

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

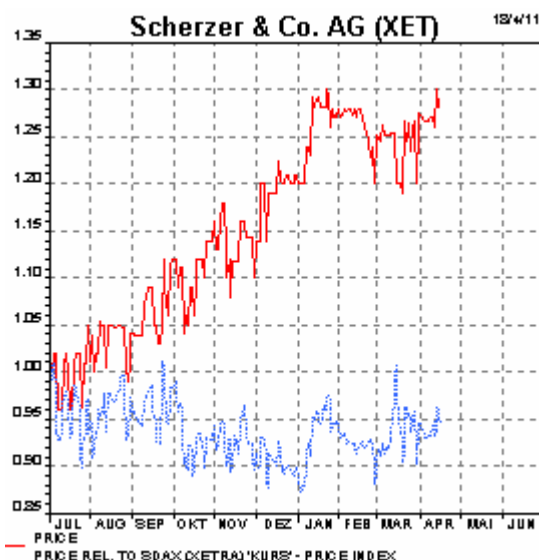
2010 besser als erwartet – buch.de erfolgreich veräußert

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,85 € (1,65 €)
Kurs (15.04.2011)	1,28 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	34,8
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,2
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2010	2011e	2012e	2013e
Ergebnis je Aktie (€)	0,14	0,14	0,16	0,17
Buchwert je Aktie* (€)	1,23	1,37	1,52	1,69
KGV	8,5	9,0	8,2	7,6
Kurs/Buchwert	0,99	0,93	0,84	0,75
ROE	12,5%	10,7%	10,5%	10,6%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



2010 erreichte der Jahresüberschuss 3,93 Mio. € und damit 0,17 Mio. € mehr als von uns erwartet. Beim EPS war unsere Prognose mit 0,14 € Punkt genau. Der Buchwert je Aktie betrug zum Jahresultimo 1,23 €, wir hatten mit 1,22 € gerechnet. Mit 12,5% war der ROE 0,5 PP höher als von uns prognostiziert. Er lag damit auch über den 10,7%, die wir im TV eingestellt haben. Den NAV je Aktie (Kurswerte) gibt Scherzer per 24.03.2011 mit ~1,42 € an, d.h. die Reserven belaufen sich etwa auf 0,20 € je Aktie. Durch die höhere Ausgangsbasis im Eigenkapital steigt der faire Wert trotz unveränderter ROE-Projektionen auf 1,85 € (alt 1,65 €). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Zum Jahresultimo besaß Scherzer Nachbesserungsrechte im Volumen von 74,24 Mio. € (Vj. 72,07 €), die nicht bilanziert werden. Per 24.03. vermeldet Scherzer 74,39 Mio. €. Wir schätzen deren Wert auf 0,29 € je Aktie, siehe auch Update vom 13.01.2011. Der Wert der Nachbesserungsrechte ist über den ROE im fairen Wert implizit enthalten.

Per 24.03.2011 waren die 10 größten Aktienpositionen nach Marktwerten: buch.de, Generali Deutschland, Biotest, Stada, Dr. Höhle, EnBW, Anzag, RM Rheiner Management, Kizoo, freenet. Am 01.04. meldete Scherzer den Verkauf der buch.de-Beteiligung (16% Anteil) an Thalia (Douglas), die vor dem Kauf über 60% an buch.de hielt. Den erzielten Gewinn gab Scherzer nicht bekannt. Wir gehen davon aus, dass die EnBW-Stücke im Rahmen des Übernahmeangebots zu 41,50 € angedient wurden.

Wir heben das Kursziel für die Scherzer-Aktie auf 1,85 € (alt 1,65 €) an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

Erfolgreiches 2010 – überdurchschnittlicher ROE

Mit einem **Jahresüberschuss** von 3,9 Mio. € erzielte Scherzer für 2010 einen ROE nach Steuern von 12,5%. Damit war 2010 nach unserer Einschätzung überdurchschnittlich gut, auch wenn die Ergebnisse des Spitzenjahrs 2009 nicht erreicht wurden. 2009 war insbesondere durch hohe Zuschreibungen auf die Wertpapierbestände geprägt. Wir denken, dass Scherzer nachhaltig einen **ROE** nach Steuern von gut 10% erzielen kann.

Weniger Zuschreibungen – mehr Realisierungen

Einen maßgeblichen Beitrag liefert das Ergebnis aus **Wertpapierverkäufen** mit 3,13 Mio. € (Vj. 1,19 Mio. €). Aktien u.a. von Kizoo, Drillisch, Tomorrow Focus, Dr. Höhle, Jungheinrich, Xing, Deutsche Postbank wurden mit Gewinn verkauft. Die Abschreibungen auf Wertpapiere des Finanzanlage- und des Umlaufvermögens stiegen auf 2,0 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €). Scherzer bilanziert nach HGB. Die sonstigen betrieblichen Erträge erreichten 2,9 Mio. € (Vj. 6,4 Mio. €). Hier werden u. a. die Vereinnahmung von Stillhalterprämien 1,6 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) und gesetzlich vorgeschriebene Zuschreibungen auf die Wertpapierbestände von 1,2 Mio. € (Vj. 5,9 Mio. €) erfasst.

Mehr Leverage – dennoch komfortable EK-Position

Infolge des erzielten Jahresüberschusses und der Thesaurierung desselben legte das bilanzielle Eigenkapital um 3,9 Mio. € auf 33,4 Mio. € zu. Zu Finanzierung der Wertpapierbestände im Anlage- und Umlaufvermögen von 48,5 Mio. € (Vj. 40,3 Mio. €) griff das Management wieder stärker auf Kredite zurück, die um 4,9 Mio. € auf 15,4 Mio. € stiegen. Die **Eigenkapitalquote** ging im Ergebnis um 4,8 PP auf komfortable 67,2% zurück.

Reserven größer als 10% der Buchwerte

Aufgrund der Bilanzierung nach **HGB** stehen die Wertpapiere zu Anschaffungskosten bzw. den niedrigeren Zeitwerten in der Bilanz. Monatlich teilt Scherzer auch den NAV zu Marktwerten mit, der die Verschuldung berücksichtigt. Zuletzt vermeldete Scherzer einen NAV von ~1,42 € zum 24.03.2011. Das entspricht ~38,5 Mio. €. Unterstellen wir eine unveränderte Verschuldung von 15,4 Mio. €, so belief sich der Marktwert der Wertpapiere im Anlage- und Umlaufvermögen auf 54,1 Mio. €. Danach verfügt Scherzer über stille **Reserven** von ~5,5 Mio. € oder ~11,3% auf die Buchwerte.

Nachbesserungsrechte erstmals veröffentlicht

Erstmals hat Scherzer im GB 2010 die 14 größten Positionen bei den Nachbesserungsrechten veröffentlicht, die nicht bilanziert werden. Insgesamt beläuft sich das angediente Volumen aktuell auf 74,4 Mio. €. Mehr als 55% entfallen auf **AXA** (St., Vz.) mit 34,4% und **HVB** mit 23,1%. Wir schätzen den Wert der Nachbesserungsrechte auf 0,29 € je Scherzer-Aktie, siehe auch das Update vom 13.01.2011. Über den ROE fließt dieser Wert mit in den fairen Wert der Scherzer-Aktie ein.

Erster Ertrag aus Nachbesserungsrechten

Im Rahmen eines Spruchverfahrens erhielt Scherzer für 100.000 Nachbesserungsrechte der **T-Online-Aktie** 137.000 € - eine Nachbesserung von knapp 20% auf das angediente Volumen. Das entspricht in etwa der Größenordnung, die wir im gewichteten Durchschnitt für alle in Deutschland entschiedenen Nachbesserungen des Jahres 2010 ermitteln konnten, siehe Update vom 13.01.2011.

Bewertung

Die Daten der **Vergleichsunternehmen** auf Seite 5 zeigen, dass der Abschlag auf den NAV im Durchschnitt der Branche im Verlauf des Jahres 2010 nahezu vollständig abgebaut wurde. Die Scherzer-Aktie zählt zu den Beteiligungsgesellschaften mit dem größten Abschlag auf den NAV zu Marktwerten. Gemessen an der Kursentwicklung der Scherzer-Aktie seit Jahresanfang hat sich daran bislang wenig geändert.

Die Deutsche Balaton-Aktie und insbesondere die Sparta-Aktie sind 2011 in der Vergleichsgruppe bislang am besten gelaufen. Bei Sparta dürften die Gewinnrealisierung aus Wertpapierverkäufen von über 4 Mio. € und bei Deutsche Balaton das Aktienrückkaufprogramm maßgeblich dazu beigetragen haben.

Weiter verdeutlichen die Zahlen der Vergleichsunternehmen eindrucksvoll, dass der **ROE** (inklusive Dividendenzahlungen) nach Steuern der entscheidende **Werttreiber** für die Aktienkurse der Beteiligungsunternehmen ist.

Ein wichtiger Parameter in **Excess-Return-Modellen** ist der ROE nach Steuern. Das ist bei unserem Excess-Return-Modell für die Scherzer-Aktie nicht anders. Scherzer erwirtschaftete 2010 einen ROE nach Steuern, der mit 12,5% um 0,5 PP über unserer Projektion lag. Dadurch ist das Eigenkapital, auf der die zukünftigen ROEs aufsetzen, größer und bei unveränderten ROEs erhöht sich der faire Wert der Aktie entsprechend. Weiter geht ein positiver Effekt auf den fairen Wert dadurch aus, dass wir nach Vorlage der Zahlen für 2010 den Beginn der Detailplanung von 2010 auf 2011 „gerollt“ haben. Die Detailplanung deckt wie bisher 4 Jahre ab. Unverändert bleibt

auch der ROE für den Terminal Value. Hier setzen wir weiterhin 10,7% an. Unsere ROE-Projektionen schließen den Ergebnisbeitrag aus Nachbesserungsrechten mit ein. Im Ergebnis steigt der faire Wert der Scherzer-Aktie nach unserem Excess-Return-Modell von 1,65 € auf 1,85 €.

Nachrichtlich haben wir die GuV und Bilanz für die Scherzer & Co. AG inklusive der Schätzungen für 2011 und 2012 auf den Seiten 7 und 8 abgebildet. Die Schätzungen sind konsistent mit den Ergebnissen unseres Excess-Return-Modells für die Scherzer-Aktie.

Fazit

Die Beteiligungsbranche profitierte von der guten Entwicklung der Aktien- und Rentenmärkte 2010. Das hat mit dazu beigetragen, dass die Abschläge auf den NAV zu Marktwerten im Branchendurchschnitt egalisiert wurden. Wir können uns vorstellen, dass wir jetzt in eine Phase eintreten, in der eher mit Aufschlägen auf den NAV zu rechnen ist. Die Märkte dürften zwar an Dynamik verlieren. Grundsätzlich überwiegen nach unserer Einschätzung die Chancen aber die Risiken.

Zum 23.03.2011 teilt Scherzer mit, dass der Abschlag auf den NAV zu Marktwerten rund 11% beträgt. Damit zählt die Scherzer-Aktie zu den vergleichsweise günstigen Beteiligungsunternehmen. Entsprechend sehen wir auf der Kursseite Nachholbedarf.

Nach unserem Excess-Return-Modell verfügt die Scherzer-Aktie ebenfalls über erhebliches Kurspotential. Der faire Wert ist weiter auf 1,85 € (alt 1,65 €) gestiegen. Damit bestätigt das Excess-Return-Modell in der Grundtendenz die Ergebnisse des Peer-Group-Vergleichs.

2010 und mehr noch 2009 waren Jahre, in den Scherzer ROEs erzielte, die nach unserer Einschätzung über dem nachhaltig zu erreichenden Niveau von 10,7% lagen. Auf Basis der von uns erwarteten ROEs von gut 10% werden die EPS in den kommenden Jahren weiter moderat zulegen. Das KGV 2011e beträgt 9,0.

Alles in allem erhöhen wir unser Kursziel für die Scherzer-Aktie um 0,20 € auf 1,85 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

NAV ROE-, NAV-, Kursentwicklung

	Rech- nungs- legung	NAV je Aktie 31.12.09	Kurs (Xetra) 31.12.09	Prämie auf NAV 31.12.09	NAV je Aktie 31.12.10	Kurs (Xetra) 31.12.10	Prämie auf NAV 31.12.10	Dividende gezahlt 2010	ROE inkl. Dividende 2010	Kurs (XETRA) 31.12.10 ggü. 31.12.09	NAV (XETRA) 31.12.10 ggü. 31.12.09	Kurs (XETRA) 15.04.11	Kurs (XETRA) 15.04.11 ggü. 31.12.10
Allerthal	HGB	9,72	14,50	49,2%	10,24 c	15,30	49,4%	0,75	13,1%	5,5%	5,3%	14,85	-2,9%
DBAG	IFRS	19,44 a	17,09	-12,1%	20,75 a	21,00	k. A.	1,40	13,9%	22,9%	6,7%	20,00	-4,8%
Deutsche Balaton	IFRS	7,38	5,85	-20,7%	9,89	8,20	-17,1%	0,00	34,0%	40,2%	34,0%	10,60	29,3%
DEWB	HGB	1,58	1,34	-15,2%	1,60	1,47	k. A.	0,00	1,3%	9,6%	1,3%	1,48	0,8%
Scherzer	HGB	1,08 b,c	0,99	-8,3%	1,42 b	1,21	-14,9%	0,00	31,5%	22,0%	31,5%	1,28	5,8%
Shareholder Value Bet.	HGB	21,71 b	17,50	-19,4%	27,50 b	22,40	-18,5%	0,00	26,7%	28,0%	26,7%	23,10	3,1%
Sparta	HGB	32,42	28,30	-12,7%	34,43	34,00	-1,2%	0,00	6,2%	20,1%	6,2%	48,90	43,8%
Durchschnitt				-5,6%			-0,5%		20,1%	21,2%	17,6%		10,7%

a) 31.1.2010/31.1.2011

b) Marktwerte

c) geschätzt

Quelle: Solventis Research, Unternehmen, Thomson Datastream

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2011e	2012e	2013e	2014e	Terminal Value
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	33.380.000,00	37.265.502,65	41.499.100,04	46.097.944,90	46.789.414,07
Return on Equity	11,00%	10,75%	10,50%	10,60%	10,70%
Konzernjahresüberschuss	3.885.502,65	4.233.597,39	4.598.844,86	4.923.030,03	5.006.467,31
Eigenkapitalkosten	7,78%	7,92%	8,06%	8,20%	8,20%
Eigenkapitalkosten absolut	2.596.964,00	2.951.427,81	3.344.827,46	3.780.031,48	3.836.731,95
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.288.538,65	1.282.169,58	1.254.017,40	1.142.998,54	1.169.735,35
TV Excess Return					17.458.736,59
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,78%	116,32%	125,69%	136,00%	136,00%
Barwert Excess Return	1.195.526,67	1.102.314,08	997.696,58	840.452,82	12.837.500,48
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.885.502,65	4.233.597,39	4.598.844,86	4.923.030,03	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,14 €	0,16 €	0,17 €	0,18 €	0,18 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	33.380.000,00				
Summe Barwerte Excess Return	16.973.490,62				
Wert des EK	50.353.490,62				
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00				
Wert pro Aktie	<u>1,85 €</u>				

Quelle: Solventis Research

Scherzer & Co. AG: GuV, in €

	2008	yoy	2009	yoy	2010	yoy	2011e	yoy	2012e	yoy
Erträge aus Wertpapierverkäufen	-3.066.435,54	-143,4%	1.188.544,98	-138,8%	3.129.760,93	163,3%	3.178.159,29	1,5%	3.226.557,66	1,5%
sonstige betriebliche Erträge	1.487.193,91	581,1%	6.448.470,30	333,6%	2.872.444,02	-55,5%	663.765,39	-76,9%	3.393.467,74	411,2%
Rohergebnis nach GKV	-1.579.241,63	-121,7%	7.637.015,28	-583,6%	6.002.204,95	-21,4%	3.841.924,69	-36,0%	6.620.025,40	72,3%
Personalaufwand	192.641,69	21,9%	216.848,29	12,6%	319.573,71	47,4%	324.515,57	1,5%	329.457,43	1,5%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5.398,53	-10,0%	4.635,91	-14,1%	4.533,65	-2,2%	4.531,81	-0,0%	2.000.811,05	44050,3%
sonstige betriebliche Aufwendungen	455.119,57	-53,4%	530.253,71	16,5%	547.638,81	3,3%	126.548,57	-76,9%	646.973,32	411,2%
Ebit (vor Strukturaufwand)	-2.232.401,42	-136,3%	6.885.277,37	-408,4%	5.130.458,78	-25,5%	3.386.328,73	-34,0%	3.642.783,60	7,6%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	72,80%	-14,1 pp	579,30%	506,5 pp	163,92%	-415,4 pp	106,55%	-57,4 pp	112,90%	6,4 pp
EBITDA	-2.227.002,89	-136,2%	6.889.913,28	-409,4%	5.134.992,43	-25,5%	3.390.860,54	-34,0%	5.643.594,65	66,4%
EBITDA-Marge	72,63%	-14,4 pp	579,69%	507,1 pp	164,07%	-415,6 pp	106,69%	-57,4 pp	174,91%	68,2 pp
EBIT	-2.232.401,42	-136,3%	6.885.277,37	-408,4%	5.130.458,78	-25,5%	3.386.328,73	-34,0%	3.642.783,60	7,6%
EBIT-Marge	72,80%	-14,1 pp	579,30%	506,5 pp	163,92%	-415,4 pp	106,55%	-57,4 pp	112,90%	6,4 pp
Erträge aus anderen Wertpapieren und A	2.002.740,64	130,2%	536.644,88	-73,2%	1.191.686,44	122,1%	1.191.686,44	0,0%	1.191.686,44	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	18.601.780,97	944,3%	1.147.731,52	-93,8%	1.997.899,51	74,1%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	294.502,16	1342,0%	210.031,53	-28,7%	274.593,43	30,7%	271.819,96	-1,0%	269.062,22	-1,0%
Zinsaufwand	1.348.380,75	62,5%	487.531,63	-63,8%	565.101,01	15,9%	494.118,01	-12,6%	353.602,60	-28,4%
Finanzergebnis	-17.652.918,92	926,0%	-888.586,74	-95,0%	-1.096.720,65	23,4%	969.388,38	-188,4%	1.107.146,06	14,2%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-19.885.320,34	-549,3%	5.996.690,63	-130,2%	4.033.738,13	-32,7%	4.355.717,11	8,0%	4.749.929,65	9,1%
EBT-Marge	648,48%	585,9 pp	504,54%	-143,9 pp	128,88%	-375,7 pp	137,05%	8,2 pp	147,21%	10,2 pp
Steuern	9.835,62	-231,9%	629.615,42	6301,4%	99.573,86	-84,2%	470.417,45	372,4%	516.317,35	9,8%
Steuerquote	-0,05%	0,1 pp	10,50%	10,5 pp	2,47%	-8,0 pp	10,80%	8,3 pp	10,87%	0,1 pp
Ergebnis n. Steuern	-19.895.155,96	-548,7%	5.367.075,21	-127,0%	3.934.164,27	-26,7%	3.885.299,66	-1,2%	4.233.612,30	9,0%
Konzernjahresüberschuss	-19.895.155,96	-548,7%	5.367.075,21	-127,0%	3.934.164,27	-26,7%	3.885.299,66	-1,2%	4.233.612,30	9,0%
Anzahl Aktien zum 13.04.11 (Mio.)	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%	27,22	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-0,73	-548,7%	0,20	-127,0%	0,14	-26,7%	0,14	-1,2%	0,16	9,0%

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer & Co. AG: Bilanz, in €

	2008	yoy	2009	yoy	2010	yoy	2011e	yoy	2012e	yoy
Aktiva										
Kassenbestand	1.569.821,64	2147,6%	106.211,91	-93,2%	585.430,87	451,2%	158.907,96	-72,9%	161.327,88	1,5%
Forderungen	911.741,32	79,4%	478.633,28	-47,5%	598.517,73	25,0%	607.773,16	1,5%	617.028,59	1,5%
Wertpapiere	11.842.848,37	24,7%	19.727.141,54	66,6%	27.982.790,84	41,8%	28.415.514,41	1,5%	28.848.237,98	1,5%
Rechnungsabgrenzung	0,00	n.m.	19.748,64	n.m.	11.453,75	-42,0%	11.453,75	0,0%	11.453,75	0,0%
Summe Umlaufvermögen	14.324.411,33	42,2%	20.331.735,37	41,9%	29.178.193,19	43,5%	29.193.649,28	0,1%	29.638.048,20	1,5%
Sachanlagen	16.168,00	61,2%	12.076,00	-25,3%	11.226,00	-7,0%	11.694,19	4,2%	10.883,13	-6,9%
Immaterielle Vermögenswerte	0,00	n.m.	276,00	n.m.	567,00	105,4%	567,00	0,0%	567,00	0,0%
Finanzanlagen	23.252.520,04	-58,4%	20.545.943,07	-11,6%	20.528.963,97	-0,1%	20.528.963,97	0,0%	20.528.963,97	0,0%
Summe Anlagevermögen	23.280.566,68	-58,4%	20.558.295,07	-11,7%	20.540.756,97	-0,1%	20.541.225,16	0,0%	20.540.414,10	-0,0%
Summe Aktiva	37.604.978,01	-43,0%	40.890.030,44	8,7%	49.718.950,16	21,6%	49.734.874,44	0,0%	50.178.462,30	0,9%
Bilanzsumme	37.604.978,01	-43,0%	40.890.030,44	8,7%	49.718.950,16	21,6%	49.734.874,44	0,0%	50.178.462,30	0,9%
Passiva										
Gezeichnetes Kapital	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%	27.219.499,00	0,0%
Kapitalrücklage	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%	8.364.780,64	0,0%
Gewinnrücklagen	80.166,89	-98,0%	80.166,89	0,0%	80.166,89	0,0%	3.965.466,55	4846,5%	8.199.078,86	106,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-11.581.855,00	-361,2%	-6.214.779,79	-46,3%	-2.280.615,52	-63,3%	-2.280.615,52	0,0%	-2.280.615,52	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	24.082.591,53	-45,2%	29.449.666,74	22,3%	33.383.831,01	13,4%	37.269.130,67	11,6%	41.502.742,98	11,4%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	24.082.591,53	-45,2%	29.449.666,74	22,3%	33.383.831,01	13,4%	37.269.130,67	11,6%	41.502.742,98	11,4%
		-45,2%		0,72		0,67				
Langfristige Schulden										
Finanzverbindlichkeiten	4.500.000,00	125,0%	0,00	-100,0%	0,00	n.m.	0,00	n.m.	0,00	n.m.
Summe langfristige Schulden	4.500.000,00	125,0%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	n.m.
Kurzfristige Schulden										
Sonstige Rückstellungen	103.546,59	-85,2%	284.350,00	174,6%	336.038,00	18,2%	341.234,46	1,5%	346.430,93	1,5%
Finanzverbindlichkeiten	8.766.315,77	-54,5%	10.593.468,78	20,8%	15.456.291,21	45,9%	11.573.325,70	-25,1%	7.769.711,14	-32,9%
Steuerrückstellungen	0,00	n.m.	457.924,00	n.m.	528.340,00	15,4%	536.510,21	1,5%	544.680,41	1,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	152.524,12	126,0%	104.620,92	-31,4%	14.449,94	-86,2%	14.673,39	1,5%	14.896,85	1,5%
Summe Kurzfristige Schulden	9.022.386,48	-55,0%	11.440.363,70	26,8%	16.335.119,15	42,8%	12.465.743,76	-23,7%	8.675.719,33	-30,4%
Summe Passiva	37.604.978,01	-43,0%	40.890.030,44	8,7%	49.718.950,16	21,6%	49.734.874,44	0,0%	50.178.462,30	0,9%
Bilanzsumme	37.604.978,01	-43,0%	40.890.030,44	8,7%	49.718.950,16	21,6%	49.734.874,44	0,0%	50.178.462,30	0,9%

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

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: **18. April 2011**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Quartalsweise.

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

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

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

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

3. Disclosures

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

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

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

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

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

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

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

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

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

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

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

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.