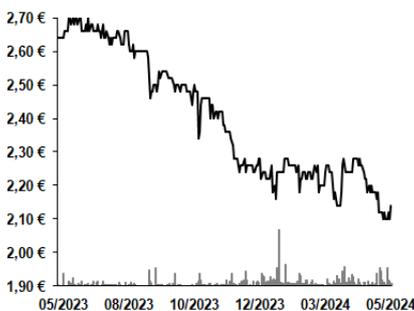


Akt. Kurs (16.05.2024, 11:05, Xetra): 2,10 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,00 (3,00) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaften
Land: Deutschland
ISIN: DE0006942808
Reuters: PZSG.DE
Bloomberg: PZS:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	2,76 €	2,06 €
Aktueller Kurs:	2,10 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	62,9 Mio. €	



Kennzahlen

	2022	2023	2024e	2025e
Ges.-leist.	1,1	1,1	6,1	6,6
<i>bisher</i>	---	---	6,2	6,7
Erg. v. St.	-0,6	-0,8	4,0	4,4
<i>bisher</i>	---	-0,9	---	---
Jahresüb.	-0,8	-0,8	3,8	4,2
<i>bisher</i>	---	-1,1	---	---
Erg./Aktie	-0,03	-0,03	0,13	0,14
<i>bisher</i>	---	-0,04	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	0,0%	0,0%	2,4%	2,4%
KGV	neg.	neg.	16,3	14,7

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Kurzportrait

Die im Segment Scale der Deutschen Börse gelistete Scherzer & Co. AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihr Vermögen in börsengehandelte Aktien, Anleihen oder sonstige verbrieft Wertpapiere investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Beteiligungen unter anderem an der Allerthal-Werke AG (30,35%), der Smart Equity AG (44,39%), der RM Rheiner Management AG (49,99%), der HORUS AG (85,64%), der RENAISSANCE Management & Consulting GmbH (100%) sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH (100%), die den Fonds Do-RM Special Situations Total Return berät.

2023 erneut mit unbefriedigendem Verlauf ...

Nachdem die Geschäftsjahre 2020 und 2021 für Scherzer äußerst erfolgreich verlaufen waren, musste die Gesellschaft 2023 als zweites Jahr in Folge mit einem Verlust abschließen. Dies resultierte bei einem weiterhin herausfordernden Kapitalmarktumfeld vor allem aus der bereits seit 2022 anhaltenden relativen Schwäche des Nebenwerte-Segments sowie aus unbefriedigenden Entwicklungen bei einigen Portfolioschwergewichten. Zudem wirkte sich die gleichzeitige starke Entwicklung des DAX aufgrund der an den deutschen Leitindex gekoppelten Portfolioabsicherung negativ aus.

Konkret blieb das Ergebnis aus Finanzinstrumenten mit lediglich 3,85 (Vj. 14,24) Mio. Euro deutlich sowohl unter dem Niveau des Vorjahres als auch des langjährigen Mittelwerts. Dabei belief sich das saldierte Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren zwar immerhin auf 6,19 (10,95) Mio. Euro, wozu GK Software mit 5,06 Mio. Euro und Redcare Pharmacy mit 0,55 Mio. Euro maßgeblich beitrugen. Die an die DAX-Entwicklung gekoppelte Portfolioabsicherung, die sich 2022 noch äußerst positiv ausgewirkt hatte, drückte das Ergebnis aus Stillhaltergeschäften jedoch von 3,24 auf minus 2,34 Mio. Euro deutlich in die Verlustzone. Erträge aus Nachbesserungsrechten wurden nach 0,06 Mio. Euro im Vorjahr im Berichtszeitraum nicht vereinnahmt.

Demgegenüber fielen die Bewertungen der vorhandenen Wertpapierpositionen deutlich besser als 2022 aus. So beliefen sich die Zuschreibungen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens und Finanzanlagen auf 2,56 (0,58) Mio. Euro, so dass auch die sonstigen betrieblichen Erträge insgesamt kräftig von 0,61 auf 2,60 Mio. Euro anwuchsen. Gleichzeitig blieben die stichtagsbedingten Abschreibungen auf das Finanzanlagevermögen und Wertpapiere des Umlaufvermögens mit 9,81 Mio. Euro nennenswert unter dem vorherigen Niveau von 16,07 Mio. Euro. Darüber hinaus konnte Scherzer bei den vereinnahmten Dividendenerträgen nahezu eine Verdoppelung auf 4,36 (2,20) Mio. Euro vermelden.

Die Kosten des Geschäftsbetriebes erhöhten sich in Summe von 1,49 auf 1,57 Mio. Euro. Dies resultierte aus einer Normalisierung des im Vorjahr durch eine Rückstellungsauflösung positiv beeinflussten Personalaufwands auf 0,82 (0,61) Mio. Euro, während sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 0,72 (0,86) Mio. Euro verringerten. Der Zinssaldo gab auf minus 0,26 (-0,12) Mio. Euro nach. Bei einer auf 0,02 (0,17) Mio. Euro reduzierten Steuerbelastung stand schließlich ein Jahresergebnis von minus 0,83 (-0,79) Mio. Euro entsprechend minus 0,03 Euro je Aktie in den Büchern.

Der unter Berücksichtigung der Verbindlichkeiten der Gesellschaft, aber ohne Nachbesserungsrechte und anfallende Steuern ermittelte innere Wert (NAV – Net Asset Value) der Scherzer-Aktie ging im Berichtszeitraum um 4,4 Prozent von 3,16 auf 3,02 Euro zurück. Dementsprechend fällt die Dividendenzahlung für das vergangene Geschäftsjahr erwartungsgemäß erneut aus.

... aber viele für 2024 ermutigende Entwicklungen im Portfolio

Die aktuell zehntgrößte Portfolioposition 1&1 AG hatten wir in unserem Research vom 16. Januar 2024 vorgestellt. Im Geschäftsjahr 2023 erwirtschaftete Deutschlands vierter Mobilfunknetzbetreiber bei einem Wachstum auf 16,3 (Vj. 15,8) Millionen Kundenverträge Konzern Erlöse von 4,10 (3,96) Mrd. Euro, davon 3,24 (3,18) Mrd. Euro Service-Umsatz. Das EBITDA lag bei 653,8 (693,3) Mio. Euro und das Nachsteuerergebnis bei 315,0 (367,3) Mio. Euro bzw. 1,79 (2,08) Euro je Aktie. Im Rahmen des Aufbaus des eigenen Mobilfunknetzes wurden bis Jahresende 1.062 der bis 2030 benötigten 12.600 Mobilfunkantennen errichtet. Für 2024 prognostiziert 1&1 weitere Zuwächse beim Service-Umsatz um 4 Prozent auf 3,37 Mrd. Euro und beim EBITDA um 10 Prozent auf 720 Mio. Euro.

Am 13. Mai 2024 hat die Bundesnetzagentur einen Konsultationsentwurf veröffentlicht, der die Verlängerung der bestehenden Frequenznutzungsrechte im Low- und Mid-Band-Bereich für Deutsche Telekom, Vodafone und Telefónica Deutschland vorsieht. Damit verbunden sein soll unter anderem die Verpflichtung der drei etablierten Mobilfunknetzbetreiber, 1&1 als viertem Anbieter eine kooperative Mitnutzung der für Reichweite auf dem Land und Tiefendurchdringung in Gebäuden notwendigen Low-Band-Frequenzen zu gewähren. Bis zum 8. Juli 2024 können Stellungnahmen zu dem Konsultationsentwurf abgegeben werden.

Die Allerthal-Werke AG, an der Scherzer aktuell gut 30 Prozent hält und die damit derzeit die zweitgrößte Portfolioposition markiert, hat gemäß dem endgültigen Zahlenwerk 2023 einen Überschuss von 1,45 (0,94) Mio. Euro bzw. 1,21 (0,79) Euro je Aktie erwirtschaftet. Auf Grundlage eines neuen Dividendenkonzepts soll daraus 1,00 (0,50) Euro je Aktie an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Für Scherzer würde dies nach unserer Berechnung einen Dividendenertrag von rund 364 TEUR bedeuten. Zum Bilanzstichtag publizierte Allerthal ein wirtschaftliches Eigenkapital von 26,69 Euro je Aktie. Im Vergleich zum Vorjahreswert von 25,82 Euro und unter Berücksichtigung der gezahlten Dividende von 0,50 Euro entsprach dies einer Wertsteigerung von 5,3 Prozent. Aktuell notiert der Allerthal-Anteilsschein im Bereich zwischen 21,00 und 22,00 Euro und damit weiterhin deutlich unterhalb des zuletzt gemeldeten wirtschaftlichen Eigenkapitals je Aktie.

Im Spruchverfahren zum Squeeze-out bei der ALTANA AG aus 2010 war die Barabfindung im August 2020 erstinstanzlich von 15,01 auf 17,33 Euro je Aktie erhöht worden. Diese Entscheidung wurde nun am 18. März 2024 in zweiter Instanz bestätigt, womit das Spruchverfahren rechtskräftig abgeschlossen ist. Aus der Nachbesserung in Höhe von 15,5 Prozent erwartet Scherzer einen Ertrag von 77 TEUR zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die APONTIS PHARMA AG hatten wir in unserem Research vom 16. Januar 2024 ausführlich behandelt. Das Geschäftsjahr 2023 schloss der Single-Pill-Spezialist mit Konzernumsätzen von 37,0 Mio. Euro und einem EBITDA vor Restrukturierungsaufwendungen von minus 7,7 Mio. Euro leicht über der Guidance ab. Das Restrukturierungsprogramm konnte Anfang 2024 vorzeitig beendet werden, wobei sich die Kosten mit 5,6 Mio. Euro im unteren Bereich der Planungen bewegten. Für dieses Jahr werden keine weiteren Restrukturierungsaufwendungen mehr erwartet.

Für das erste Quartal 2024 vermeldete die Gesellschaft bei Erlösen von 10,0 (10,0) Mio. Euro ein EBITDA von 1,0 (-1,5) Mio. Euro und ein Nettoergebnis von 0,4 (-1,5) Mio. Euro. Im Zusammenhang mit dem Abschluss einer langjährigen Distributions- und Vermarktungsvereinbarung wurde die Unternehmensprognose für das Gesamtjahr Anfang April auf einen Umsatz von 50,7 Mio. Euro und ein EBITDA von 3,3 Mio. Euro angehoben. Damit ist APONTIS nach den desaströsen Entwicklungen im vergangenen Geschäftsjahr nun unter dem neuen CEO Bruno Wohlschlegel ein bemerkenswert schneller Turnaround gelungen.

Auf die CENTROTEC SE, an der Scherzer 0,27 Prozent hält, sind wir in unseren Researches vom 16. Januar 2024 und 13. Januar 2023 ausführlich eingegangen. Vom 5. bis 21. März 2024 hat die Gesellschaft ein weiteres öffentliches Rückkaufangebot für bis zu 872.970 Anteilsscheine zu einem Preis von 50,00 Euro je Aktie aufgelegt, das für 472.522 Papiere angenommen wurde. Damit dürften Herrn Krass nach Einschätzung von Scherzer unter Ausklammerung der eigenen Aktien mittlerweile knapp 90 Prozent am Unternehmen zuzurechnen sein. Die delistete, aber weiterhin im Freiverkehr Hamburg gehandelte CENTROTEC-Aktie notiert aktuell bei 51 Euro. Das Scherzer-Team setzt den fairen Wert des Anteilscheins deutlich höher an. Eine Aufdeckung des wahren Wertes dürfte allerdings wohl erst im Fall einer möglichen Strukturmaßnahme erfolgen.

Der Energieparkbetreiber clearwise AG, an dem Scherzer beteiligt ist, vermeldete im Februar 2024, dass eine dem schwedischen Finanzinvestor EQT Partners AB zuzurechnende Gesellschaft mehr als 25 Prozent der Aktien hält. Die weitere Entwicklung bleibt abzuwarten. Beim Energieparkbetreiber Encavis AG, bei dem Scherzer ebenfalls engagiert ist, hat eine dem US-amerikanischen Private-Equity-Investor KKR zuzurechnende Gesellschaft ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Preis von 17,50 Euro je Aktie abgegeben. Die Annahmefrist für die aktuell laufende, mit einer Mindestannahmeschwelle von 54,285 Prozent versehene Offerte endet am 29. Mai 2024, die weitere Annahmefrist läuft voraussichtlich vom 5. bis 18. Juni 2024.

2022 wurde die MyHammer Holding AG auf die nicht börsennotierte, der US-amerikanischen IAC/InterActiveCorp/ANGI zuzurechnende Instapro II AG verschmolzen (zu näheren Einzelheiten siehe unsere Researches vom 20.09.2022 und 10.11.2021). Diese Scherzer-Beteiligung vermeldete am 10. April 2024 den Erhalt des Verlangens nach einem umwandlungsrechtlichen Squeeze-out durch die ebenfalls der IAC/InterActiveCorp/ANGI zuzurechnende Instapro I AG, die über 90 Prozent an der Instapro II AG hält. Am 26. Juni 2024 soll die Hauptversammlung der Instapro II AG über den Squeeze-out beschließen: Die zu zahlende Barabfindung wurde auf 20,63 Euro je Aktie festgelegt.

Die derzeit fünftgrößte Portfolioposition K+S AG war zuletzt Gegenstand unserer Researches 16. Januar 2024 und 13. Januar 2023. Nach dem vorherigen Rekordjahr schloss der Konzern 2023 mit Umsätzen von 3,87 (5,68) Mrd. Euro, einem EBITDA von 712,4 (2.422,9) Mio. Euro und einem Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter von 210,2 (1.508,3) Mio. Euro bzw. 1,12 (7,88) Euro je Aktie ab. Auf Basis des bereinigten Free Cashflow von 311,2 (932,0) Mio. Euro soll eine Dividende von 0,70 (1,00) Euro ausgeschüttet werden. Im ersten Quartal 2024 lagen das EBITDA mit 200,1 Mio. Euro und der bereinigte Free Cashflow mit 111,0 Mio. Euro deutlich über den Marktprognosen. Für das Gesamtjahr erwartet K+S eine Normalisierung der Kalipreise. Die Guidance sieht das EBITDA bei 500 bis 650 Mio. Euro. Der Free Cashflow soll bei Investitionen von rund 550 Mio. Euro zumindest ausgeglichen sein. Zum Quartalsende publizierte K+S einen Buchwert von 36,34 Euro je Aktie. Derzeit notiert das Papier bei rund 13,50 Euro.

Die Lotto 24 AG und die ZEAL Network SE markieren aktuell die Positionen eins und acht im Scherzer-Portfolio. 2021 hatte ZEAL den Anteil an Lotto24 im Zuge eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots zum Preis von 380,97 Euro je Aktie auf 94,86 Prozent ausgebaut (zu näheren Einzelheiten siehe unser Research vom 10.11.2021). Am 27. März 2024 hat die ZEAL Network SE nun mitgeteilt, dass sie 95,12 Prozent der Lotto24-Aktien hält, und ein aktienrechtliches Squeeze-out-Verlangen übermittelt. Die Höhe der Barabfindung wurde noch nicht festgelegt. Aktuell notiert der weiterhin im Freiverkehr Hamburg gehandelte Lotto24-Anteilsschein bei 466 Euro. Auf dieser Basis enthält die 1,18-prozentige Beteiligung von Scherzer an Lotto24 stille Reserven von knapp 5 Mio. Euro. Daher ist bei einem Vollzug des Squeeze-out mit einem erheblichen Ergebnisbeitrag zu rechnen. Zudem bildet Lotto24 auch bei der Scherzer-Beteiligung RM Rheiner Management AG die größte Portfolioposition.

Über die Redcare Pharmacy N.V. (ehemals Shop Apotheke Europe N.V.) hatten wir in unserem Research vom 16. Januar 2024 ausführlich berichtet. 2023 markierte für das Unternehmen ein Rekordjahr. So erhöhte sich die Anzahl der aktiven Kunden auf 10,8 (9,3) Millionen, der Konzernumsatz wuchs um 49 Prozent auf 1,80 (1,20) Mrd. Euro und das bereinigte EBITDA verbesserte sich auf 54,0 (-8,0) Mio. Euro entsprechend einer bereinigten EBITDA-Marge von 3,0 (-0,7) Prozent.

Nach der Einführung des E-Rezepts zum Jahresbeginn 2024 setzte sich die positive Entwicklung im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres mit einer Erhöhung der Anzahl aktiver Kunden auf 11,2 (9,7) Millionen und einem 51-prozentigen Umsatzplus auf 560,2 (372,1) Mio. Euro fort. Dabei stieg das bereinigte EBITDA auf 11,7 (8,8) Mio. Euro entsprechend einer bereinigten EBITDA-Marge von 2,1 (2,4) Prozent. Die Guidance für das Gesamtjahr sieht bei einem 30- bis 40-prozentigen Umsatzwachstum auf 2,3 bis 2,5 Mrd. Euro eine bereinigte EBITDA-Marge von 2 bis 4 Prozent.

Portfolio unverändert mit ausgewogener Chancen-/Risikostruktur

Zum 30. April 2024 stellten sich die zehn größten Positionen im Scherzer-Portfolio wie folgt dar:

Lotto24 AG	8,59 %	Sicherheit
Allerthal-Werke AG	7,33 %	Sicherheit
Rocket Internet SE	6,58 %	Sicherheit
Weleda AG Partizipationsschein	5,32 %	Sicherheit
K+S AG	4,62 %	Chance
HORUS AG	4,50 %	Chance
RM Rheiner Management AG	4,24 %	Sicherheit
ZEAL Network SE	4,18 %	Chance
DATA MODUL AG	3,95 %	Chance
1&1 AG	3,52 %	Chance

Dabei entfielen auf diese zehn Werte 52,83 Prozent des Gesamtportfolios. Den Anteil der Schweizer Wertpapiere schätzen wir nach wie vor auf ungefähr 12 Prozent.

Nachbesserungsvolumen bei über 120 Mio. Euro

Das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen von Scherzer belief sich zum Bilanzstichtag auf 124,0 Mio. Euro. Dabei gliederte es sich wie folgt auf:

Linde AG	22,8 Mio. Euro
HVB AG	17,2 Mio. Euro
Audi AG	16,9 Mio. Euro
MAN SE	14,0 Mio. Euro
Bank Austria Creditanstalt AG	9,4 Mio. Euro
Generali Deutschland Holding AG	9,0 Mio. Euro
hotel.de AG	7,2 Mio. Euro
Kölner Rück AG	4,9 Mio. Euro
Innogy SE	3,7 Mio. Euro
BUWOG AG	2,8 Mio. Euro
Deutsche Postbank AG	2,6 Mio. Euro
Vattenfall AG	2,5 Mio. Euro
Conwert Immobilien Invest SE	2,3 Mio. Euro
Sonstige	8,7 Mio. Euro

Zum 30. April 2023 lag das Nachbesserungsvolumen bei 122,4 Mio. Euro entsprechend etwa 4,09 Euro je Scherzer-Aktie. Unter Berücksichtigung der in den Beteiligungen Allerthal-Werke AG und RM Rheiner Management AG vorhandenen weiteren Volumina ergab sich zum Stichtag durchgerechnet ein auf Scherzer entfallender Betrag von rund 135 Mio. Euro. Dabei sind im Volumen der Nachbesserungsrechte auch einige bereits recht alte Verfahren wie Bank Austria Creditanstalt AG, Generali Deutschland Holding AG, HVB AG, Kölner Rück AG und Vattenfall AG enthalten (siehe vorstehende Auflistung).

Aus Anlegersicht ist dabei zu beachten, dass die Abfindungsergänzungsansprüche bei der Berechnung des NAV (Net Asset Value – innerer Wert) der Scherzer-Aktie nicht mit angesetzt werden. Es besteht somit kein Risiko, sofern ein Spruchstellenverfahren ohne eine Nachbesserung abgeschlossen wird. Im Erfolgsfall fließt die Nachbesserung hingegen voll in die Wertberechnung ein und stellt somit ein zusätzliches Upside-Potenzial dar. Auch wenn man die seit einigen Jahren tendenziell etwas geringeren Renditen bei Spruchstellenverfahren berücksichtigt, ergeben sich aus dem vorhandenen Bestand interessante Nachbesserungschancen.

So ermittelte die Solventis AG im Rahmen ihrer jährlichen „Endspiel-Studie“ (zu beziehen unter www.solventis.de) für den Zeitraum Oktober 2022 bis Oktober 2023 über alle abgeschlossenen Spruchverfahren inklusive der Fälle ohne Nachbesserung eine durchschnittliche Rendite von 12,0 (Vj. 10,9) Prozent. Unter Einrechnung der Zinsen belief sich die Durchschnittsrendite auf 19,7 (13,5) Prozent. Bei Beurteilung dieser Performancekennziffern ist zu berücksichtigen, dass über den Großteil der jeweiligen Verfahrenslaufzeiten keine Kapitalbindung mehr besteht und die ursprünglich eingesetzten Mittel somit bereits wieder anderweitig investiert werden können.

Aktienrückkaufprogramm verlängert und aufgestockt

Am 16. Oktober 2023 hatte Scherzer ein bis zum 29. März 2024 befristetes Aktienrückkaufprogramm über bis zu 500.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 1 Mio. Euro aufgelegt. Wie von uns erwartet, hat das Management angesichts des momentan historisch hohen Abschlags der Notierung auf den NAV der Aktie am 12. März 2024 eine Verlängerung des Aktienrückkaufs und zudem auch eine Erhöhung des maximalen Volumens beschlossen. Demgemäß umfasst das nunmehr bis zum 30. Dezember 2024 befristete Programm jetzt bis zu 1.000.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 2 Mio. Euro. In diesem Rahmen wurden bislang vom 16. Oktober 2023 bis einschließlich 10. Mai 2024 insgesamt 224.732 Aktien zurückerworben.

Gemäß der zugrundeliegenden Ermächtigung der Hauptversammlung vom 27. Mai 2021 können die zurückgekauften Anteilsscheine wieder veräußert, als Akquisitionswährung eingesetzt, zur Unterlegung von ausgegebenen Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen oder Genussrechten mit Wandel- oder Optionsrechten verwendet, als Belegschaftsaktien ausgegeben oder eingezogen werden.

GSC-Schätzungen leicht adjustiert

Bei unseren Prognosen haben wir unverändert die Besonderheiten einer Beteiligungsgesellschaft, deren Investitionen in Wertpapiere erfolgen, berücksichtigt. Gemäß den Vorgaben der HGB-Bilanzierung erfolgt hier der buchhalterische Ausweis von Gewinnen erst zum Zeitpunkt der Realisation, also des Verkaufs. Wertsteigerungen, die zwar als stille Reserven vorhanden, aber noch nicht durch einen Verkauf realisiert worden sind, können dementsprechend zwar im Rahmen des NAV berücksichtigt werden, nicht jedoch in unseren Schätzungen.

Ausgehend davon haben wir in unserem Modell auf der Aufwandsseite den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte einbezogen. Analog dazu haben wir auf der Erlösseite auch den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des Portfolios der vorangegangenen Jahre berücksichtigt. Dabei haben wir unsere Erwartungen auf Basis der endgültigen Zahlen für 2023 nur minimal angepasst und dabei auch weiterhin die Effekte aus dem laufenden Aktienrückkaufprogramm einfließen lassen.

Insgesamt ergaben sich daraus keine Auswirkungen auf unsere Ergebnisprognosen. Somit schätzen wir das Nachsteuerergebnis weiterhin für 2024 auf 3,8 Mio. Euro bzw. 0,13 Euro je Aktie sowie für 2025 auf 4,2 Mio. Euro bzw. 0,14 Euro je Anteilsschein. Dementsprechend gehen wir unverändert für beide Geschäftsjahre von einer Dividendenzahlung in Höhe von 0,05 Euro je Aktie aus.

Bewertung

Da eine seriöse Prognose über den tatsächlichen Umfang etwaiger Gewinnrealisationen sowie erforderlicher Zu- und Abschreibungen auf die vorhandenen Wertpapierpositionen naturgemäß nicht möglich ist, stützen wir uns bei der Bewertung der Scherzer-Aktie auf den zuletzt gemeldeten NAV. Dabei bildet dieser im Gegensatz zu einer reinen Betrachtung auf Basis des Ergebnisses je Aktie auch die im Portfolio enthaltenen stillen Reserven „realtime“ ab und markiert damit unserer Meinung nach die deutlich geeignetere Bewertungskennzahl.

Zum 30. April 2024 veröffentlichte Scherzer einen NAV von 2,96 Euro je Aktie. Wir gehen davon aus, dass sich der innere Wert weiterhin in etwa auf diesem Niveau bewegt. Daher sehen wir den fairen Wert des Anteilsscheins – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – aktuell gerundet unverändert bei 3,00 Euro.

Fazit

Die Scherzer & Co. AG setzt im Rahmen ihrer opportunistischen Anlagestrategie auf einen Mix aus chancen- und sicherheitsorientierten Investments. Ein deutlicher Fokus liegt dabei auf Beteiligungen an Unternehmen in Sondersituationen wie angekündigte oder laufende Strukturmaßnahmen. Allerdings ziehen bei Investitionen in (potenzielle) Abfindungswerte häufig zunächst einige Jahre ins Land, bis Gewinne realisiert werden können. Diese können dann aber auch durchaus beachtlich ausfallen, wie zuletzt 2020 und 2021. In den vergangenen beiden Geschäftsjahren blieben vergleichbare Transaktionserlöse hingegen aus.

Neben einer Reihe anderer ermutigender Entwicklungen im Scherzer-Portfolio zeichnet sich nun aber mit dem angekündigten Squeeze-out bei der Lotto24 AG wieder die Möglichkeit zur Realisierung eines erheblichen Ergebnisbeitrags im Bereich der Abfindungswerte ab. Allerdings bleibt derzeit noch abzuwarten, in welcher Höhe die Barabfindung festgelegt und wann der Squeeze-out dann letztlich vollzogen wird.

Bei Ansatz unseres in Anlehnung an den zuletzt gemeldeten NAV unveränderten Kursziels von 3,00 Euro weist die Scherzer-Aktie momentan ein Upside-Potenzial von knapp 43 Prozent auf. Hinzu kommen noch die Ertragschancen aus den – nicht in die NAV-Berechnung einfließenden – Nachbesserungsrechten, die sich aktuell auf 4,09 Euro je Anteilsschein belaufen. Daher erachten wir das Papier auf dem derzeitigen Kursniveau vor allem für mittel- bis langfristige orientierte Anleger und Investoren mit Interesse an Nachbesserungsthemen, die derartige Engagements nicht selbst eingehen können oder wollen, als sehr attraktiv, und bekräftigen einmal mehr unsere „Kaufen“-Empfehlung.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2021		2022		2023		2024e		2025e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	15,1	95,1%	14,2	1263,9%	3,8	339,7%	7,0	114,8%	8,0	121,2%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		-73,0%		81,9%		14,3%	
Zuschr. WP / Dividenden / sonst. Erträge	3,6	22,4%	2,8	249,7%	7,0	616,7%	5,0	82,0%	5,0	75,8%
Veränderung zum Vorjahr			-21,0%		148,3%		-28,4%		0,0%	
Abschreibungen auf Wertpapiere	3,0	18,6%	16,1	1425,7%	9,8	866,2%	6,0	98,4%	6,5	98,5%
Veränderung zum Vorjahr			442,8%		-38,9%		-38,9%		8,3%	
Zinserträge	0,2	1,1%	0,1	12,2%	0,1	9,8%	0,1	1,6%	0,1	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-20,0%		-19,3%		-9,9%		0,0%	
Gesamtleistung	15,9	100,0%	1,1	100,0%	1,1	100,0%	6,1	100,0%	6,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-92,9%		0,5%		438,4%		8,2%	
Personalaufwand	2,9	18,4%	0,6	53,9%	0,8	72,7%	0,9	14,2%	0,9	13,9%
Veränderung zum Vorjahr			-79,2%		35,7%		5,0%		5,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	6,8%	0,9	76,7%	0,7	63,7%	0,8	12,7%	0,8	12,5%
Veränderung zum Vorjahr			-19,7%		-16,5%		7,4%		6,5%	
Sonstige Abschreibungen	0,0	0,1%	0,0	2,0%	0,0	1,9%	0,0	0,3%	0,0	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			-4,6%		-6,0%		-6,0%		0,0%	
EBIT (nachrichtlich)	11,7	73,6%	-0,5	-44,8%	-0,5	-48,1%	4,3	71,1%	4,7	71,8%
Veränderung zum Vorjahr			-104,3%		-7,9%		896,2%		9,2%	
Zinsaufwand	0,2	1,1%	0,3	22,9%	0,4	33,1%	0,4	6,6%	0,4	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			48,8%		45,5%		6,6%		0,0%	
Erg. der gew. Geschäftstätigk. (EBT)	11,7	73,6%	-0,6	-55,5%	-0,8	-71,4%	4,0	66,2%	4,4	67,3%
Steuerquote	0,4%		-26,6%		-1,9%		5,0%		4,5%	
Ertragssteuern	0,0	0,3%	0,2	14,8%	0,0	1,4%	0,2	3,3%	0,2	3,0%
Jahresüberschuss	11,6	73,3%	-0,8	-70,2%	-0,8	-72,8%	3,8	63,0%	4,2	64,2%
Veränderung zum Vorjahr			-106,8%		-4,2%		565,4%		10,4%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	11,6	73,3%	-0,8	-70,2%	-0,8	-72,8%	3,8	63,0%	4,2	64,2%
Veränderung zum Vorjahr			-106,8%		-4,2%		565,4%		10,4%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,901		29,715		29,715	
Gewinn je Aktie	0,39		-0,03		-0,03		0,13		0,14	

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

01.06.2024 ff. Monatliche NAV-Meldung
03.06.2024 Ordentliche Hauptversammlung in Köln

Kontaktadresse

Scherzer & Co. AG
Friesenstraße 50
D-50670 Köln

E-Mail: info@scherzer-ag.de
Internet: www.scherzer-ag.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Georg Issels

Tel.: +49 (0)221 / 82032 - 0
Fax: +49 (0)221 / 82032 - 30
E-Mail: ir@scherzer-ag.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
14.02.2024	2,24 €	Kaufen	3,00 €
16.01.2024	2,24 €	Kaufen	3,00 €
26.09.2023	2,48 €	Kaufen	3,15 €
24.05.2023	2,64 €	Kaufen	3,25 €
09.02.2023	2,74 €	Kaufen	3,20 €
13.01.2023	2,70 €	Kaufen	3,15 €
20.09.2022	2,88 €	Kaufen	3,40 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2024):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	82,9%	80,0%
Halten	17,1%	20,0%
Verkaufen	0,0%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Scherzer & Co. AG	1, 5, 6, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.