

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

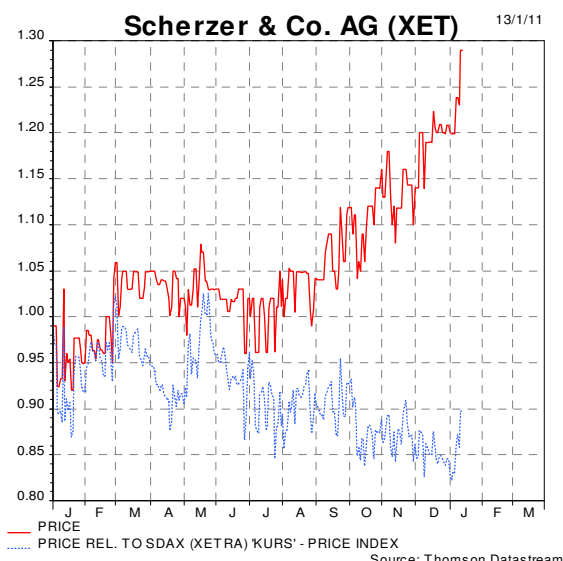
NAV deutlich höher – Erstmals Nachbesserung vereinnahmt

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	1,65 € (1,24 €)
Kurs (12.01.2011)	1,29 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	35,1
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	27,2
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis je Aktie (€)	0,20	0,14	0,14	0,15
Buchwert je Aktie* (€)	1,08	1,22	1,36	1,51
KGV	5,0	8,7	9,1	8,5
Kurs/Buchwert	0,92	0,99	0,95	0,85
ROE	20,1%	12,0%	11,0%	10,5%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

*ohne Andienungsvolumen Nachbesserungsrechte



Für 2010 meldet die Scherzer & Co. AG ein EBIT von 4,5 Mio. € und ein EBT von 4,2 Mio. € (beide vorläufig). Das EPS schätzen wir auf 0,14 € und den NAV je Aktie (Kurswerte) auf 1,43 €. Scherzer konnte im Oktober die erste Nachbesserung aus einem Spruchverfahren (T-Online) verbuchen. Die Nachbesserung betrug 19,7 % auf das angediente Volumen. Wir erhöhen unseren Wertansatz für die Nachbesserungsrechte auf 0,29 € je Scherzer-Aktie (alt 0,11 €). Insgesamt heben wir das Kursziel auf 1,65 € (alt 1,24 €) an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Erstmals verbuchte Scherzer eine Nachbesserung aus einem Spruchstellenverfahren: 137.000 € für T-Online. Die Größenordnung von rund 20 % auf das angediente Volumen entspricht in etwa dem Wert, den wir im gewichteten Durchschnitt für abgeschlossene Spruchstellen seit September 2009 ermitteln konnten.

Ende 2010 betrug das Volumen der Nachbesserungsrechte 72,4 Mio. € (Vj. 72,0 Mio. €). Sie werden nicht bilanziert. Wir setzen deren Wert mit 7,8 Mio. € oder 0,29 € je Scherzer-Aktie (alt 0,11 € je Scherzer-Aktie) an.

Die Erträge aus den Nachbesserungsrechten sind implizit in den geschätzten Eigenkapitalrenditen enthalten. Der ROE ist ein maßgeblicher Werttreiber für den Unternehmenswert. Für den ROE setzen wir im TV 10,7 % an (alt 9,8 %). Das entspricht dem historischen ROE der Vergleichsunternehmen, der sich seit Mitte 2010 um etwa einen Prozentpunkt erhöhte.

Im 2. Halbjahr erzielte Scherzer nach unseren Schätzungen einen EPS von 0,12 €. Wir hatten 0,08 € erwartet. Der Buchwert je Aktie stellt sich auf geschätzte 1,22 € (Vj. 1,08 €). Der NAV zu Marktpreisen, der Treiber des Aktienkurses, erreichte ~1,43 €.

Wir heben das Kursziel für die Scherzer-Aktie auf 1,65 € (alt 1,24 €) an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Marktwerte treiben den Kurs

Scherzer gibt den Marktwert des Portfolios (ohne Nachbesserungsrechte) abzüglich der Verbindlichkeiten also den Net Asset Value (NAV) zum 31.12.2010 implizit mit etwa 1,43 € je Aktie an, während der Aktienkurs zum Jahresultimo mit 1,21 € rund 15 % darunter notierte. Das vergleicht sich mit einem NAV von 1,18 € zum 29.7.2010¹. Damals wies der Aktienkurs mit 1,00 € gleichfalls einen Abschlag von rund 15% auf den NAV aus. Im Zeitraum 29.7.2010 bis 31.12.2010 legte der Aktienkurs mit +20,8% in einer Größenordnung wie der NAV (+21,23%) zu.

Eine Approximation für die Veränderung des NAV liefert die Entwicklung der 10 größten Portfolio-Unternehmen, die Scherzer monatlich veröffentlicht. Ende 2010 waren von den 10 größten Beteiligungen 8 mit denen zum 30.06.2010 deckungsgleich. Die Aktienstückzahl der einzelnen Position und deren Veränderung werden in der Regel nicht veröffentlicht. Die durchschnittliche Kursentwicklung der 8 Beteiligungen lag im zweiten Halbjahr bei 16,9% (ungewichtet).

Ein ähnlicher Zusammenhang zwischen Veränderung des NAV und des Aktienkurses ist bei Shareholder Value Beteiligungen zu beobachten, dem einzigen Vergleichsunternehmen, das entsprechende Angaben für 2010 bereits veröffentlicht hat, siehe unten.

Daraus lässt sich ableiten, dass die Änderung des Marktwertes des Portfolios für die Entwicklung des Aktienkurses entscheidend ist. Der Buchwert des Eigenkapitals und der Gewinnausweis sind in der aktuellen Marktphase dagegen von untergeordneter Bedeutung, weil sie die Performance durch die Nichtrealisierung von gestiegenen Kursen unterzeichnen.

Entwicklungen nach dem 1. Halbjahr 2010

Die Kizoo- und Jungheinrich-Positionen wurden mit einem Ergebnisbeitrag von 0,42 Mio. € bzw. von 0,25 Mio. € veräußert. Scherzer nahm die Gewinnwarnung von Biotest (14.07.2010) zum Anlass, um die Position zu Kursen unterhalb von 30 € für die Stämme aufzustoßen. In Unternehmensanleihen u.a. Conti-Gummi (8,5% /2015 und 7,5%/2017), Phoenix-Pharma (9,625% /2014), Dürr (7,25%/2015) und Hapag Lloyd (9%/2015) wurden 6 Mio. € investiert. Auch hier haben sich erhebliche Reserven gebildet. Die Deutsche Postbank-Beteiligung wurde im Rahmen des Übernahmeangebots (25,00 € je Aktie) vermutlich mit Gewinn angedient. Die Position hatte Ende Oktober noch zu den 10 größten Positionen gezählt.

Die 10 größten Aktienpositionen (63,9% des Gesamtportfolios) geordnet nach Kurswert zum 31.12.2010 sind:

¹ Zum 29.07.2010 erwähnte Scherzer erstmals den Kursabschlag auf den NAV.

buch.de, Generali Deutschland, Biotest St., freenet, Dr. Höhle AG, Xing, RM Rheiner Management, SAF Simulation, Anzag und Custodia. Die 10 Positionen machen 63,9 % des Portfolios aus. Scherzer verfügt über ein Andienungsvolumen von 74,2 Mio. € (31.12.2010).

Gegenüber dem Stand vom 30.06.2010 sind Custodia und Anzag neu in die TOP 10 aufgestiegen, während Kizoo und Tomorrow Focus heraus gefallen sind. Die Veränderungen in den TOP 10 reflektieren u.a. die Andienung der Postbank-Aktien sowie die Gewinnrealisierung im Fall von Kizoo und Tomorrow Focus.

Infos zu den Vergleichsunternehmen

DBAG (Gj. 31.10.)

In den ersten 9 Monaten realisierte DBAG einen Gewinn von 21,7 Mio. € oder ein EPS von 1,59 €. Der NAV je Aktie belief sich zum 31.7.2010 auf 19,53 € nach 18,94 € zum 31.10.2009. Der Kursabschlag auf den NAV lag zum 31.7.2010 bei 11% nach 17,9% zum 30.10.2009 (Ende Gj. 2008/09). DBAG ist an 18 meist nicht-börsennotierten Unternehmen beteiligt. Die 10 größten Investments (Clyde Bergemann, DBG Eastern Europe II, FDG S.A., Grohmann GmbH, Heim & Haus GmbH, Hochtemperatur Engineering GmbH, Homag, JCK KG, ICTS Europe Holdings B.V. und Preh GmbH) machen 90% des Portfoliowertes aus. Spruchstellen gehören nicht zum Geschäftsmodell der DBAG.

DBAG hat das Ziel, ihre Eigenkapitalkosten jedes Jahr zu verdienen. Die lagen im letzten Geschäftsjahr bei 7,1% (Ende 31.10.2009). Im Schnitt der letzten 10 Jahre erreichte DBAG einen ROE nach Steuern von 14,0%. Für das abgelaufene Geschäftsjahr (31.10.2010) stellt DBAG im 9-Monatsbericht in Aussicht, dass der ROE die Eigenkapitalkosten übertrifft. Nach unseren Berechnungen erreichte der ROE nach 9 Monaten unter Berücksichtigung der Dividendenzahlung 7,1%. In Q4 reicht damit ein kleiner Gewinn aus, um das Ziel bei Eigenkapitalkosten von unverändert 7,1% zu erreichen.

Deutsche Balaton

Für das 1. Halbjahr 2010 wies Balaton einen Gewinn von 13,4 Mio. € oder 1,01 € je Aktie aus. Der NAV je Aktie belief sich zum 30.6.2010 auf 9,22 € nach 7,38 € Ende 2009. Der Kursabschlag auf den NAV lag zum 30.6.2010 bei über 30% nach 16,7% Ende 2009. Die Beteiligung an P&I wurde Anfang Dezember mit einem Gewinn von 5,3 Mio. € veräußert (290.000 von 415.000 Aktien). Der teilweise Verkauf der P&I-Position hat einen Effekt von +1,1 Mio. € (0,10 € je Aktie) auf das Eigenkapital. Balaton ist an zahlreichen nicht-börsennotierten aber auch börsennotierten Unternehmen u. a. Beta

Systems, P&I, TDS, W.E.T beteiligt. Wir gehen davon aus, dass Balaton über ein erhebliches Andienungsvolumen im Rahmen von Spruchstellen verfügt. Das Unternehmen macht dazu aber keine näheren Angaben. Die Deutsche Balaton hat seit Februar 2008 insgesamt 8 Aktienrückkäufe durchgeführt.

DEWB

Im ersten Halbjahr 2010 fanden keine Exits statt. Es entstand ein Verlust von 0,06 € je Aktie. Der NAV je Aktie betrug 1,52 € (30.06.2010) und damit 3,8% weniger als Ende 2009 (NAV je Aktie 1,58 €). Der Aktienkurs ging im gleichen Zeitraum um 6,7% auf 1,25 € zurück. Der Abschlag auf den NAV lag zum 30.6.2010 bei 17,8% nach 15,2% Ende 2009. Das Portfolio wurde zum 30.06.2010 mit 36,9 Mio. € (Ende 2009 36,4 Mio. €) bewertet. DEWB ist an 11 nicht-börsennotierten Unternehmen u. a. KSW Microtec und Noxxon beteiligt.

Shareholder Value Beteiligungen (SVB)

SVB wies für das erste Halbjahr 2010 einen EPS von 0,69 € aus. Das Eigenkapital nach HGB beträgt gemäß der (ungeprüften) Bilanz zum Halbjahresende 12,5 Mio. €. Die stillen Reserven aufgrund nicht realisierter Kursgewinne betragen 4,2 Mio. €. SVB gibt monatlich den inneren Wert oder NAV (Verkehrswert des Gesellschaftsvermögens, vermindert um Verbindlichkeiten und Rückstellungen für zukünftige Verbindlichkeiten der Gesellschaft) je Aktie an. Der belief sich zum 30.12.2010 auf 27,50 € nach 23,98 € zum 30.06.2010 und 21,71 € per 30.12.2009. Das ist eine Performance von 26,7%. Der Aktienkurs stieg im gleichen Zeitraum um 28,0% auf 22,40 €. Der Abschlag auf den NAV lag Ende 2010 bei 18,5% nach 20,4% Mitte 2010 und 19,4% Ende 2009. Wir schätzen, dass SVB über Nachbesserungsrechte im Volumen von 14,4 Mio. € verfügt. Die größten Portfolio-Positionen sind WMF Vz., Pulsion, Stratec Biomedical, Sto und Advanced Inflight. In Q3'2010 wurden Positionen in Xing und Secunet Security aufgebaut.

Allerthal

Allerthal nennt für 2010 ein vorläufiges Ergebnis von 1,3 Mio. € (Vj. 0,8 Mio. €) trotz der Belastung aus dem Verkauf der Allerthal-Wohnungsbau GmbH (0,3 Mio. €). Dazu ergibt sich ein EPS von 1,19 € (Vj. 0,74 €). Zum Halbjahr hatte das EPS noch 0,41 € betragen. Auch Allerthal verbuchte damit ein stärkeres zweites Halbjahr. 2010 wurden aus Nachbesserungen 129.000 € erzielt. Allerthal verfügte Ende 2010 über Nachbesserungsrechte im Volumen von 40,8 Mio. € (Vj. 40,0 Mio. €).

Sparta

Sparta strebt einen ROE nach Steuern (Verlustvorträge > 100 Mio. €) von durchschnittlich 12% bis 15% an. 2010 lag der ROE leicht oberhalb dieser Range. Auf Basis eines Eigenkapitals von 24,5 Mio. € Ende 2009 sind das also rund 4 Mio. €. Die Gesellschaft wird für 2010 ein EAT von über 1,0 Mio. € (EPS > 1,32 €) ausweisen nach einem EPS von 0,43 € für das erste Halbjahr 2010 (30.06.2010). Die Differenz zum ROE sind nicht realisierte Gewinne also stille Reserven von etwa 3 Mio. €, die 2010 erwirtschaftet wurden. Sparta verfügt über Nachbesserungsrechte im Volumen von 108,9 Mio. € (30.11.2010). Diese werden von der Gesellschaft mit 1,5 Mio. € bilanziert, da sie entgeltlich erworben wurden.

NAV – Eigenkapital je Aktie nach Buch- und Marktwerten

	Rechnungs- legung	NAV je Aktie 31.12.09	Kurs (Xetra) 31.12.09	Prämie 31.12.09	NAV je Aktie 30.06.10	Kurs (Xetra) 30.06.10	Prämie 30.06.10	NAV je Aktie ggü. 31.12.09	Kurs (Xetra) ggü. 31.12.09	NAV je Aktie 31.12.10	Kurs (Xetra) 31.12.10	Prämie 31.12.10	Kurs (Xetra) ggü. 30.06.10	NAV je Aktie ggü. 30.06.10
Allerthal	HGB	9,72	14,50	49,2%	9,38	15,30	63,1%	-3,5%	5,5%	10,91 d	15,30	40,2%	0,0%	16,3%
DBAG	IFRS	18,94 a	17,09	-9,8%	19,53 b	18,65	-4,5%	3,1%	9,1%	k. A.	21,00	k. A.	12,6%	k. A.
Deutsche Balaton	IFRS	7,38	5,85	-20,7%	9,22	6,30	-31,7%	24,9%	7,7%	k. A.	8,20	k. A.	30,2%	k. A.
DEWB	HGB	1,58	1,34	-15,2%	1,52	1,25	-17,8%	-3,8%	-6,7%	k. A.	1,47	k. A.	17,5%	k. A.
Scherzer	HGB	1,08	0,99	-8,3%	1,10 d	1,02	-7,3%	1,9%	3,0%	1,22 d	1,21	-1,0%	18,4%	10,9%
Scherzer	HGB	1,08	0,99	-8,3%	1,18 c,e	1,02	-13,6%	9,3%	3,0%	1,43 c	1,21	-15,5%	18,4%	21,2%
Shareholder Value Bet.	HGB	17,23	17,50	1,6%	17,92	19,10	6,6%	4,0%	9,1%	k. A.	22,40	k. A.	17,3%	k. A.
Shareholder Value Bet.	HGB	21,71 c	17,50	-19,4%	23,98 c	19,10	-20,4%	10,5%	9,1%	27,50 c	22,40	-18,5%	17,3%	14,7%
Sparta	HGB	32,42	28,30	-12,7%	32,85	30,34	-7,6%	1,3%	7,2%	33,85 d	34,00	0,4%	12,1%	3,0%

Quelle: Solventis Research, Thomson Datastream

a) 31.10.2009

b) 31.07.2011

c) Marktwerte = NAV

d) geschätzt

e) 29.07.2010

Nachbesserungsrechte

Scherzer konnte im Oktober 2010 erstmals eine Nachbesserung im Rahmen einer Spruchstelle vereinnahmen. Aus dem Verfahren „Verschmelzung der T-Online International AG auf die Deutsche Telekom AG“ erhielt Scherzer 137.000 € für ihre Nachbesserungsrechte, die sich auf 100.000 T-Online-Aktien bezogen. Nachbesserungsrechte werden nicht bilanziert; Der Nachbesserungsbetrag wird als Ertrag verbucht. Die seinerzeit zur Verschmelzung eingereichten Aktien wurden mit einem Andienungsvolumen außerbilanziell von 0,694 Mio. € geführt. Daraus ergibt sich eine Nachbesserung von 19,74% auf das angediente Volumen. Scherzer verfügte per 31.12.2010 über ein angedientes Volumen (Nachbesserungsrechte) von 72,4 Mio. € (30.06.2010 74,3 Mio. €).

In diesem Zusammenhang stellt sich erneut die Frage über den Wert der nicht-bilanzierten Nachbesserungsrechte. Die Solventis Wertpapierhandelsbank berechnet jährlich die Rendite aus Spruchverfahren und Anfechtungsklagen². Die aktuelle Auswertung stammt vom 6. Okt. 2010 und wurde im Rahmen der Studie „Endspiele – Update 2010“ durchgeführt. Seither waren 3 neue Fälle zu verzeichnen, die wir zusätzlich berücksichtigt haben³. Die ungewichtete Rendite beträgt 38,6% und erreicht damit die Größenordnung der Vorjahre, siehe nachstehende Grafik. Die mit der Marktkapitalisierung gewichtete Rendite liegt mit 21,5% deutlich darunter.

Die Risiken bei Nachbesserungsrechten:

1. Nicht jede Spruchstelle führt zu einer Nachbesserung: Bei 5 der 31 entschiedenen Spruchstellen seit 9. Sept. 2009 wurde nicht nachgebessert.
2. Es dauerte im Durchschnitt knapp 7 Jahre bis das Geld gezahlt wurde. Diese „Wartezeit“ wird allerdings durch eine Verzinsung der Nachbesserung (Basiszins + 2 Prozentpunkte; seit dem 1.9.2009 Basiszins + 5 Prozentpunkte) entschädigt.
3. Außerdem können sich die Methoden zur Ermittlung der angemessenen Abfindung, die Rechtsprechung und die rechtlichen Rahmenbedingungen zum Nachteil der Investoren ändern

Alles in allem setzen wir den Wert der Nachbesserungsrechte nach der Nachbesserung für T-Online mit 7,8 Mio. €⁴ oder 0,29 € je Scherzer-Aktie

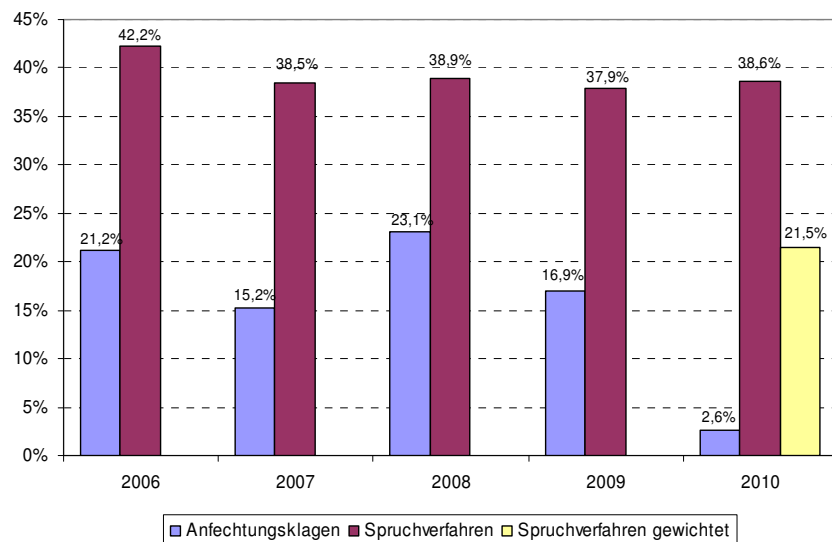
² Bei der Rendite wird das Ergebnis der Spruchstelle ggü. der ursprünglichen Abfindung berechnet. Der Kaufkurs der abgefundenen Position, der in der Regel vom Preis der ursprünglichen Abfindung abweicht, bleibt ebenso unberücksichtigt wie die Verzinsung einer Nachbesserung sowie Zinseffekte. Weitergehende Informationen sind in der Studie „Endspiele – Update 2010“ der Solventis Wertpapierhandelsbank zu finden.

³ infor business solutions ag: Verschmelzungsvertrag und BGAV und Infor Global Solutions Deutschland AG: Squeeze-Out.

⁴ 21,5% (gewichtete Rendite der Nachbesserungen) von 72,4 Mio. €. Aus den im Text erläuterten Gründen nehmen wir darauf einen Abschlag von 50% vor.

(alt 0,11 € je Scherzer-Aktie) wie folgt an: 21,5% von 72,4 Mio. €. Darauf nehmen wir einen Abschlag von 50% vor.

Scherzer: Renditen durch Nachbesserungen



Quelle: Solventis Research

Bewertung

Unsere Bewertung der Scherzer-Aktie beruht in der Regel auf einem Excess-Return-Modell und einem Peer-Group-Vergleich. Ein Peer-Group-Vergleich macht zurzeit aber wenig Sinn, weil sich die Daten der Peers (Allerthal, DBAG, Deutsche Balaton, DEWB, Sparta und SVB) auf verschiedene Zeitpunkte (30.6., 31.7. und 31.12.) beziehen und sich die Werte der Portfolien in diesem Zeitraum teilweise stark verändert haben.

Insoweit ziehen wir uns für die Bewertung der Scherzer-Aktie auf unser Excess-Return-Modell zurück. Der wesentliche Treiber des Modells ist der ROE nach Steuer. Für Scherzer setzen wir im TV den ROE der Peers an, deren Track Record teilweise 10 Jahre zurückgeht. Nach unseren Berechnungen liegt dieser Wert bei 10,7 % nach 9,8% in der letzten Studie. Das liegt deutlich über den Werten für Scherzer, die wir auf 2,5% (Buchwerte) bzw. 6,4% (Marktwerte) zum 31.12.2010 schätzen. Wir denken, dass Scher-

zer nachhaltig einen höheren ROE als in der Vergangenheit erwirtschaften kann. Dazu sollten die Nachbesserungsrechte wesentlich beitragen, deren Erträge im ROE implizit enthalten sind.

Weiter lagen das EPS 2010 mit geschätzten 0,14 € und der Buchwert je Aktie mit geschätzten 1,22 € über unseren bisherigen Erwartungen. Der Buchwert je Aktie ist die Basis für den ROE im Excess-Return-Modell. Insgesamt steigt der faire Wert der Scherzer-Aktie auf 1,65 € (alt 1,24 €).

Fazit

Die Beteiligungsbranche profitierte von der guten Entwicklung der Aktien- und Rentenmärkte 2010. Die Aktienkurse stiegen im zweiten Halbjahr etwa so wie der Wert der Portfolien zu Marktpreisen. Die Abschläge auf die NAVs sind weiterhin erheblich. Wir sehen gute Chancen, dass diese Abschläge mit einer nachhaltig positiven Performance weiter zurückgehen und dass faire Werte bezahlt werden. Wir erhöhen unser Kursziel für die Scherzer-Aktie auf 1,65 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Scherzer: Excess-Return-Modell

Jahr	2010e	2011e	2012e	2013e	Terminal Value
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	29.449.666,74	33.209.198,66	37.074.819,67	41.183.374,89	41.801.125,51
Return on Equity	12,00%	11,00%	10,50%	10,70%	10,70%
Konzernjahresüberschuss	3.759.531,92	3.865.621,01	4.108.555,21	4.439.670,77	4.472.720,43
Eigenkapitalkosten	7,78%	7,92%	8,06%	8,20%	8,20%
Eigenkapitalkosten absolut	2.291.184,07	2.630.168,53	2.988.230,47	3.377.036,74	3.427.692,29
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.468.347,85	1.235.452,47	1.120.324,75	1.062.634,03	1.045.028,14
TV Excess Return					15.597.434,89
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,78%	116,32%	125,69%	136,00%	136,00%
Barwert Excess Return	1.362.356,52	1.062.150,18	891.330,67	781.360,37	11.468.875,59
Thesaurierungsrate	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Thesaurierung	3.759.531,92	3.865.621,01	4.108.555,21	4.439.670,77	
Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00	
EPS	0,14 €	0,14 €	0,15 €	0,16 €	0,16 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
eingesetztes Kapital	29.449.666,74				
Summe Barwerte Excess Return	15.566.073,32				
Wert des EK	45.015.740,06				
Anzahl Aktien (in)	27.219.499,00				
Wert pro Aktie	<u>1,65 €</u>				

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: **13. Januar 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.