetzt. EK und Gewinn sind um die Anteile Dritter bereinigt.

Die Ergebnisse der Beteiligungsgesellschaften schwanken von Jahr zu Jahr und von Börsenphase zu Börsenphase stark. Insofern hängen die Ergebnisse maßgeblich vom gewählten Zeitraum ab. Wir haben die Berechnungen mit Zahlen durchgeführt, die den Zeitraum 2002 bis 2006 abdecken.

Der Track Record von Scherzer ist noch kurz. Im Wesentlichen wird erst seit 2005 das neue Geschäftsmodell betrieben. Zum Zweck der Rekapitalisierung wurden 2005 zwei und 2006 eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Dadurch stieg das Eigenkapital von 0,5 Mio. € Ende 2004 bis auf 25,0 Mio. € Ende 2006. Dazu hat die Gewinnthesaurierung der letzten beiden Jahren mit 3,9 Mio. € beigetragen. Nach unseren Berechnungen erzielte Scherzer 2005 einen ROE nach Steuern von 15,9% und 2006 von 17,0%. Damit liegt Scherzer unterhalb des Mittelwertes der Peers in beiden Jahren.

Zwei Jahre sind freilich zu kurz, um von einem Track Record zu sprechen. Für die Peers haben wir Daten ab 2002 erhoben. Den fehlenden Track Record von Scherzer haben wir durch die Performance von Allerthal in den Jahren 2002 bis 2004 ersetzt. Die Geschäftsmodelle beider Gesellschaften überschneiden sich zum guten Teil ebenso wie die handelnden Personen. So ist Dr. Issels Alleinvorstand bei Scherzer und Vorstand bei Allerthal. Im Ergebnis kommen wir dann für Scherzer auf einen ROE nach Steuern von 9,4%. Auffällig ist, dass Allerthal nach unserer Berechnung in den letzten beiden Jahren jeweils einen deutlich höheren ROE erwirtschaftete als Scherzer. Dabei ist allerdings zu beachten, dass Scherzer erst seit 2005 als Beteiligungsunternehmen gestartet ist und dementsprechend ein junges Portfolio besitzt, während Allerthal über viele Jahre Reserven aufbauen konnte.

In dem Zeitraum 2002 bis 2006 haben die Peers im Durchschnitt einen ROE nach Steuern von 11,7% p. a. erwirtschaftet.

**Track Record – ausgewählte Beteiligungsunternehmen**

Name	EK-Rendite nach Steuern					Durchschnitt 2002-2006
	2006	2005	2004	2003	2002	
TFG Capital	7,64%	-19,91%	0,65%	-4,70%	-59,22%	-15,11%
bmp	15,68% <sup>1)</sup>	12,91%	1,39%	195,55%	-105,71%	23,96%
U.C.A.	12,95%	14,95%	-2,11%	5,30%	-1,70%	5,88%
GCI	31,61% <sup>3)</sup>	130,87%	36,54%	47,26%	-20,15%	45,23%
DBAG	37,82% <sup>2)</sup>	18,21%	5,74%	1,99%	-8,86%	10,98%
Adcapital	9,33% <sup>3)</sup>	6,65%	4,40%	2,78%	-18,82%	0,87%
Dt. Balaton	3,31%	13,99%	7,64%	3,85%	26,90%	11,14%
DEWB	7,74%	4,36%	-51,56%	-5,82%	-45,08%	-18,07%
Scherzer	16,98%	15,94%	10,44%	3,65%	-0,11%	9,38%
SCI AG	27,02%	42,21%	37,30%	39,75%	6,48%	30,55%
Shareholder Value	3,61%	27,21%	12,44%	18,16%	-16,11%	9,06%
Heliad	24,20%	18,78%	-58,24%	-	-	-5,09%
Falkenstein	-	40,85%	17,29%	26,40%	0,25%	21,20%
KST	41,05%	36,91%	13,26%	-	-	30,41%
Allerthal	31,37%	34,23%	10,44%	3,65%	-0,11%	15,92%
Durchschnitt	19,31%	26,54%	3,04%	25,99%	-18,63%	11,75%

<sup>1)</sup>30.09.2006<sup>2)</sup>Okt. 2006<sup>3)</sup>1. Halbjahr 2006

Quelle: Unternehmensberichte, Solventis Research

## Bewertung

Wir bewerten Scherzer mit drei Modellansätzen:

- DCF-Modell
- Excess-Return-Modell
- Peer-Group-Vergleich

### DCF-Modell

Ein Beteiligungsunternehmen wie Scherzer stellt für die DCF-Analyse in gewisser Weise einen Sonderfall dar. Die Käufe von Wertpapieren beschreiben die Investitionen. Darauf werden nur dann Abschreibungen vorgenommen, wenn der Kurs zum Bewertungsstichtag unter dem Einstandskurs notiert. 2006 wurden auf den Wertpapierbestand im Anlage- und Umlaufvermögen 0,6 Mio. € abgeschrieben (2005: 0,3 Mio. €).

Auf der anderen Seite beschreibt der Umsatz bei Scherzer nur die Verkäufe von Wertpapieren, die im Umlaufvermögen verbucht sind und mit kurzfristigem Horizont erworben wurden. Die Verkäufe von Wertpapieren aus dem Anlagevermögen werden hingegen in der GuV unter den sonstigen Erträgen erfasst. Die wesentlichen Kosten sind die Einstandskurse und ggf. Abschreibungen. Die Gesellschaft ist sehr schlank aufgestellt. Die Overheadkosten belaufen sich nach unserer Schätzung auf weniger als 0,5 Mio. €. Der größte Teil davon entfällt auf den zum Teil variabel vergüteten Beratervertrag mit der Rheiner Moden AG. 2006 entfielen darauf 283.000 €.

Beteiligungsunternehmen sind auch deshalb ein Sonderfall, weil anders als bei einem Industrieunternehmen das Working Capital ohne Bedeutung ist.

Die Planung der Umsätze ist bei Scherzer mit einer größeren Unsicherheit behaftet als bei einem Industrieunternehmen. Wir unterstellen, dass ein gewisser Anteil des Wertpapierbestands umgeschlagen wird, ähnlich wie das auch bei Publikumsfonds zu beobachten ist.

Eine weitere Besonderheit ist die steuerliche Situation von Beteiligungsunternehmen, denn der Gewinn aus dem Verkauf von Finanzanlagen, die im Anlagevermögen verbucht sind, ist zu 95% steuerfrei. Andererseits sind Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren im Umlaufvermögen voll zu versteuern. Wir setzten die Steuerquote im DCF-Modell auf 5%.

Ende 2006 waren Wertpapiere im Volumen von 32,3 Mio. € im Finanzanlagevermögen verbucht und 5,7 Mio. € im Umlaufvermögen. Durch Wertpapierverkäufe aus dem Finanzanlagevermögen in Höhe von 22,3 Mio. € wurde ein Ertrag von 3,9 Mio. € erwirtschaftet. Durch Wertpapierverkäufe aus dem Umlaufvermögen in Höhe von 17,6 Mio. € wurde ein Ertrag von 0,34 Mio. € erwirtschaftet.

Für das Beta unterstellen wir 1,0, d.h. Scherzer entspricht dem Marktrisiko. Scherzer ist in ein breit diversifiziertes Portfolio deutscher Werte investiert.

Für ein geringeres Beta ließe sich anführen, dass die Investitionen, die im Rahmen der Investment-Strategie „Sicherheit“ vorgenommen werden, ein geringeres Risiko aufweisen als der Markt. Andererseits hängt das Geschäftsmodell Abfindungswerte von den gesetzlichen Rahmenbedingungen ab. Hier nimmt Deutschland im europäischen Kontext eine Sonderstellung ein, die sich im Umfeld einer europäischen Harmonisierung verändern könnte.

Im Ergebnis ermitteln wir nach unserem DCF-Modell einen fairen Wert von 1,76 € für die Scherzer-Aktie.

#### **Excess-Return-Modell**

Excess-Return-Modelle setzen am ROE nach Steuern an. Diese Modelle haben sich bei Banken und Versicherungen bewährt, die ihren Gewinn zum Teil auch aus dem Asset Management generieren. Wie schon im DCF-Modell haben wir auch im Excess-Return-Modell unterstellt, dass Scherzer bis auf weiteres keine Dividende zahlen wird. Über die Thesaurierung soll die Kapitalbasis verbreitert werden, um das Portfolio der gemanagten Assets weiter zu erhöhen. Das Beta entspricht mit 1,0 dem Wert im DCF.

Weiter gehen wir davon aus, dass der ROE von Scherzer im Terminal Value dem Durchschnitt der Peers über die letzten 5 Jahre in Höhe von 11,7% entspricht. Das liegt etwas unterhalb des ROE von Scherzer im letzten Jahr. Allgemein ist aber festzustellen, dass es der Branche in den Jahren 2006 und 2005 deutlich besser ging als im Schnitt der letzten 5 Jahre. Auch bei einem ROE von 11,7% verdient Scherzer die Kapitalkosten und schafft damit Werte für die Aktionäre.

Im Ergebnis ermitteln wir nach unserem Excess-Return-Modell einen fairen Wert von 1,95 € für die Scherzer-Aktie.

**Excess-Return-Modell**

<b>Jahr</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Terminal Year</b>
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	25.027.109,96	28.207.507,50	31.649.924,90	31.966.424,15
Return on Equity	12,71%	12,20%	11,70%	11,70%
Konzernjahresüberschuss	3.180.397,54	3.442.417,40	3.703.041,21	3.740.071,63
Eigenkapitalkosten	9,04%	9,04%	9,04%	9,04%
Eigenkapitalkosten absolut	2.262.450,74	2.549.958,68	2.861.153,21	2.889.764,74
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	917.946,80	892.458,72	841.888,00	850.306,88
TV Excess Return				10575956,25
Kumulierte Eigenkapitalkosten	109,04%	118,90%	129,65%	129,65%
Barwert Excess Return	841.844,10	750.613,64	649.376,83	8.157.594,57
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.180.397,54	3.442.417,40	3.703.041,21	
<b>EPS</b>	<b>0,18 €</b>	<b>0,19 €</b>	<b>0,20 €</b>	<b>0,21 €</b>
<b>DPS</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>	<b>0,00 €</b>
<b>eingesetztes Kapital</b>	<b>25.027.109,96</b>			
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>10.399.429,14</b>			
<b>Wert des EK</b>	<b>35.426.539,10</b>			
<b>Anzahl Aktien (in )</b>	<b>18.146.333,00</b>			
<b>Wert pro Aktie</b>	<b><u>1,95 €</u></b>			

Quelle: Solventis Research

### Peer-Group-Vergleich

Für den Peer-Group-Vergleich haben wir 12 deutsche Beteiligungsgesellschaften ausgewählt. Die Peers unterscheiden sich teilweise in ihren Geschäftsmodellen (vgl. Tabelle S. 21).

Den Peer-Group-Vergleich für Scherzer nehmen wir anhand der Parameter Prämie auf den NAV und ROE nach Steuern (Track Record) vor. Nach unserer Einschätzung ist für die Prämie auf den NAV der Track Record der Beteiligungsunternehmen ein wichtiger Einflussfaktor.

Andere Unternehmen wie Allerthal und Falkenstein haben zum jetzigen Zeitpunkt noch keinen Geschäftsbericht für 2006 vorgelegt. Sie bleiben unberücksichtigt. Die anderen Peers kommunizierten einen NAV per Mitte oder Ende 2006 oder ließen anhand der Datenlage eine Schätzung des Wertes zu.

Die faire Prämie auf den NAV haben wir mit dem oben ermittelten ROE (Track Record) mit Hilfe eines Regressions-Modells geschätzt. Auf Basis dieses Ansatzes müsste der Aktienkurs von Scherzer eine Prämie von 3,1% auf den NAV (1,79 €) aufweisen. Aktuell wird die Aktie aber mit einem Abschlag von 6,1% auf den NAV gehandelt, siehe Tabelle oben und Grafik auf der nächsten Seite.

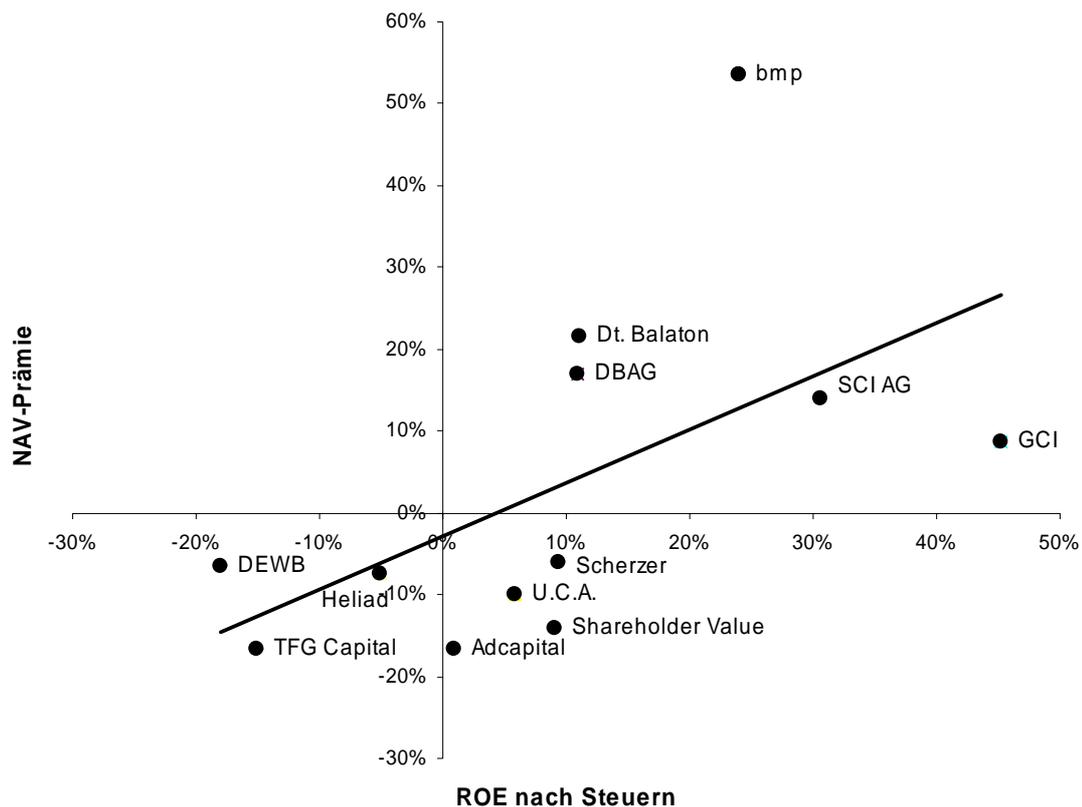
Im Ergebnis ermitteln wir nach unserem Peer-Group-Vergleich einen fairen Wert von 1,85 € für die Scherzer-Aktie.

### Fairer Wert nach Regressionsmodell

Name	Kurs	NAV	Prämie auf NAV		Kurs
	17.04.2007		aktuell	fair	fair
TFG Capital	2,83	3,40	-16,65%	-12,67%	2,97
bmp	3	1,95	53,51%	12,78%	2,29
U.C.A.	6,14	6,82	-9,93%	1,00%	6,89
GCI	9,13	8,40	8,74%	26,64%	10,63
DBAG	24,43	20,87	17,06%	4,32%	21,77
Adcapital	11,13	13,37	-16,73%	-2,26%	13,06
Dt. Balaton	8,23	6,77	21,57%	4,43%	7,07
DEWB	2,4	2,57	-6,61%	-14,60%	2,19
Scherzer	1,68	1,79	-6,15%	3,28%	1,85
SCI AG	13,8	12,12	13,86%	17,07%	14,19
Shareholder Value	25,05	29,20	-14,22%	3,07%	30,10
Heliad	1,23	1,33	-7,52%	-6,14%	1,25

Quelle: Solventis Research

Je höher die NAV-Rendite desto höher die Prämie auf den NAV



Quelle: Unternehmensberichte, Solventis Research

Im Schnitt aus den drei Modell-Ansätzen (DCF-Modell, Excess-Return-Modell, Peer-Group-Vergleich) ergibt sich ein fairer Wert von 1,85 € je Scherzer-Aktie. Entsprechend setzen wir unser Kursziel auf 1,85 € je Aktie und starten die Coverage mit einer Kaufempfehlung.

## Anhang

## GUV

	2006	yoy	2007e	yoy	2008e	yoy	2009e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>17.626.169,56</b>	<b>-1,5%</b>	<b>20.719.627,17</b>	17,6%	<b>23.813.084,78</b>	14,9%	<b>26.906.542,39</b>	13,0%
Umsatzkosten	17.379.486,07	-1,0%	20.429.649,82	17,6%	23.479.813,57	14,9%	26.529.977,32	13,0%
Bruttoergebnis v. Umsatz	246.683,49	-27,9%	289.977,35	17,6%	333.271,21	14,9%	376.565,07	13,0%
Bruttomarge	1,40%	-0,5 pp	1,40%	0,0 pp	1,40%	0,0 pp	1,40%	0,0 pp
Sonstige betriebl. Aufwendungen	933.968,18	168,5%	1.104.589,53	18,3%	1.277.213,46	15,6%	1.451.839,96	13,7%
Sonstige betriebl. Erträge	3.876.233,84	142,8%	4.584.361,04	18,3%	5.300.799,48	15,6%	6.025.549,17	13,7%
Ebit (vor Strukturaufwand)	3.188.949,15	100,5%	3.769.748,85	18,2%	4.356.857,23	15,6%	4.950.274,28	13,6%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	18,09%	9,2 pp	18,19%	0,1 pp	18,30%	0,1 pp	18,40%	0,1 pp
EBITDA	3.778.418,80	97,8%	4.462.672,59	18,1%	5.153.235,06	15,5%	5.850.106,20	13,5%
EBITDA-Marge	21,44%	10,8 pp	21,54%	0,1 pp	21,64%	0,1 pp	21,74%	0,1 pp
<b>EBIT</b>	<b>3.188.949,15</b>	<b>100,5%</b>	<b>3.769.748,85</b>	<b>18,2%</b>	<b>4.356.857,23</b>	<b>15,6%</b>	<b>4.950.274,28</b>	<b>13,6%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>18,09%</b>	<b>9,2 pp</b>	<b>18,19%</b>	<b>0,1 pp</b>	<b>18,30%</b>	<b>0,1 pp</b>	<b>18,40%</b>	<b>0,1 pp</b>
Zinserträge	31.506,41	-67,5%	323.141,93	925,6%	323.141,93	0,0%	323.141,93	0,0%
Zinsaufwand	379.324,06	561,4%	648.206,84	70,9%	636.445,44	-1,8%	617.566,63	-3,0%
Finanzergebnis	-347.817,65	-981,0%	-325.064,92	-6,5%	-313.303,51	-3,6%	-294.424,71	-6,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>2.841.131,50</b>	<b>74,3%</b>	<b>3.444.683,94</b>	<b>21,2%</b>	<b>4.043.553,72</b>	<b>17,4%</b>	<b>4.655.849,57</b>	<b>15,1%</b>
EBT-Marge	16,12%	7,0 pp	16,63%	0,5 pp	16,98%	0,4 pp	17,30%	0,3 pp
Steuern	-48.434,29	-151,9%	172.234,20	-455,6%	202.177,69	17,4%	232.792,48	15,1%
Steuerquote	-1,70%	-7,4 pp	5,00%	6,7 pp	5,00%	0,0 pp	5,00%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>2.889.565,79</b>	<b>88,0%</b>	<b>3.272.449,74</b>	<b>13,3%</b>	<b>3.841.376,03</b>	<b>17,4%</b>	<b>4.423.057,09</b>	<b>15,1%</b>
Anteile Dritter	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>2.889.565,79</b>	<b>88,0%</b>	<b>3.272.449,74</b>	<b>13,3%</b>	<b>3.841.376,03</b>	<b>17,4%</b>	<b>4.423.057,09</b>	<b>15,1%</b>
Anzahl Aktien zum 06.04.07 (Mio.)	18,15	33,3%	18,15	0,0%	18,15	0,0%	18,15	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>0,16</b>	<b>41,0%</b>	<b>0,18</b>	<b>13,3%</b>	<b>0,21</b>	<b>17,4%</b>	<b>0,24</b>	<b>15,1%</b>

Quelle: Scherzer, Solventis Research

**Bilanz**

	2006	yoy	2007e	yoy	2008e	yoy	2009e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	14.518,27	-96,4%	207.196,27	1327,1%	238.130,85	14,9%	269.065,42	13,0%
Vorräte	5.654.572,91	274,1%	5.937.301,56	5,0%	6.234.166,63	5,0%	6.545.874,96	5,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	236.706,96	20,1%	236.706,96	0,0%	236.706,96	0,0%	236.706,96	0,0%
Rechnungsabgrenzung	125,00	0,0%	125,00	0,0%	125,00	0,0%	125,00	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>5.905.923,14</b>	<b>179,8%</b>	<b>6.381.329,79</b>	<b>8,0%</b>	<b>6.709.129,44</b>	<b>5,1%</b>	<b>7.051.772,35</b>	<b>5,1%</b>
Sachanlagen	3.015,00	-37,2%	2.754.775,19	91269,0%	6.001.951,07	117,9%	9.757.968,72	62,6%
Finanzanlagen	32.314.192,79	131,4%	32.314.192,79	0,0%	32.314.192,79	0,0%	32.314.192,79	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>32.317.207,79</b>	<b>131,3%</b>	<b>35.068.967,98</b>	<b>8,5%</b>	<b>38.316.143,86</b>	<b>9,3%</b>	<b>42.072.161,51</b>	<b>9,8%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>38.223.130,93</b>	<b>137,7%</b>	<b>41.450.297,77</b>	<b>8,4%</b>	<b>45.025.273,31</b>	<b>8,6%</b>	<b>49.123.933,86</b>	<b>9,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>38.223.130,93</b>	<b>137,7%</b>	<b>41.450.297,77</b>	<b>8,4%</b>	<b>45.025.273,31</b>	<b>8,6%</b>	<b>49.123.933,86</b>	<b>9,1%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	18.146.333,00	33,3%	18.146.333,00	0,0%	18.146.333,00	0,0%	18.146.333,00	0,0%
Kapitalrücklage	2.920.881,04	232,1%	2.920.881,04	0,0%	2.920.881,04	0,0%	2.920.881,04	0,0%
Gewinnrücklagen	1.070.330,13	1235,1%	4.342.779,87	305,7%	8.184.155,90	88,5%	12.607.212,99	54,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	2.889.565,79	191,8%	2.889.565,79	0,0%	2.889.565,79	0,0%	2.889.565,79	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>25.027.109,96</b>	<b>60,8%</b>	<b>28.299.559,70</b>	<b>13,1%</b>	<b>32.140.935,73</b>	<b>13,6%</b>	<b>36.563.992,82</b>	<b>13,8%</b>
Anteile in Fremdbesitz	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>25.027.109,96</b>	<b>60,8%</b>	<b>28.299.559,70</b>	<b>13,1%</b>	<b>32.140.935,73</b>	<b>13,6%</b>	<b>36.563.992,82</b>	<b>13,8%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>0,00</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,00</b>	<b>n.m.</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	301.349,71	99,7%	354.237,69	17,6%	407.125,68	14,9%	460.013,66	13,0%
Finanzverbindlichkeiten	12.769.966,61	42392,6%	12.649.909,60	-0,9%	12.308.735,00	-2,7%	11.909.564,35	-3,2%
Steuerverbindlichkeiten	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	124.704,65	-53,9%	146.590,77	17,6%	168.476,90	14,9%	190.363,02	13,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>13.196.020,97</b>	<b>2425,1%</b>	<b>13.150.738,07</b>	<b>-0,3%</b>	<b>12.884.337,58</b>	<b>-2,0%</b>	<b>12.559.941,04</b>	<b>-2,5%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>38.223.130,93</b>	<b>137,7%</b>	<b>41.450.297,77</b>	<b>8,4%</b>	<b>45.025.273,31</b>	<b>8,6%</b>	<b>49.123.933,86</b>	<b>9,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>38.223.130,93</b>	<b>137,7%</b>	<b>41.450.297,77</b>	<b>8,4%</b>	<b>45.025.273,31</b>	<b>8,6%</b>	<b>49.123.933,86</b>	<b>9,1%</b>

Quelle: Scherzer, Solventis Research

**DCF-Modell**

(in EUR)	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	17.626.169,6	20.719.627,2	23.813.084,8	26.906.542,4	
<b>Veränderung in %</b>	-1,5%	17,6%	14,9%	13,0%	
<b>EBITDA</b>	3.778.418,8	4.462.672,6	5.153.235,1	5.850.106,2	
<b>EBITDA-Marge</b>	21,4%	21,5%	21,6%	21,7%	
<b>EBIT</b>	3.188.949,2	3.769.748,9	4.356.857,2	4.950.274,3	
<b>EBIT-Marge</b>	18,1%	18,2%	18,3%	18,4%	
<b>NOPLAT</b>	3.243.312,9	3.581.261,4	4.139.014,4	4.702.760,6	5.272.500,0
<b>Reinvestment Rate</b>	821,3%	84,7%	85,6%	86,5%	25,1%
<b>FCFF</b>	-23.393.131,5	546.772,6	594.973,4	635.034,6	58.165.672,8
<b>WACC</b>	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%
<b>Kumuliertes WACC</b>		107,6%	115,9%	124,9%	135,0%
<b>Barwerte der FCFF</b>		508.255,7	513.497,1	508.282,5	43.091.991,4
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>1.530.035,4</b>				
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>43.091.991,4</b>				
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	96,6%				
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>44.622.026,8</b>				
<b>Netto-Finanzschulden</b>	12.755.448,3				
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0				
<b>Minderheiten</b>	0,0				
<b>Beteiligungen</b>	0,0				
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>31.866.578,5</b>				
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>1,76</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 (soweit nicht unter [www.solventis.de](http://www.solventis.de))**

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 20. April 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 nicht zugänglich gemacht 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.

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.**