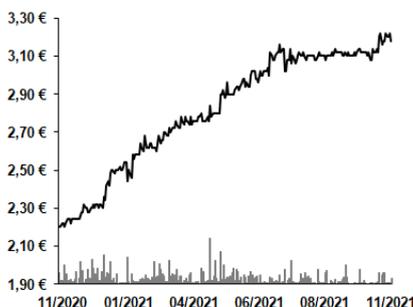


Akt. Kurs (10.11.2021, 10:54, Xetra): 3,18 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,70 (3,60) EUR**

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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	3,30 €	2,16 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	3,18 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	29.940.000	
<b>Streubesitz:</b>	100,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	95,2 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e
<b>Ges.-leist.</b>	-0,7	15,1	13,6	7,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg. v. St.</b>	-2,3	12,6	9,7	5,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	-2,3	12,6	9,7	5,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	-0,08	0,42	0,32	0,17
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,05	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	7,6	9,8	18,9
<b>Div.rendite</b>	0,0%	1,6%	1,6%	1,6%

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](mailto: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 verbriefte Wertpapiere investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Pakete an der Arcandor AG i.L. / i.L. (22,0%), der independent capital AG (22,5%), der Allerthal-Werke AG (28,0%), der RM Rheimer Management AG (49,99%), der Smart Equity AG (44,4%), der HORUS AG (83,4%), der RENAISSANCE Management & Consulting GmbH (100%) sowie der RM Rheimer Fondskonzept GmbH (100%), welche den Fonds Do-RM Special Situations Total Return I berät.

#### Anlagekriterien

##### Kapitalmarkttag der Spezialisten für Sondersituationen

Am 3. November 2021 hat die Scherzer & Co. AG mittlerweile bereits zum fünften Mal ihren jährlichen Kapitalmarkttag abgehalten. Im Rahmen der Corona-bedingt erneut virtuell durchgeführten Veranstaltung präsentierten die Kölner dabei wieder detaillierte Hintergründe und interessante Entwicklungen zu ausgewählten Portfoliowerten.

##### K+S AG – Anhaltende Kursfantasie durch Kalipreis-Explosion

Ihre Engagements bei der K+S AG hatten dem Scherzer-Team in den vergangenen Jahren wenig Freude bereitet. Nach einem zwischenzeitlichen Komplettausstieg wurde jedoch in 2020 bei Kursen um 7 bis 8 Euro wieder eine Position aufgebaut, die seit Februar dieses Jahres weiter aufgestockt wurde. Inzwischen ist die Notierung des Papiers auf gut 15 Euro geklettert. Positiv wirkten sich dabei zum einen die allgemeine Markterholung sowie der Verkauf des amerikanischen Salzgeschäfts und die damit verbundene massive Entschuldung und Verbesserung der Bilanzrelationen des K+S-Konzerns aus.

Zum anderen wurde die Guidance für das operative EBITDA im laufenden Geschäftsjahr bereits drei Mal von ursprünglich 240 bis 340 auf nunmehr 630 Mio. Euro angehoben. Dabei wird beim Free Cashflow nach zuvor minus 180 Mio. Euro jetzt ein ausgeglichener Wert avisiert. Hinzu kommt jeweils noch ein erwarteter Einmalertrag von 200 Mio. Euro aus der Einbringung der Entsorgungsaktivitäten in ein Joint Venture. Ursächlich für die positive Geschäftsentwicklung sind vor allem die seit Jahresbeginn um durchschnittlich über 150 Prozent gestiegenen Kalipreise.

Zu beachten ist dabei, dass bei K+S zwischen Auftragseingang und Umsatzwirksamkeit in der Regel eine Spanne von rund drei Monaten liegt, bis zum Zahlungseingang können sogar bis zu sechs Monate vergehen. Daher spiegeln die bislang veröffentlichten Zwischenzahlen die Effekte aus dem starken Kalipreisanstieg noch nicht vollumfänglich wider. Mit einer gänzlichen Sichtbarkeit wird vielmehr erst im Laufe des ersten Halbjahres 2022 gerechnet. Dabei sind diese positiven Perspektiven auch noch nicht in nennenswertem Umfang in den Konsensus der Analystenschätzungen eingeflossen.

Vor diesen Hintergründen sieht das Scherzer-Team hier für die nächsten Monate sehr gute Chancen auf weitere positive Nachrichten und damit einhergehend auf eine Fortsetzung der Kursrallye.

### **Lotto24 AG – Bei Squeeze-out hohe Barabfindung erwartet**

Scherzer hält gut 1 Prozent des Grundkapitals der Lotto24 AG sowie auch nennenswerte Anteile an der ZEAL Network SE. Wie bereits in unserem Research vom 15. September 2021 ausgeführt, hat ZEAL im Juli dieses Jahres eine Delisting-Vereinbarung mit Lotto24 geschlossen und am 16. August ein bis zum 13. September befristetes öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Preis von 380,97 Euro je Lotto24-Aktie abgegeben.

Interessant ist dabei, dass sich das Lotto24-Management in seiner Stellungnahme zum Delisting-Erwerbsangebot vom 25. August einer Empfehlung an die Aktionäre enthalten hat. Hintergrund war, dass der Angebotspreis zum einen unterhalb des seinerzeitigen Börsenkurses von knapp 420 Euro lag. Zum anderen bewegte sich die Offerte auch am unteren Ende der auf Basis des Ertragswertverfahrens unter Zugrundelegung verschiedener Szenarien bei Lotto24 ermittelten Wertbandbreite. Dementsprechend ergaben sich je nach angesetztem Szenario auch Werte über den gebotenen 380,97 Euro je Anteilsschein.

Wenngleich die Lotto24-Aktie auch während der gesamten Angebotsfrist teilweise deutlich über 400 Euro notierte, konnte ZEAL den Anteil an Lotto24 in dieser Zeit von zuvor rund 93 auf 94,86 Prozent ausbauen. Damit fehlen ZEAL nur noch 0,14 Prozent bzw. knapp 2.300 Lotto24-Anteilsscheine zum Erreichen der für einen aktienrechtlichen Squeeze-out erforderlichen 95 Prozent. Aktuell bewegt sich der Kurs des weiterhin im Freiverkehr Hamburg gehandelten Papiers in einer Spanne von etwa 420 bis 450 Euro. Dabei lassen die geringen Börsenumsätze vermuten, dass ZEAL hier derzeit – wenn überhaupt – nur in geringem Umfang weiter zukaufte. Scherzer geht aber davon aus, dass der Squeeze-out früher oder später kommen wird. Dabei ermittelte das Team in seinen Bewertungsmodellen selbst bei eher konservativ angesetzten Parametern potenzielle Abfindungspreise von teils deutlich mehr als 500 Euro.

Sollte jedoch bis auf weiteres kein Squeeze-out erfolgen, sieht sich Scherzer mit seinen Engagements bei Lotto24 und ZEAL – das operative Geschäft des ZEAL-Konzerns wird ausschließlich von der Lotto24 AG betrieben – trotzdem gut positioniert. Denn auch wenn das laufende Jahr durch die schwache Jackpot-Entwicklung bei den großen Lotterien einen Dämpfer erhalten dürfte, beurteilen die Kölner die weiteren Aussichten als sehr positiv. Hintergrund ist die Erwartung, dass sich künftiges Umsatzwachstum auf Basis der mittlerweile erreichten Kundenanzahl deutlich überproportional auf der Ergebnisseite niederschlagen dürfte, da die Marketingaufwendungen unter Kosten-/Nutzen-Aspekten in etwa stabil bleiben sollten. Auf dieser Grundlage dürften zudem die Ausschüttungen von Lotto24 aus Sicht von Scherzer in den nächsten Jahren stetig steigen, da die nicht operativ tätige ZEAL die entsprechenden Mittelzuflüsse benötigt, um ihr eigenes Dividendenversprechen erfüllen zu können.

### **MyHammer Holding AG – Squeeze-out in Sichtweite**

Am 11. Februar 2021 hatte die US-amerikanische HomeAdvisor International LLC, die seinerzeit über die HomeAdvisor GmbH rund 83,3 Prozent an der MyHammer Holding AG hielt, mitgeteilt, dass sie eine Verschmelzung von MyHammer auf eine indirekte Tochter der GmbH anstrebte. Am 17. Juni folgte dann jedoch die Mitteilung, dass die angekündigte Verschmelzung nicht mehr in diesem Jahr durchgeführt, die diesbezüglichen Pläne aber 2022 fortgesetzt werden sollen. Gleichzeitig wurde ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot der HomeAdvisor GmbH zum Preis von 22,02 Euro je MyHammer-Aktie angekündigt. Die Annahmefrist für diese am 27. Juli publizierte Offerte endete am 24. August. Zum Ablauf dieses Tages wurde auch die Notierung im regulierten Markt eingestellt.

Per 6. September hielt HomeAdvisor 84,58 Prozent an MyHammer, dementsprechend fehlten noch 5,42 Prozent bzw. knapp 386.000 MyHammer-Aktien, um die für einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out notwendige Schwelle von 90 Prozent zu erreichen. Dabei entfallen von den knapp 1,1 Millionen dem Streubesitz zuzurechnenden Anteilsscheinen offenbar nennenswerte Pakete auf zwei größere Investorengemeinschaften, wobei Scherzer zu einer dieser beiden Gruppen zählt. Hier darf man nun gespannt sein, ob und zu welchen Konditionen HomeAdvisor eventuell Interesse an einem en-bloc-Ankauf von MyHammer-Aktien zeigt, um den angestrebten Squeeze-out zu beschleunigen. Im Freiverkehr Hamburg wird der Titel aktuell zu Kursen im Bereich um 26 Euro gehandelt.

### **HELLA GmbH & Co. KGaA – Potenzialstarker Wert mit „Endspielfantasie“**

Wie bereits in unserem Research vom 15. September 2021 erörtert, hatte die französische Faurecia S.E. Mitte August dieses Jahres das 60-prozentige Aktienpaket der Poolaktionäre bei der HELLA GmbH & Co. KGaA übernommen. Gleichzeitig wurde ein öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb der übrigen Anteilsscheine in Höhe von 60,00 Euro je Aktie angekündigt, das dann am 27. September veröffentlicht wurde.

Gemäß der Angebotsunterlage wird die Faurecia-Gruppe in den nächsten drei Jahren keinen Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag mit HELLA abschließen. Ein Delisting der HELLA-Aktie ist aktuell ebenfalls nicht vorgesehen, wird aber für die weitere Zukunft nicht ausgeschlossen. Ein Squeeze-out ist jedoch im Falle des Erreichens einer 90- bzw. 95-prozentigen Beteiligung beabsichtigt. Zum Ablauf der Annahmefrist am 25. Oktober verfügte Faurecia über einen Anteil an HELLA von 73,44 Prozent. Die weitere Annahmefrist endet am morgigen 11. November.

Nach Unternehmensangaben entsteht durch den Zusammenschluss der beiden Gesellschaften, der nach Vorlage der erforderlichen regulatorischen Freigaben für Anfang 2022 erwartet wird, der weltweit siebtgrößte Automobilzulieferer. Ein künftiger Fokus liegt dabei auf dem Ausbau der Marktposition in zentralen Wachstumsfeldern wie Elektromobilität, autonomes Fahren und Fahrzeuginnenraumgestaltung. Zudem wird von nennenswerten Synergiepotenzialen ausgegangen. Dabei sollen die hierdurch generierten Erträge jeweils entsprechend der Quelle zwischen beiden Unternehmen aufgeteilt werden, was angabegemäß auch durch die Gesellschaftsstruktur der HELLA GmbH & Co. KGaA gewährleistet wird.

Scherzer geht davon aus, dass für den Pool der HELLA-Familiengesellschafter auch Faktoren wie Arbeitsplatz- und Standortsicherung eine wichtige Rolle gespielt haben und insofern nicht der maximal mögliche Kaufpreis ausgehandelt wurde. Ein Indiz dafür könnte sein, dass die Faurecia-Aktie bei Ankündigung des Übernahmeangebots einen kräftigen Kurssprung vollzogen hat. In der Regel werden die Anteilsscheine übernehmender Gesellschaften bei derartigen Transaktionen vom Markt eher aufgrund als zu hoch eingestufte Kaufpreise abgestraft.

Aktuell bildet HELLA die fünftgrößte Position im Scherzer-Portfolio (siehe Übersicht auf Seite 5), dabei wurden die Papiere teilweise zu Kursen unterhalb des Angebotspreises von 60 Euro erworben. Hinzu kam noch die Ende September von der Hauptversammlung beschlossene Dividende von 0,96 Euro je Aktie (siehe hierzu auch unser ausführlicher HV-Bericht vom 27.10.2021). Momentan notiert der Anteilsschein bei gut 60 Euro. Auf Basis aktueller Schätzungen der Analysten, die in der Breite sowohl HELLA als auch die Übernahme positiv sehen, kommt das Scherzer-Team in seinen Bewertungsmodellen aber durchaus auf Werte im Bereich von 70 Euro und mehr.

### **MAN SE – Zahlreiche Ansatzpunkte für potenzielle Nachbesserung**

Bekanntlich konnte Scherzer aus der im Rahmen des Squeeze-out bei der MAN SE Anfang September 2021 geflossenen Barabfindung einen Ergebnisbeitrag von rund 5 Mio. Euro vereinnahmen. Im Rahmen des Kapitalmarkttagess gewährte das Team hier zunächst noch einmal einen Überblick über die historischen Entwicklungen. Diese hatten wir bereits in unseren früheren Researches ausführlich behandelt.

Die Angemessenheit der Barabfindung von 70,68 Euro je MAN-Stamm- und Vorzugsaktie, die in einem durch einen gerichtlich bestellten Prüfer bestätigten Bewertungsgutachten ermittelt wurde, wird nun noch Gegenstand eines Spruchstellenverfahrens. Scherzer verfügt hier bei einem Andienungsvolumen von rund 14 Mio. Euro über gut 200.000 Nachbesserungsrechte.

Auf Basis einer Studie der „Endspiel-Spezialisten“ der Solventis AG haben die Kölner bei einer Reihe der im Bewertungsgutachten zugrundegelegten Parameter gute Ansatzpunkte für eine potenzielle Nachbesserung im Zuge des gerichtlichen Spruchverfahrens ausgemacht. So wird beispielsweise eine Reduzierung der mit 5,75 Prozent angesetzten Marktrisikoprämie auf 5,50 Prozent als durchaus realistisch erachtet. Dies würde bereits eine Anhebung der Barabfindung um fast 6 Prozent bedeuten. Zudem ermittelte der Prüfer des Bewertungsgutachtens einen im Schnitt um 0,08 geringeren Betafaktor als der Gutachter. Bei Zugrundelegung des seitens des Prüfers angesetzten niedrigeren Wertes ergäbe sich jedoch eine kräftige Nachbesserung um rund 11,5 Prozent.

Auch erscheint Scherzer der im Gutachten gewählte Wachstumsabschlag von 0,50 Prozent als zu gering. Denn zum einen kam bereits im Bewertungsgutachten zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei MAN aus 2013 ein Wert von 1,00 Prozent zum Ansatz. Und zum anderen ist hier die zwischenzeitliche Entwicklung der Inflationsrate zu berücksichtigen. Alleine aus einer Anhebung um nur 25 Basispunkte würde hier ebenfalls schon eine über 3-prozentige Erhöhung der Barabfindung resultieren. Darüber hinaus liegt die im Gutachten angesetzte operative Rendite im Terminal Value mit 6,9 Prozent deutlich unter der von TRATON publizierten Zielgröße von 8,0 Prozent. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Vorstand alles daran setzen wird, diese Zielmarge auch nachhaltig zu erreichen.

Angesichts dieser sowie einiger weiterer Ansatzpunkte sieht Scherzer gute Chancen, dass es im Rahmen des MAN-Spruchverfahrens noch zu einer – unter Umständen sogar deutlichen – Nachbesserung kommen kann. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass bis zu einem rechtskräftigen Urteil noch einige Jahre vergehen dürften und letztlich auch keine seriöse Prognose möglich ist, ob und wenn ja in welchem Umfang die Barabfindung angehoben wird.

### **TX Group AG – Schweizer Investment-Idee voll aufgegangen**

Im Jahr 1893 wurde der Züricher „Tages-Anzeiger“ gegründet, der auch heute noch eine der beiden großen überregionalen Schweizer Tageszeitungen darstellt. Hieraus ging die seit Oktober 2000 börsennotierte Tamedia AG, eine auf die Schweiz fokussierte, internationale Mediengruppe mit drei Geschäftsbereichen, hervor. Dabei umfasste die Sparte Bezahlmedien neben zahlreichen regionalen Schweizer Zeitungen auch überregionale Printmedien wie „Tages-Anzeiger“, „Der Bund“ sowie „Finanz und Wirtschaft“. Im Bereich Pendlermedien & Vermarktung waren Pendlerzeitungen und Werbevermarktung gebündelt. Das Segment Marktplätze & Beteiligungen beinhaltete Online-Dienste wie Doodle und Marktplätze wie das größte Schweizer Immobilienportal Homegate sowie Ricardo und tutti.ch, die Schweizer Pendanten zu eBay und eBay Kleinanzeigen.

In den letzten Jahren entwickelten sich die Ergebnisse und Cashflows sowie dementsprechend auch der Aktienkurs von Tamedia rückläufig. Dabei verscho-ben sich die Umsatz- und vor allem die Ergebnisanteile aufgrund sinkender Auflagen und Werbeumsätze im Printbereich zunehmend von physischen zu digitalen Produkten. Im Juni 2019 kündigte Tamedia dann zur Unterstützung der digitalen Transformation der Gruppe die Schaffung einer neuen Organisationsstruktur zum Jahresbeginn 2020 an. Gleichwohl wurde das Unternehmen vom Markt weiterhin primär als Zeitungsverlag wahrgenommen, so dass die Notierung weiter nachgab.

Daraufhin baute Scherzer Mitte November bis Mitte Dezember 2019 eine Position in dem Titel zu durchschnittlich knapp 94 CHF je Aktie auf. Dabei basierte die Investment-Idee auf der Annahme, dass der Markt seinerzeit das Potenzial im Bereich Marktplätze & Beteiligungen sowie die sich abzeichnende Neuausrichtung noch nicht erkannt und das Geschäftsmodell insofern missverstanden hat. Innerhalb dieses Zeitraums kündigte Tamedia dann auch eine Umfirmierung in TX Group AG an, welche im Dezember von einer außerordentlichen Generalversammlung beschlossen wurde. Dabei steht TX für „Technology Exchange“, worin die neue Ausrichtung als „digitaler Hub für die Schweiz“ zum Ausdruck kommen soll. Infolge der Corona-Pandemie sank der Aktienkurs jedoch Mitte März 2020 zunächst nochmals auf ein deutlich niedrigeres Niveau.

Nach einer längeren „kurstechnischen Durststrecke“ folgte dann Ende August 2021 aber ein Paukenschlag: Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 31. August vermeldete die TX Group, dass im Rahmen eines Joint Ventures mit drei weiteren Gesellschaften die eigenen Marktplätze Ricardo, tutti.ch, Homegate und Car For You mit der Scout24-Schweiz-Gruppe zusammengelegt werden. Damit soll eines der größten Digitalunternehmen der Schweiz entstehen, das eine führende Rolle in den Bereichen Immobilien, Fahrzeuge, Finanzdienstleistungen und General Marketplaces einnehmen soll. Dabei ist mittelfristig auch ein Börsengang des Joint Ventures geplant.

Auf diese Meldung reagierte die TX-Group-Aktie mit einem kräftigen Kurssprung, der die Notierung auf das aktuelle Niveau zwischen 150 und 160 CHF katapultierte. Auf dieser Basis hat Scherzer inzwischen rund zwei Drittel der Position veräußert und dabei einschließlich der vereinnahmten Dividende einen Gewinn von mehr als 50 Prozent einstreichen können. Dies belegt unseres Erachtens einmal mehr den guten Riecher des Scherzer-Teams für Investmentgelegenheiten, hier speziell in den im Rahmen der Anlagestrategie definierten Teilbereichen unbeliebte Sektoren, missverstandene Geschäftsmodelle und Neuausrichtungen. Mit etwa einem Drittel des ursprünglichen Investments ist die Gesellschaft weiterhin bei der TX Group engagiert.

### Portfolio weiterhin deutlich sicherheitsorientiert

Zum 31. Oktober 2021 stellten sich die zehn größten Positionen im Scherzer-Portfolio wie folgt dar:

Rocket Internet SE	8,48 %	Sicherheit
Allerthal-Werke AG	7,38 %	Sicherheit
GK Software SE	5,62 %	Chance
Lotto24 AG	5,19 %	Sicherheit
HELLA GmbH & Co. KGaA	4,83 %	Sicherheit
freenet AG	3,85 %	Chance
RM Rheiner Management AG	3,62 %	Sicherheit
Weleda AG Partizipationsschein	3,61 %	Sicherheit
Data Modul AG	3,47 %	Chance
Kabel Deutschland Holding AG	3,42 %	Sicherheit

Dabei entfielen auf diese zehn Werte 49,5 Prozent des Gesamtportfolios. Den Anteil der Schweizer Wertpapiere schätzen wir nach wie vor auf etwa 9 Prozent.

### **Nachbesserungsvolumen aktuell bei knapp 125 Mio. Euro**

Das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen belief sich zum 31. Oktober 2021 auf rund 123,5 Mio. Euro bzw. 4,12 Euro je Aktie. Innerhalb des laufenden Geschäftsjahres standen dabei vor allem auf MAN entfallenden Zugängen von insgesamt 14,1 Mio. Euro Abgänge in Höhe von knapp 3,2 Mio. Euro gegenüber. Diese resultierten zum einen daraus, dass die Spruchstellenverfahren bei Jetter, Sky Deutschland und Essanelle ohne Anhebung der Barabfindungen abgeschlossen wurden. Zum anderen wurde jedoch das Spruchverfahren bei GFKL mit einer Nachbesserung beendet, die Scherzer einen Ertrag von rund 0,25 Mio. Euro bescherte.

Unter Berücksichtigung der in den Beteiligungen Alleralth-Werke AG und RM Rheiner Management AG vorhandenen weiteren Volumina ergab sich per Ultimo Oktober durchgerechnet ein auf Scherzer entfallender Betrag von rund 133,5 Mio. Euro. Dabei sind im Volumen der Nachbesserungsrechte auch einige bereits recht alte Verfahren wie Bank Austria AG, Generali Deutschland Holding AG, HVB AG und Vattenfall AG enthalten.

Aus Sicht des Anlegers ist zu beachten, dass die Abfindungsergänzungsansprüche bei der Berechnung des NAV 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 in den letzten Jahren tendenziell etwas geringeren Renditen bei Spruchstellenverfahren berücksichtigt, ergeben sich aus dem vorhandenen Bestand interessante Nachbesserungschancen.

So ermittelte die Solventis AG im Rahmen ihrer jährlich erscheinenden „Endspiel-Studie“ (zu beziehen unter [www.solventis.de](http://www.solventis.de)) für den Zeitraum Oktober 2020 bis Oktober 2021 über alle abgeschlossenen Spruchverfahren – inklusive eines deutlich überdurchschnittlichen „Ausreißers“, aber auch der Fälle ohne Nachbesserung – eine durchschnittliche Rendite von 22,2 (Vj. 11,6) Prozent. Unter Einrechnung der Zinsen belief sich die Durchschnittsrendite auf 26,6 (14,1) Prozent. Bei Beurteilung dieser Performancekennziffern ist neben dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld auch 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.

### **GSC-Schätzungen weiterhin unverändert**

Unsere zuletzt im Rahmen des Researches vom 15. September 2021 angepassten Prognosen halten wir nach wie vor aufrecht, haben diese jedoch nun um eine Schätzungsreihe für 2023 erweitert. Demgemäß erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr weiterhin einen Nachsteuergewinn von 9,7 Mio. Euro bzw. 0,32 Euro je Aktie.

Bei unseren Prognosen für die Folgejahre 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 vor allem den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte zugrundegelegt. Analog dazu haben wir auf der Erlösseite den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des Portfolios der vorangegangenen Jahre angesetzt.

Auf dieser Basis gehen wir in 2022 von einem Jahresüberschuss nach Steuern von 5,0 Mio. Euro entsprechend 0,17 Euro je Anteilsschein aus. In 2023 könnte das Nachsteuerergebnis dann auf 5,3 Mio. Euro bzw. 0,18 Euro je Aktie ansteigen. Die Dividende sehen wir für das laufende wie auch die kommenden Geschäftsjahre stabil bei 0,05 Euro je Anteilsschein.

### **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 unverändert auf den zuletzt gemeldeten NAV (Net Asset Value – Innerer Wert). 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 aus Investorensicht deutlich geeignetere Bewertungskennzahl.

Der per Ultimo Oktober 2021 publizierte NAV der Scherzer-Aktie belief sich auf 3,64 Euro. Aufgrund der zwischenzeitlichen Börsenentwicklung gehen wir davon aus, dass sich der innere Wert seither auf ein Niveau im Bereich um 3,70 Euro erhöht hat. Daher sehen wir den fairen Wert des Anteilsscheins – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – derzeit bei rund 3,70 Euro.

### **Fazit**

Im Rahmen ihres mittlerweile bereits fünften Kapitalmarkttagess haben die Spezialisten der Scherzer & Co. AG wieder einmal anhand einer Reihe interessanter Portfoliowerte anschaulich die Chancen und Erfolge ihrer Investmentstrategie aufgezeigt. Dabei ist zwar auch das Portfolio der Kölner Beteiligungsgesellschaft naturgemäß nicht gegen vorübergehende Marktverwerfungen gefeit. Auf mittlere Sicht entwickelten sich jedoch sowohl der NAV (Net Asset Value – Innerer Wert) als auch die Notierung der Scherzer-Aktie seit Jahren sehr erfreulich und performten dabei in der Regel auch deutlich besser als der DAX.

Im laufenden Jahr summierten sich die Zuwächse bis Ende Oktober beim NAV (unter Einrechnung der gezahlten Dividende) auf knapp 30 Prozent und beim Aktienkurs sogar auf fast 34 Prozent, während der DAX nur auf etwas mehr als 14 Prozent kam. Dabei wird der Scherzer-Anteilsschein derzeit mit einem Abschlag von knapp 13 Prozent auf den zuletzt gemeldeten NAV gehandelt. Der Vorstand geht davon aus, dass sich dieser Spread sukzessive abbauen sollte. Auch vor diesem Hintergrund hat er zwischenzeitlich weitere Scherzer-Papiere gekauft, so dass er mittlerweile direkt und indirekt gut 1,7 Millionen Stück bzw. rund 5,7 Prozent des Grundkapitals hält. Und aufgrund der Verpflichtung, die Hälfte der Netto-Tantiemen in eigene Aktien zu investieren, dürfte dieser Anteil auch zukünftig weiter steigen.

Bei Ansatz unseres leicht auf 3,70 Euro erhöhten Kursziels bietet der Scherzer-Anteilsschein derzeit ein Potenzial von über 16 Prozent. Daher sehen wir den Titel unverändert als Kaufposition insbesondere für mittel- bis langfristig orientierte Anleger und Investoren mit Interesse an Nachbesserungsthemen, die derartige Engagements jedoch nicht selbst eingehen können oder wollen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Scherzer &amp; Co. AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2019		2020		2021e		2022e		2023e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	1,1	-165,2%	12,7	83,9%	12,5	92,3%	8,5	112,6%	9,0	111,8%
Veränderung zum Vorjahr			1064,9%		-1,6%		-32,0%		5,9%	
Zuschr. WP / Dividenden / sonst. Erträge	3,4	-519,1%	2,8	18,5%	4,5	33,2%	2,5	33,1%	2,5	31,1%
Veränderung zum Vorjahr			-18,4%		60,9%		-44,4%		0,0%	
Abschreibungen auf Wertpapiere	5,3	-797,4%	3,9	25,5%	3,5	25,8%	3,5	46,4%	3,5	43,5%
Veränderung zum Vorjahr			-26,8%		-9,1%		0,0%		0,0%	
Zinserträge	0,1	-13,1%	3,5	23,0%	0,1	0,4%	0,1	0,7%	0,1	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			3935,2%		-98,6%		0,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>-0,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>15,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>13,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>7,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>8,1</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2392,6%		-10,5%		-44,3%		6,6%	
Personalaufwand	0,7	-104,6%	0,8	5,3%	2,7	19,9%	1,5	19,9%	1,7	21,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,1%		239,9%		-44,4%		13,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7	-106,1%	1,5	10,1%	0,9	6,6%	0,8	10,6%	0,9	10,6%
Veränderung zum Vorjahr			118,3%		-41,1%		-11,1%		6,3%	
Sonstige Abschreibungen	0,0	-2,8%	0,0	0,2%	0,0	0,1%	0,0	0,3%	0,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			27,9%		-15,2%		0,0%		0,0%	
<b>EBIT (nachrichtlich)</b>	<b>-2,2</b>	<b>326,5%</b>	<b>9,3</b>	<b>61,5%</b>	<b>9,9</b>	<b>72,9%</b>	<b>5,2</b>	<b>68,6%</b>	<b>5,4</b>	<b>67,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			531,5%		6,2%		-47,6%		4,8%	
Zinsaufwand	0,3	-38,4%	0,2	1,5%	0,2	1,5%	0,2	2,6%	0,2	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			-11,5%		-10,8%		0,0%		0,0%	
<b>Erg. der gew. Geschäftstätig. (EBT)</b>	<b>-2,3</b>	<b>351,8%</b>	<b>12,6</b>	<b>83,0%</b>	<b>9,7</b>	<b>71,8%</b>	<b>5,0</b>	<b>66,6%</b>	<b>5,3</b>	<b>65,6%</b>
Steuerquote	-0,3%		-0,1%		0,0%		0,0%		0,0%	
Ertragssteuern	0,0	-1,2%	0,0	-0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-2,3</b>	<b>353,0%</b>	<b>12,6</b>	<b>83,1%</b>	<b>9,7</b>	<b>71,8%</b>	<b>5,0</b>	<b>66,6%</b>	<b>5,3</b>	<b>65,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			639,7%		-22,6%		-48,3%		5,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>-2,3</b>	<b>353,0%</b>	<b>12,6</b>	<b>83,1%</b>	<b>9,7</b>	<b>71,8%</b>	<b>5,0</b>	<b>66,6%</b>	<b>5,3</b>	<b>65,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			639,7%		-22,6%		-48,3%		5,0%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-0,08</b>		<b>0,42</b>		<b>0,32</b>		<b>0,17</b>		<b>0,18</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Streubesitz 100,0%

## **Termine**

01.12.2021 ff. Monatliche NAV-Meldung

## **Kontaktadresse**

Scherzer & Co. AG  
Friesenstraße 50  
D-50670 Köln

Internet: [www.scherzer-ag.de](http://www.scherzer-ag.de)  
Email: [info@scherzer-ag.de](mailto:info@scherzer-ag.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Dr. Georg Issels

Tel.: +49 (0) 221 / 82032 - 0  
Fax: +49 (0) 221 / 82032 - 30  
Email: [ir@scherzer-ag.de](mailto: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
07.10.2021	3,14 €	Kaufen	3,60 €
15.09.2021	3,12 €	Kaufen	3,60 €
26.04.2021	2,40 €	Halten	3,15 €
04.02.2021	2,56 €	Kaufen	2,95 €
17.12.2020	2,28 €	Kaufen	2,70 €
10.09.2020	2,30 €	Halten	2,60 €
03.05.2020	1,64 €	Kaufen	1,90 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2021):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	52,4%	77,8%
Halten	38,1%	16,7%
Verkaufen	9,5%	5,5%

### 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](http://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.