

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

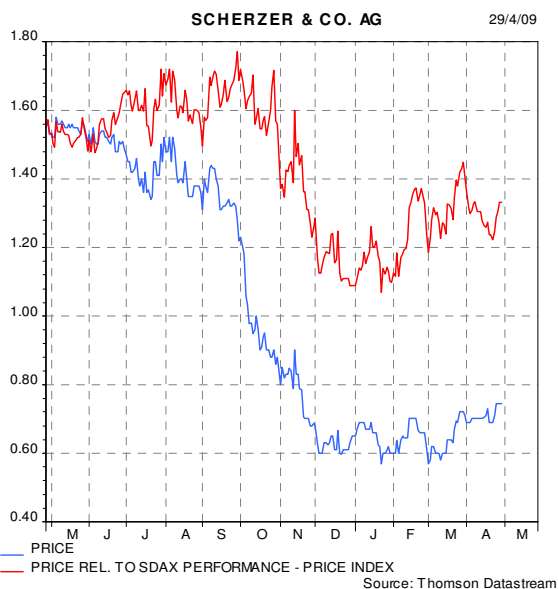
Branche mit hohen Abschlägen

Halten (Kaufen)

Kursziel	0,83 € (1,65 €)
Kurs (28.4.2009)	0,75 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	20,4
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,22
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2008	2009e	2010e	2011e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,73	0,05	0,06	0,08
Buchwert je Aktie* (€)	0,88	0,93	1,00	1,08
KGV	n.m.	15,0	12,5	9,4
Kurs/Buchwert	0,85	0,81	0,75	0,69
ROE	-58,5%	5,0%	5,8%	8,5%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



2008 war von erheblichen Verlusten aus Wertpapierverkäufen und hohen Abschreibungen auf Wertpapierbestände geprägt. Der Jahresfehlbetrag belief sich auf knapp 20 Mio. € (2007 Gewinn 4,4 Mio. €). Dadurch ging das Eigenkapital um 45% auf 24,1 Mio. € zurück. Wir reduzieren unser Kursziel auf 0,83 € und empfehlen die Aktie zu halten.

- Die Finanzkrise hinterließ in der GuV und Bilanz von Scherzer per Ende 2008 tiefe Spuren. Der Verlust je Aktie belief sich auf 0,73 € nach einem Gewinn von 0,16 € 2007. Damit wurde unsere Erwartung eines ausgeglichenen Ergebnisses weit verfehlt.
- Wir erwarten einen EPS von 0,05 € im laufenden Jahr und damit die Rückkehr in die Gewinnzone. Das bedingt ein Marktumfeld, das sich per Ende 2009 gegenüber dem Stand von Ende 2008 nicht weiter verschlechtert.
- In unserem Szenario steigt der Buchwert je Aktie von 0,88 € auf 0,93 € per Ende 2009. Mit Kursen vom 28.4. wurden die Buchwerte der Peer Group (ohne Allerthal) mit Abschlägen von rund 27% bezahlt. Das reflektiert die schwache operative Performance der Unternehmen und den Small-Cap-Charakter der Branche.
- In diesem Marktumfeld liegt der faire Wert der Scherzer-Aktie nach verschiedenen Modellansätzen bei 0,83 € inkl. Nachbesserungsrechte. Wir nehmen unser Kursziel entsprechend zurück. Bei einem Kurspotential von 10% lautet das Anlagevotum Halten (zuvor Kaufen).

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 7.

Im Sog der Finanzkrise

In der Finanzmarktkrise hat auch das Geschäftsmodell von Scherzer mit einem Mix aus sicherheits- und chancenorientierten Investments Schwächen gezeigt. Das ist im Wesentlichen auf die sicherheitsorientierten Investments wie Sondersituationen zurückzuführen, die das Portfolio in Baisse-Phasen stabilisieren sollten. So ist der Kurs der Generali Deutschland Holding AG im laufenden Jahr zeitweise um mehr als 50% unter das ursprüngliche Abfindungsangebot des Jahres 2006 gefallen. Ähnliche Entwicklungen traten auch bei anderen Sondersituationen ein. Damit zeigt sich einmal mehr, dass es in der Krise keinen „Safe Haven“ gibt.

Die Engagements wurden teilweise mit erheblichen Verlusten reduziert. Bei Abfindungswerten wie der Bayer Schering Pharma AG oder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG hängt das mit dem Ende der Squeeze-out-Verfahren zusammen. Die Aktien gingen zwangsweise zum Squeeze-out-Preis an den Großaktionär über. Im Rahmen von Spruchstellenverfahren sind noch Nachbesserungen möglich.

Neben den realisierten Verlusten zeigen sich die Marktverwerfungen an den Abschreibungen von 18,6 Mio. € auf Wertpapiere im Anlage- und Umlaufvermögen. Insgesamt wurden die Wertpapiere zum 31.12.2008 noch mit 35,1 Mio. € bilanziert nach 65,4 Mio. € vor Jahresfrist. Kredite wurde von 21,3 Mio. € auf 13,3 Mio. € reduziert.

Defensiveres Geschäftsmodell kappt Ertragspotential

Laut Geschäftsbericht 2008 nutzte Scherzer auch im ersten Quartal 2009 zufließende Erlöse aus der handelsrechtlichen Eintragung von Strukturmaßnahmen zum überwiegenden Teil zur Rückführung von Bankverbindlichkeiten und nur zum geringeren Teil für Reinvestitionen.

Offensichtlich soll der Leverage weiter zurückgefahren werden. Außerdem bestehen mittlerweile 13% des Portfolios aus Industrieanleihen. Diese grundsätzlich konservative Strategie mindert die Risiken aber auch die Chancen. Als Folge reduziert sich das Ertragspotential von Scherzer. Die Kosten müssen an die kleinere Ertragsbasis angepasst werden. Allerdings ist Scherzer bereits schlank aufgestellt.

Wertansatz für Nachbesserungsrechte gesenkt

Das Volumen der Nachbesserungsrechte¹, das nicht bilanziert wird, stieg 2008 um mehr als 30 Mio. € auf 65,1 Mio. €. Per Ende März 2009 stieg es weiter auf 70,1 Mio. €. Bisher haben wir die Nachbesserungsrechte bei der Ermittlung des fairen Wertes der Scherzer-Aktie mit 10% angesetzt. Das

¹ Das Nachbesserungsvolumen bildet sich aus dem Produkt der Stückzahl der von der Strukturmaßnahme betroffenen Aktien und dem zunächst festgesetzten Preis

wären 0,26 € je Aktie. Vor dem Hintergrund halbiertes Unternehmenswerte infolge der Finanzmarktkrise dürfte dieser Wertansatz mittlerweile zu optimistisch sein. Wir setzen nunmehr 3% oder 0,08 € je Scherzer-Aktie an.

Branche wird mit deutlichem Abschlag bezahlt

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 6,4% (Scherzer -2,5%) und ohne das Katastrophenjahr 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 0,81 €.

Im Rahmen des **Peer-Group-Modells** erklären wir den Abschlag auf den Buchwert 2008, der im Mittelwert der Vergleichsgruppe bei 17,8% liegt, mit dem ROE der Jahre 2005-2008, der Standardabweichung der ROEs und der Eigenkapitalquote. Wir erhalten für dieses Modell ein R² von 72%, für die vergangenen ROEs ein positives Vorzeichen, für die Standardabweichung der ROEs und die Eigenkapitalquote negative Vorzeichen. Das negative Vorzeichen bei der Eigenkapitalquote lässt sich wie folgt erklären: Je weniger das Eigenkapital mit Fremdkapital gehebelt wird, desto geringer sind die Ertragschancen desto höher ist der Abschlag auf den Buchwert. Nach diesem Modell erhalten wir einen fairen Wert für die Scherzer-Aktie von 0,69 €.

Scherzer: Regressionsmodell Peer-Group

Unternehmen	Kurs 28.04.09	Buchwert je Aktie	Abschlag Buchwert	ROE 2005-2008	EK-Quote	Standard- abweichung	Abschlag Buchwert Modell	Kurs fair
Allerthal	13,00	9,36	38,9%	34,8%	67,0%	13,8%	29,2%	12,09
DBAG	10,14	17,24	-41,2%	26,6%	89,8%	29,4%	-26,9%	12,61
DEWB	1,43	2,41	-40,6%	-3,7%	63,8%	12,2%	-18,1%	1,97
Dt. Balaton	4,85	5,67	-14,5%	-2,9%	59,2%	18,8%	-12,1%	4,98
Scherzer	0,75	0,88	-15,8%	-2,5%	64,0%	24,7%	-22,2%	0,69
Shareholder Value	11,17	15,01	-25,6%	0,2%	80,4%	21,2%	-44,3%	8,36
TFG	1,41	1,91	-26,1%	-7,7%	67,9%	12,0%	-30,4%	1,33
Mittelwert			-17,8%	6,4%	70,3%	18,9%		

Quelle: Solventis Research

Im Durchschnitt beider Modellansätze ergibt sich ein fairer Wert von 0,75 € für die Scherzer-Aktie und inklusive unseres Schätzansatzes für die Nachbesserungsrechte 0,83 €.

FAZIT

Die Finanzmarkturbulenzen haben tiefe Spuren in der GuV und Bilanz von Scherzer hinterlassen. Zusammen mit einem defensiveren Geschäftsmodell wird das Ertragspotential von Scherzer u. E. erheblich eingeschränkt, zumal der Wert der Nachbesserungsrechte u. E. deutlich gefallen ist. Insgesamt nehmen wir unser Kursziel auf 0,83 € je Scherzer-Aktie zurück und ändern unser Anlagevotum von Kaufen auf Halten.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2009	2010	2011	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	24.082.591,53	25.317.596,22	26.816.450,05	27.084.614,55
Return on Equity	5,00%	5,75%	8,50%	8,50%
Konzernjahresüberschuss	1.235.004,69	1.498.853,83	2.290.795,25	2.302.192,24
Eigenkapitalkosten	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Eigenkapitalkosten absolut	2.095.185,46	2.202.630,87	2.333.031,15	2.356.361,47
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-860.180,77	-703.777,04	-42.235,91	-54.169,23
TV Excess Return				-703.496,48
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,70%	118,16%	128,44%	128,44%
Barwert Excess Return	-791.334,65	-595.629,24	-32.884,65	-547.738,54
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	1.235.004,69	1.498.853,83	2.290.795,25	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,05 €	0,06 €	0,08 €	0,08 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	24.082.591,53			
Summe Barwerte Excess Return	-1.967.587,08			
Wert des EK	22.115.004,45			
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00			
Wert pro Aktie	<u>0,81 €</u>			

Quelle: Scherzer, Solventis Research

Scherzer: ROE-Kennzahlen Peer-Group

	ROE 2008	ROE 2007	ROE 2006	ROE 2005	ROE 2005-2008
Allerthal	19,8%	57,3%	30,7%	31,3%	34,8%
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%
Scherzer	-45,2%	11,2%	13,1%	11,0%	-2,5%
Shareholder Value	-33,5%	6,3%	2,9%	25,1%	0,2%
TFG	0,4%	-18,9%	7,6%	-19,9%	-7,7%
Mittelwert	-18,7%	19,5%	13,5%	11,2%	6,4%

Quelle: Solventis Research

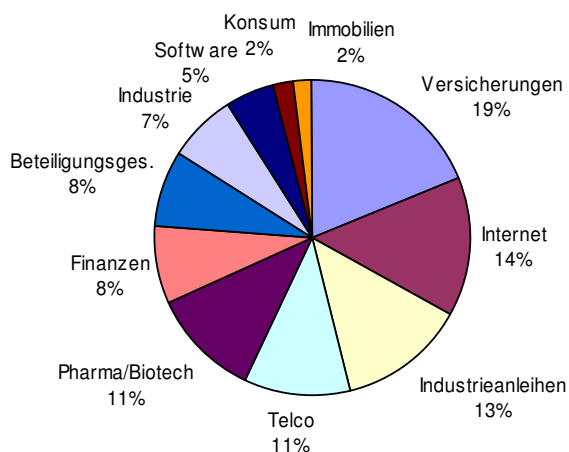
Scherzer: Übersicht TOP 10 Beteiligungen (sortiert nach Kurswert 31.03.2009)

Aktie	WKN	Strategie	Anteil Grundkapital
freenet AG	A0EAMM	Chance	>0,5%
Biotest AG, St./Vz.	522720	Chance	rd. 1%
buch.de internetstores AG	520460	Sicherheit	7,70%
RM Rheiner Management AG	701870	Sicherheit	25%
Pironet NDH AG*	691649	Chance	2,55%
Generali Deutschland Hold. AG	840002	Sicherheit	k.A.
Württ. Leben AG	840502	Sicherheit	k.A.
Dr. Hönle AG	515710	Chance	>5%
P&I Pers. Und Informatik AG	691340	Chance	rd. 1%
Ergo Versicherungsgruppe AG	841852	Sicherheit	k.A.

*07./08.04.2009: Scherzer meldet Unterschreitung der Schwellen 5% und 3% auf 2,55% der Stimmrechte.

Die 10 größten Anlagepositionen repräsentieren 60,8% des Gesamtportfolios.

Quelle: Scherzer, Solventis Research

Scherzer: Beteiligung nach Branchen (zum 31.03.2009)


Quelle: Scherzer, Solventis Research

Scherzer: Geschäftsmodelle der Peer-Group-Unternehmen

	ISIN	Kurs 28.04.2009	Aktien in Tsd.	MCap in Tsd. €	Geschäftsmodell
Allerthal	DE0005034201	13,00	1.097	14.256	Investition in börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften, vorzugsweise Unternehmen in Sondersituationen.
DBAG	DE0005508105	10,14	13.676	138.675	Schwerpunktmäßig Mehrheitsbeteiligungen, Transaktionen erfolgen in der Regel durch Management-Buy-Outs.
DEWB	DE0008041005	1,43	15.230	21.779	Minderheitsbeteiligungen zwischen 25% und 50%, Fokus auf Zukunftsmarkt der optischen Technologien und der Sensorik.
Dt. Balaton	DE0005508204	4,85	12.700	61.594	Beteiligung an börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften.
Scherzer	DE0006942808	0,75	27.219	20.279	Beteiligungsgesellschaft mit sicherheits- und chancenorientierter Investmentstrategie.
Shareholder Value	DE0006059967	11,17	698	7.791	Value-Ansatz, Spezialisierung auf unterbewertete deutsche Nebenwerte.
TFG	DE0007449506	1,41	11.899	16.777	Beteiligung an börsennotierten Small-und Micro Caps und vorbörsliche Beteiligungen an Wachstumsunternehmen.

Quelle: Solventis Research

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

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

1. Haftungserklärung

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

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

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG

a) Erstmalige Veröffentlichung: **29. April 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: 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.), Wirtschaftspressen (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

Einzel-emittenten: 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.