

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

### Rückenwind vom Markt

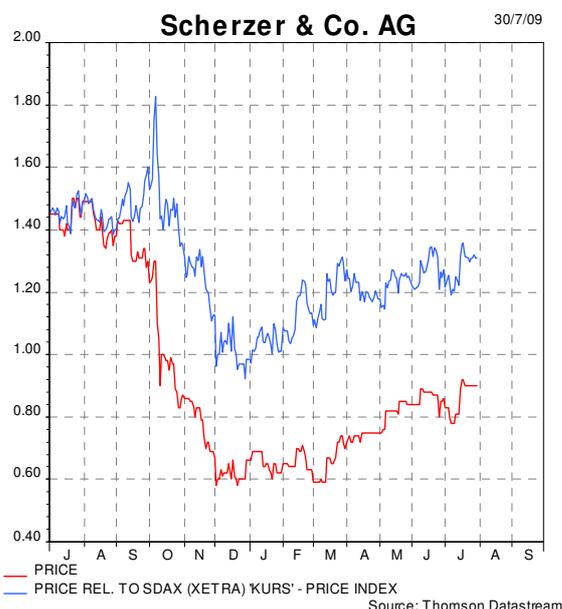
#### Kaufen (Halten)

Kursziel	<b>1,00 € (0,83 €)</b>
Kurs (29.7.2009)	0,89 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	24,2
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,22
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2008	2009e	2010e	2011e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,73	0,07	0,08	0,09
Buchwert je Aktie* (€)	0,88	0,96	1,04	1,13
KGV	n.m.	12,7	11,1	9,9
Kurs/Buchwert	0,98	0,93	0,85	0,79
ROE	n.m.	8,00%	8,25%	8,50%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

\*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte

**Nach den drastischen Abschreibungen Ende 2008 profitierte Scherzer im ersten Halbjahr 2009 von Zuschreibungen in Höhe von 3,51 Mio. €. Der EBT belief sich auf 1,63 Mio. €. Wir schätzen den EPS für das 1. Halbjahr auf 0,06 € je Aktie. Wir erwarten im 2. Halbjahr weniger Ergebnis. Der EPS sollte mit 0,07 € über unserer alten Prognose von 0,05 € liegen. Angesichts eines deutlich geringeren Bewertungsabschlags in der Branche steigt der faire Wert der Scherzer-Aktie. Wir heben das Kursziel auf 1,00 € an und empfehlen die Aktie zu kaufen.**



Angaben zur GuV, 1. Hj. 09

	Mio. €
Zuschreibungen	3,51
Abschreibungen	-1,45
realisierte Kursverluste	-0,52
Dividenden und Zinserträge	0,43
Zinsaufwand	-0,24
Betrieblicher Aufwand	-0,33
<b>Summe</b>	<b>1,40</b>
Sonstiges	0,23
<b>EBT</b>	<b>1,63</b>
Steuern, geschätzt	-0,08
<b>EAT, geschätzt</b>	<b>1,55</b>
<b>EPS, 1. Hj. 09 geschätzt</b>	<b>0,06</b>

Quelle: Scherzer, Solventis Research

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 6.

### Wertansatz für Nachbesserungsrechte etwas erhöht

Das Volumen der Nachbesserungsrechte<sup>1</sup>, das nicht bilanziert wird, lag zum 30.6.2009 wie schon per Ende März 2009 bei 70,05 Mio. €. Aufgrund der geringeren Abschläge auf die Buchwerte der Beteiligungsunternehmen setzen wir die Nachbesserungsrechte bei der Ermittlung des fairen Wertes der Scherzer-Aktie mit 4 % (alt 3 %) oder 0,10 € (alt 0,08 €) je Aktie an.

### Branche mit reduziertem Abschlag auf den Buchwert

Gegenüber unserer Studie vom 29. April hat sich der Abschlag auf den Buchwert in der Vergleichsgruppe um rund 13 Prozentpunkte auf 5,0 % reduziert. Offensichtlich werden die Risiken bei den Beteiligungsunternehmen vor dem Hintergrund steigender Aktienmärkte geringer eingeschätzt als zuvor.

Wir bewerten Scherzer mit Hilfe eines **Excess-Return-Modells** und eines Peer-Group-Vergleichs. Ein entscheidender Treiber für das Excess-Return-Modell ist der Return on Equity (ROE). Für die Vergleichsunternehmen haben wir den Track Record der ROEs berechnet. Im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2008 lag der ROE bei 6,6 % (Scherzer -2,5 %) und ohne 2008 bei 14,7 % (Scherzer 11,7 %). Wir erwarten zukünftig geringere ROEs und setzen bei Scherzer im Terminal Value 8,5% an. Dazu ergibt sich nach dem Excess-Return-Modell ein fairer Wert für die Scherzer-Aktie von 0,86 € (alt 0,81 €).

Im Rahmen des **Peer-Group-Modells** erklären wir den Abschlag auf den Buchwert 2008, der im Mittelwert der Vergleichsgruppe bei 5,0 % liegt, mit dem ROE der Jahre 2005-2008, der Standardabweichung der ROEs und der Eigenkapitalquote. Wir erhalten für dieses Modell ein Bestimmtheitsmaß (R<sup>2</sup>) von 58 %. Nach diesem Modell errechnet sich ein fairer Wert für die Scherzer-Aktie von 0,93 €.

### Scherzer: Regressionsmodell Peer-Group

Unternehmen	Kurs 29.07.09	Buchwert je Aktie	Abschlag Buchwert	ROE 2005-2008	EK-Quote	Standard- abweichung	Abschlag Buchwert Modell	Kurs fair	Kurs- potential
Allerthal	13,35	9,74	37,1%	36,0%	67,0%	12,6%	29,2%	12,58	-5,7%
DBAG	14,57	16,59	-12,2%	26,6%	90,7%	29,4%	3,3%	17,14	17,6%
DEWB	1,66	2,44	-32,0%	-3,7%	62,7%	12,2%	-18,7%	1,98	19,6%
Dt. Balaton	6,45	5,67	13,7%	-2,9%	59,2%	18,8%	-2,0%	5,56	-13,8%
<b>Scherzer</b>	<b>0,89</b>	<b>0,94</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>64,0%</b>	<b>24,7%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>0,93</b>	4,8%
Shareholder Value	15,30	15,93	-4,0%	0,2%	80,4%	21,2%	-27,6%	11,53	-24,7%
Vestcorp (TFG)	1,27	1,87	-32,0%	-7,7%	59,8%	12,0%	-18,0%	1,53	20,5%
Mittelwert			-5,0%	6,6%	69,1%	18,7%	-5,0%		
Median			-5,9%	-2,5%	64,0%	18,8%	-2,0%		

Quelle: Unternehmen, Solventis Research

<sup>1</sup> Das Nachbesserungsvolumen bildet sich aus dem Produkt der Stückzahl der von der Strukturmaßnahme betroffenen Aktien und dem zunächst festgesetzten Preis.

Im Durchschnitt beider Modellansätze ergibt sich ein fairer Wert von 0,90 € für die Scherzer-Aktie und inklusive unseres Schätzansatzes für die Nachbesserungsrechte 1,00 € (alt 0,83 €).

## FAZIT

Die Zuschreibungen haben im Wesentlichen das Ergebnis für das erste Halbjahr 2009 bestimmt. Wir sind vorsichtig und schreiben diese Entwicklungen für das 2. Halbjahr nicht fort. Die Dividendeneinnahmen fallen saisonal im 2. Halbjahr geringer aus als im ersten. Wir rechnen im 2. Halbjahr mit einem geringeren Gewinn als im ersten. Nach dem guten ersten Halbjahr sollte der EPS im laufenden Jahr 0,07 € erreichen (alt 0,05 €). Durch den niedrigeren Abschlag auf den Buchwert der von uns untersuchten Beteiligungsunternehmen und dem höheren Wertansatz für die Andienungsrechte steigt der faire Wert der Scherzer-Aktie nach unseren Berechnungen auf 1,00 € nach zuvor 0,83 €. Entsprechend heben wir das Kursziel an und ändern unsere Empfehlung von Halten auf Kaufen.

### Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2009	2010	2011	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	24.082.591,53	26.089.474,16	28.334.461,50	28.617.806,12
Return on Equity	8,00%	8,25%	8,50%	8,50%
Konzernjahresüberschuss	2.006.882,63	2.244.987,35	2.420.471,37	2.432.513,52
Eigenkapitalkosten	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Eigenkapitalkosten absolut	2.095.185,46	2.269.784,25	2.465.098,15	2.489.749,13
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-88.302,84	-24.796,91	-44.626,78	-57.235,61
TV Excess Return				-743.319,64
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,70%	118,16%	128,44%	128,44%
Barwert Excess Return	-81.235,36	-20.986,42	-34.746,17	-578.744,63
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	2.006.882,63	2.244.987,35	2.420.471,37	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	
<b>EPS</b>	<b>0,07 €</b>	<b>0,08 €</b>	<b>0,09 €</b>	<b>0,09 €</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>24.082.591,53</b>			
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>-715.712,58</b>			
<b>Wert des EK</b>	<b>23.366.878,95</b>			
<b>Anzahl Aktien (in )</b>	<b>27.219.499,00</b>			
<b>Wert pro Aktie</b>	<b><u>0,86 €</u></b>			

**Scherzer: ROE-Kennzahlen Peer-Group**

	ROE 2008	ROE 2007	ROE 2006	ROE 2005	ROE 2005-2008
Allerthal	24,6%	57,3%	30,7%	31,3%	36,0%
DBAG	-17,3%	62,8%	40,3%	20,3%	26,6%
DEWB	-20,7%	13,6%	-2,4%	-5,4%	-3,7%
Dt. Balaton	-34,2%	3,9%	2,6%	16,0%	-2,9%
<b>Scherzer</b>	<b>-45,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>13,1%</b>	<b>11,0%</b>	<b>-2,5%</b>
Shareholder Value	-33,5%	6,3%	2,9%	25,1%	0,2%
Vestcorp (TFG)	0,4%	-18,9%	7,6%	-19,9%	-7,7%
Mittelwert	-18,0%	19,5%	13,5%	11,2%	6,6%

Quelle: Unternehmen, Solventis Research

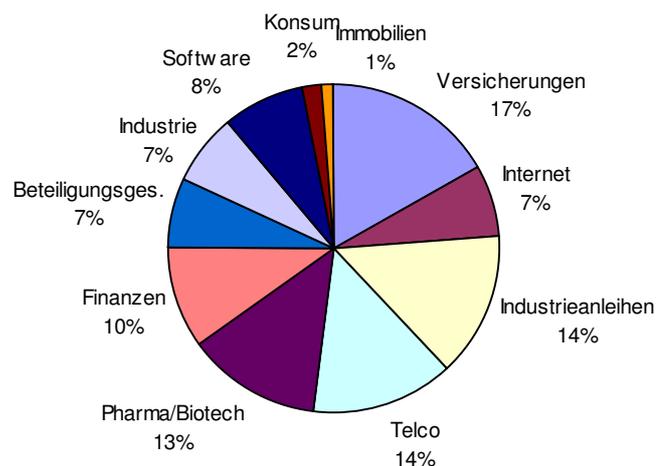
**Scherzer: Übersicht TOP 10 Beteiligungen (sortiert nach Kurswert 30.06.2009)**

Aktie	WKN	Strategie	Anteil Grundkapital
freenet AG	A0EAMM	Chance	>0,5%
Biotest AG	522720	Chance	rd. 1%
buch.de internetstores AG	520460	Sicherheit	7,70%
RM Heiner Management AG	701870	Sicherheit	25%
Generali Deutschland AG	840002	Sicherheit	k.A.
P&I Personal und Informatik AG	691340	Chance	rd. 1%
HRE AG	802770	Sicherheit	k.A.
Dr. Hönle AG	515710	Chance	>5%
Württ. Leben AG	840502	Sicherheit	k.A.
Münchener Rück AG	843002	Chance	k.A.

Zum 30.6.2009 entsprechen die 10 größten Positionen 60,8% des Gesamtportfolios.

Quelle: Scherzer, Solventis Research

### Scherzer: Beteiligung nach Branchen (zum 30.06.2009)



Quelle: Scherzer, Solventis Research

### Scherzer: Geschäftsmodelle der Peer-Group-Unternehmen

	ISIN	Kurs 29.07.09	Aktien in Tsd.	MCap in Tsd. €	Geschäftsmodell
Allerthal	DE0005034201	13,35	1.097	14.640	Investition in börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften, vorzugsweise Unternehmen in Sondersituationen.
DBAG	DE0005508105	14,57	13.676	199.259	Schwerpunktmäßig Mehrheitsbeteiligungen, Transaktionen erfolgen in der Regel durch Management-Buy-Outs.
DEWB	DE0008041005	1,66	15.230	25.282	Minderheitsbeteiligungen zwischen 25% und 50%, Fokus auf Zukunftsmarkt der optischen Technologien und der Sensorik.
Dt. Balaton	DE0005508204	6,45	12.700	81.914	Beteiligung an börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften.
Scherzer	DE0006942808	0,89	27.219	24.089	Beteiligungsgesellschaft mit sicherheits- und chancenorientierter Investmentstrategie.
Shareholder Value	DE0006059967	15,30	698	10.672	Value-Ansatz, Spezialisierung auf unterbewertete deutsche Nebenwerte.
Vestcorp (TFG)	DE0007449506	1,27	10.709	13.600	Fokussierung auf wenige Firmenbeteiligungen (grundsolide Bilanzen, wachstumsorientiert) als aktiver Investor

Quelle: Unternehmen, 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: **30. Juli 2009**

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

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

d) Vorangegangene Analysen: Folgende Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten: **Halten: 29.4.2009**.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. halten Papiere des analysierten Emittenten im Anlage- und Handelsbestand.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**

## 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplazierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

## 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

## 7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. 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.**