

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

Schwieriges Marktumfeld drückt Gewinn

Kaufen (Kaufen)

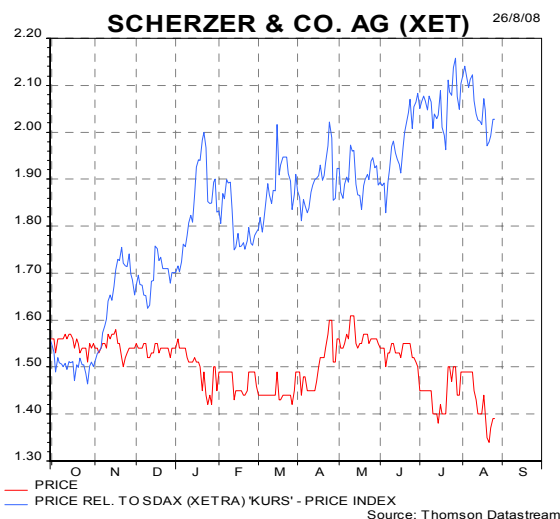
Kursziel	1,65 € (1,81 €)
Kurs (25.8.2008)	1,39 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	37,8
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,22
Homepage:	www.scherzer-ag.de

Nach einem erfolgreichen Geschäftsjahr 2007 berichtete Scherzer zum 30.6.2008 ein Ebt von -0,7 Mio. € nach +1,4 Mio. € im Vorjahr. Die Ertragsvolatilität verdeutlicht, dass das Geschäftsmodell von Scherzer nur bedingt planbar ist. Wir revidieren unser Kursziel auf 1,65 €, bestätigen aber unsere Kaufempfehlung.

	2007	2008e	2009e	2010e
Erträge aus				
Wertpapier-VK (Mio. €)	7,07	3,11	7,85	8,51
EBITDA (Mio. €)	7,02	1,96	6,35	6,17
EBIT (Mio. €)	5,24	0,62	5,46	5,72
Ergebnis je Aktie (€)	0,16	0,00	0,17	0,18
NAV je Aktie (€)*	1,70	1,65	1,83	2,02
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	1,62	1,62	1,80	1,99
KGV	8,7	-n.m.	8,2	7,7
Kurs/Buchwert	0,86	0,86	0,77	0,70
EV/EBIT	11,3	84,9	9,8	8,5
EV/EBITDA	8,4	26,9	8,4	7,9

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte

- Auch Scherzer musste den schwierigen Marktbedingungen Tribut zollen: die Abschreibungen summierten sich zum 30.6. auf 4,9 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €), während Kursgewinne von 3,0 Mio. € (Vj. 2,8 Mio. €) realisiert wurden. Die Einnahmen aus Zinsen und Dividenden beliefen sich auf 1,8 Mio. € (Vj. 0,6 Mio. €). Der Zinsaufwand lag bei 0,6 Mio. € (Vj. 0,4 Mio. €), während der betriebliche Aufwand mit 0,4 Mio. € etwa dem Vorjahresniveau entsprach.
- Wir gehen davon aus, dass Scherzer 2008 ein ausgeglichenes Ergebnis erreichen wird und nehmen unsere EPS-Schätzung auf 0,00 € von zuvor 0,20 € zurück.
- Auf Basis der revidierten Projektionen für 2008 liegt der faire Wert der Scherzer-Aktie nach unserem Excess-Return-Modell bei 1,75 € nach zuvor 1,86 €.
- Wir schätzen den Buchwert je Aktie per 30.6. auf 1,59 €, nachdem er per Ende 2007 1,62 € erreicht hatte. Den NAV je Aktie schätzen wir aktuell auf 1,65 € und inklusive eventueller Nachbesserungen im Rahmen von Spruchstellenverfahren auf 1,80 €.
- Wir nehmen unser Kursziel von 1,81 € auf 1,65 € zurück und bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 6.

65 Mio. € Wertpapiere, Ziel 150 Mio. €

Ende 2007 bilanzierte Scherzer Wertpapiere in Höhe von 65,4 Mio. € (85% im Anlagevermögen) nach 38,0 Mio. € (85% im Anlagevermögen) Ende 2006. Finanziert wurde der bilanzierte Positionsausbau um 27,4 Mio. € durch die Kapitalerhöhung vom Mai 2007 (14,5 Mio. €), höhere Bankverbindlichkeiten (21,3 Mio. € nach 12,8 Mio. €) und den thesaurierten Gewinn (4,4 Mio. € nach 2,9 Mio. €). Mittelfristig hat Scherzer das Ziel, das Eigenkapital von 44 Mio. € (Ende 2007) auf 100 Mio. € zu erhöhen. Weitere Kapitalerhöhungen sind auf diesem Weg wahrscheinlich. Bei gleichen Bilanzrelationen wie Ende 2007 würden die Assets under Management dann auf etwa 150 Mio. € steigen.

Per 30.6. waren die 10 größten Beteiligungen von Scherzer: HVB, Biotest, freenet, Kölnische Rückversicherung, Commerzbank, W&W Wüstenrot & Württembergische, Bank Austria, Bayer Schering Pharma, AMB Generali Holding und Münchener Rück.

Andienungsvolumen der Nachbesserungsrechte gut 42 Mio. €

Die Nachbesserungsrechte erreichten zum 30.6. ein Andienungsvolumen von 38,8 Mio. € nach 34,9 Mio. € Ende 2007. Zwischenzeitlich stieg es durch die Veräußerung der Bank Austria AG (Squeeze-Out) auf gut 42 Mio. €.

Den mit Abstand größten Block der Nachbesserungsrechte bildet AXA Konzern mit ca. 25 Mio. €, gefolgt von Schering (ca. 4 Mio. €), Bank Austria (ca. 3,5 Mio. €), Mobilcom (ca. 2,5 Mio. €) sowie Abit und T-Online (jeweils ca. 1 Mio. €). Die Nachbesserungsrechte werden nicht bilanziert. Im Rahmen von Spruchstellenverfahren können diese Rechte aber werthaltig werden. Wir setzen die Rechte mit 20% an und diskontieren sie mit 50% ab, weil es Jahre bis zur Feststellung der Werthaltigkeit der Rechte dauern kann. Je Scherzer-Aktie haben die Nachbesserungsrechte dann einen Wert von 0,15 €.

Rheiner-Moden-Transaktion

Mit der Rheiner Moden AG wurde ein Kooperations- und Poolvertrag abgeschlossen, der den bisher bestehenden Beratungsvertrag ablöste. Scherzer will sich dadurch die Teilhabe am umfassenden Wissen- und Erfahrungspool der Rheiner Moden AG sichern. Der neue Vertrag wurde durch eine Beteiligung in Höhe von 25% an der Rheiner Moden unterlegt (Kaufpreis 1,8 Mio. €, 32,50 € je Aktie). Nach Auskunft des Managements ist der neue Vertrag materiell vergleichbar mit dem bisherigen Beratungsvertrag. Er besteht aus 3 Komponenten: 50.000 € p.a. fest, 10.000 € p.a. je vollständige 10 Mio. € Marktkapitalisierung von Scherzer und 3% vom Jahresüberschuss der Scherzer. Allerthal-Werke ist zu 38,3% an Rheiner Moden beteiligt. Dr. Georg Issels ist Vorstand der Gesellschaften Scherzer und Rheiner Moden.

NAV ohne Nachbesserungsrechte ~1,65 € je Aktie

Nach wie vor bestehen keine Pläne seitens der Gesellschaft, den NAV zu veröffentlichen. Per Ende 2007 lag der Buchwert je Aktie bei 1,62 €. Per 30.6.2008 schätzen wir ihn auf 1,59 €. Wir setzen die stillen Reserven und Lasten aktuell mit 0,06 € je Aktie an, so dass sich ein NAV je Aktie von 1,65 € ergibt. Inklusiv der Nachbesserungsrechte stellt sich der NAV auf 1,80 € je Aktie.

Nach unserem Excess-Return-Modell beträgt der faire Wert der Scherzer-Aktie 1,75 € nach 1,86 € im Aug. 2007. Der geringere Wert ergibt sich im Wesentlichen aus unserer Projektion für 2008, die wir von 0,20 € je Aktie auf 0,00 € nach dem Verlust im ersten Halbjahr 2008 zurückgenommen haben. Im Terminal Value gehen wir davon aus, dass Scherzer einen ROE nach Steuern von 9,9% erwirtschaftet. Für 2007 belief sich diese Kennziffer auf 12,8%, wobei keine Steuern gezahlt wurden. Der ROE ist der wesentliche Treiber des fairen Wertes der Scherzer-Aktie.

Keine Guidance

Aufgrund der nach wie vor schwierigen Situation am Aktienmarkt sieht das Management von einer konkreten Ergebnisprognose für 2008 ab. Nach dem Verlust zur Jahresmitte erwarten wir, dass Scherzer diesen im 2. Halbjahr ausgleichen und dazu notfalls auch stille Reserven heben wird. Nachdem wir in unserer Studie vom Juli 2007 einen Jahresüberschuss von 5,3 Mio. € bzw. einen EPS von 0,20 € in Aussicht gestellt hatten, erwarten wir nunmehr ein ausgeglichenes Ergebnis bzw. einen EPS von 0,00 €.

Das **Geschäftsmodell** von Scherzer birgt implizit eine hohe Ergebnisvolatilität. Sowohl bei den Wetten auf Übernahmen bzw. Squeeze-Outs als auch bei den Nachbesserungsrechten ist unsicher ist ob und wann solche Situationen aufgehen.

Der Entwurf des **Jahressteuergesetzes** 2009 hatte zunächst vorgesehen, dass Dividenden und Veräußerungsgewinne aus Beteiligungen von unter 10% in vollem Umfang körperschaftsteuerpflichtig werden. Diese Neuerung wurde später wieder fallengelassen. Es kann freilich nicht ausgeschlossen werden, dass die Körperschaftsteuerpflicht zu einem späteren Zeitpunkt eingeführt wird. Das würde den fairen Wert um rund 15% drücken.

FAZIT

Unter Berücksichtigung eines schwierigen Jahrgangs 2008 liegt der faire Wert der Scherzer-Aktie nach unserem Excess-Return-Modell bei 1,75 € je Aktie liegt (zuvor 1,86 €). Der Wertansatz nach dem NAV je Aktie ohne Nachbesserungsrechte taxieren wir 0,10 € tiefer bei 1,65 € je Aktie und inklusive Nachbesserungsrechte auf 1,80 €. Unser Kursziel von 1,65 € je Aktie (zuvor 1,81 €) entspricht dem NAV ohne Nachbesserungsrechte. Bei einem Kurspotential von knapp 20% bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2008	2009	2010	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	43.977.747,49	43.977.747,49	48.646.665,53	49.133.132,19
Return on Equity	0,00%	10,08%	10,08%	9,90%
Konzernjahresüberschuss	0,00	4.668.918,04	4.928.785,48	4.864.180,09
Eigenkapitalkosten	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Eigenkapitalkosten absolut	3.826.064,03	3.826.064,03	4.232.259,90	4.274.582,50
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-3.826.064,03	842.854,01	696.525,58	589.597,59
TV Excess Return				7.657.111,51
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,70%	118,16%	128,44%	128,44%
Barwert Excess Return	-3.519.838,12	713.334,57	542.311,03	5.961.785,40
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	50,00%
Thesaurierung	0,00	4.668.918,04	4.928.785,48	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,00 €	0,17 €	0,18 €	0,18 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,09 €
eingesetztes Kapital	43.977.747,49			
Summe Barwerte Excess Return	3.697.592,89			
Wert des EK	47.675.340,38			
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00			
Wert pro Aktie	<u>1,75 €</u>			

Quelle: Scherzer, Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG

a) Erstmalige Veröffentlichung: **26. August 2008**

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

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

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

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

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

3. Disclosures

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

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