

» Beteiligungsgesellschaft «

Scherzer & Co. AG

WKN 694280 | DE0006942808 | Bloomberg: PZS

Spezialist für Spezialsituationen

Wir initiieren unsere Coverage zur Scherzer & Co. AG mit einer HALTEN Empfehlung und einem Kursziel von 2,60 EUR, was derzeit einem Aufwärtspotential von 9,2% (Schlusskurs 2,38 EUR) entspricht. Wir basieren unser Kursziel auf einer Net-Asset-Value-Bewertung.

Beteiligungsgesellschaft für Sondersituationen

Die Scherzer & Co. AG (Scherzer) strebt nach einer langfristigen Wertsteigerung durch Investition in "sicherheitsorientierte" und "opportunistische" Anlagen. Dabei etabliert sich das Unternehmen zusehends als verlässlicher Partner für Geschäftsvorfälle im Bereich von Sondersituationen, wie Umstrukturierungen, Squeeze-Out-Szenarien und Übernahmen.

Beteiligungsportfolio von ca. 93 Mio. EUR, CAGR2006-17 von 7,7%

Scherzers Ziel ist der Aufbau eines Beteiligungsportfolios von mindestens 100 Mio. EUR. Im Feb. 2019 stand der Marktwert bei ca. 93 Mio. EUR, davon waren ca. 25 Mio. EUR fremdfinanziert. Die 10 größten Positionen machen zurzeit ca. 57% des Portfolios aus (hist. Anteil bei ca. 50%). Scherzer hält zu etwa 95% Aktien, den Rest in Anleihen und Optionsscheinen. Bei der Investition in Wertpapiere gibt es keine Beschränkungen für das Management. Der Bilanzbuchwert (HGB) von gehaltenen Wertpapieren wuchs von 2006 bis 2017 mit einem CAGR von 7,7%. Wir erwarten für 2019e und 20e ein moderates Wachstum des Portfoliowertes um 3,7% bzw. 4,7% YoY.

Außerbilanzielles Potential an Nachbesserungsrechten

Ende Feb. 2019 hielt Scherzer Nachbesserungsrechte im Volumen von 104 Mio. EUR. Diese potentiellen Ansprüche entstehen durch Strukturmaßnahmen bei börsennotierten Unternehmen, bei denen Scherzer über eine Position verfügte und diese Beteiligung an einen Mehrheitsaktionär verkaufte. Nachbesserungsrechte sind außerbilanziell, binden kein Kapital, aber potentielle Sondererträge. Im GJ 2019e erwarten wir die Andienung der Linde Aktien, welche mit aktuell 15,15% zurzeit die größte Portfolio Position darstellt (Stand 28. Feb. 2019).

HALTEN, Kursziel 2,60 EUR

Wir bewerten die Aktie mit einem Net-Asset-Value Modell und kommen in unserem Base-Case Szenario auf einen fairen Wert von 2,60 EUR pro Aktie. Unsere Erwartung basiert auf der Entwicklung der Top-10 Positionen entsprechend der Analysten Konsens-Erwartung, für die restlichen Portfoliopositionen erwarten wir einen stabilen Wert. Wir initiieren Scherzer mit einer HALTEN und einem Kursziel von 2,60 EUR.

FY End: 31.12. in Mio. EUR	CAGR (17-20e)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoergebnis aus Finanzinstr.	-21,0%	5,4	6,0	12,9	2,4	6,2	6,4
EBITDA	-27,1%	6,1	5,0	10,2	0,9	3,8	3,9
Marge		111,3%	84,1%	78,9%	38,6%	61,8%	62,1%
EBIT	-27,3%	6,1	5,0	10,2	0,9	3,8	3,9
Marge		111,1%	84,0%	78,8%	38,3%	61,3%	61,5%
Nettoergebnis	-12,4%	5,3	4,5	7,9	0,6	5,1	5,3
EPS	-12,4%	0,18	0,15	0,26	0,02	0,17	0,18
Dividende je Aktie		0,05	0,05	0,05	0,10	0,00	0,00
NAV	-2,4%	59,28	68,56	82,04	69,16	72,16	76,16
Return on NAV		9,2%	8,7%	15,7%	3,4%	8,6%	8,3%
ROE		10,4%	8,2%	13,0%	1,0%	8,1%	7,7%
ROA		7,6%	5,9%	8,8%	0,7%	5,6%	5,4%

Quelle: Scherzer, FMR

Publiziert am 19. März 2019

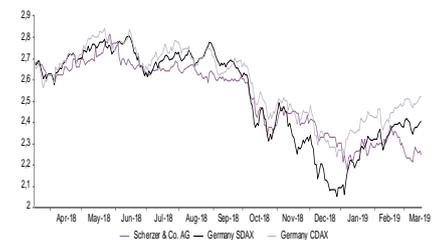
HALTEN

Vorher: -

Kursziel EUR 2,60
Aktienkurs* EUR 2,38 (+9%)

* letzter XETRA Schlusskurs

Initial	2018e	2019e	2020e
Nettoergeb.	2,4	6,2	6,4
EBIT	0,9	3,8	3,9
EPS	0,02	0,17	0,18



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

	2018
Anzahl Aktien (Millionen)	29,94
Free Float (in %)	100%
Market Cap (in Mio. EUR)	72,2
Handelsvolumen (Ø)	2.250
Hoch (EUR, 52 Wochen)	3,00
Tief (EUR, 52 Wochen)	2,24

Aktionärsstruktur

Free float	100,0 %
------------	---------

Unternehmenskalender

März Präsentation	05.04.2019
Hauptversammlung	13.05.2019

Analyst

Felix Lutz
Analyst

felix.lutz@fmr-research.de
+49 (0) 69 - 920 389 14

Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG
Schillerstrasse 16
60313 Frankfurt am Main
Germany

+49 (0) 69 - 920 389 10
www.fmr-research.de

In Kooperation mit:



Inhaltsverzeichnis:

Investment Thesis3

SWOT5

Bewertung7

Unternehmensprofil9

 Vorstand und Aufsichtsrat9

 Aktionärsstruktur10

 Kurze Geschichte10

Geschäftsmodell und Strategie11

 Strategie11

 Sicherheitsorientierte Anlage11

 Opportunistische Anlage11

 Nachbesserungsverfahren12

 Anleihen und Optionen15

 Investitionen der Industrie15

Finanzkennzahlen18

 Historische Entwicklung18

 (Vorläufige) GuV Zahlen 201819

 Bilanz H1-201820

 Mittelfristiger Ausblick21

Anhang23

Investment Thesis

Scherzer & Co. AG (Scherzer) ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Köln, deren Ziel es ist, einen langfristigen Kapitalzuwachs zu erreichen. Mittelfristig strebt Scherzer den Aufbau eines Anlageportfolios mit einer Eigenkapitalfinanzierung von min. 100 Mio. EUR (Portfoliowert Februar 2019 bei ca. 93 Mio. EUR, davon sind ca. 25 Mio. EUR fremdfinanziert) an, während sie gleichzeitig ihre Position als relevanter Partner für Transaktionen im Bereich von Sondersituationen ausbauen möchte.

Die Strategie des Unternehmens besteht aus zwei Pfeilern: auf der einen Seite aus Investitionen in "sicherheitsorientierte" Wertpapiere, die ein begrenztes Verlustrisiko haben (Portfolioanteil im Dez. 2018 bei ca. 42%); auf der anderen Seite gibt es den Bereich "Chance" mit einem performance-orientierten Anlagestil (ca. 58% des Portfolios im Dez. 2019). Scherzer entscheidet für jede dieser beiden Kategorien anhand mehrerer Kriterien; Branche oder Art des Finanzproduktes, in welches investiert wird, zählen nicht dazu. Zusätzlich wird eine Überrendite durch die Auswahl von Aktien angestrebt, die sich in der Kategorie "Special Situation" befinden oder zukünftig noch darunterfallen können. Hierzu gehören Umstrukturierungen, Übernahmen und/oder Squeeze-Out Situationen von Unternehmen. Beim Squeeze-out darf ein Mehrheitsgesellschafter, der 90 bzw. 95% der Aktien eines Unternehmens hält, die verbleibenden Minderheiten mit einer „angemessenen Vergütung“ abfinden und deren Anteile erwerben. Den Minderheitsaktionären steht das Recht auf eine unabhängige Beurteilung zu und sie können nach dem Erhalt der Abfindung für diese Beurteilung klagen. Im sogenannten Spruchverfahren kann so ein höherer als der ursprünglich gezahlte Wert festgestellt werden und so ein Gewinn für die Minderheitsaktionäre entstehen.

Die Scherzer & Co AG verfügt über ein fokussiertes Beteiligungsportfolio. Die Top 10 Wertpapierpositionen entsprachen zu den letzten Jahren etwa 50% des Gesamtportfolios, aktuell etwa 57%. Ca. 20 Beteiligungen haben Marktwerte größer als 1 Mio. EUR. Zusätzlich sind ca. 1,5% des Portfolios in Höhe von 1,4 Mio. EUR in Unternehmensanleihen mit einer Gesamrendite von ca. 4,25% und ca. 10% des Portfolios im Schweizer Markt investiert. Ein weiterer Teil des Portfolios ist in (Short) Put- und Call-Optionen investiert (FMR Schätzung von 3,5 Mio. EUR). Diese Strategie ermöglicht es Scherzer, zum einen ihr Risiko auf das Portfolio zu reduzieren und zusätzliche Einnahmen bspw. aus dem Schreiben von Puts zu erzielen. Im Positionsmanagement der Absicherungen steckt naturgemäß ein Marktrisiko.

Das durch Scherzer im Rahmen von Nachbesserungsrechten aus Spruchverfahren erwähnte Volumen beträgt aktuell 103,8 Mio. EUR. Auf diese in der Vergangenheit angediente Aktien können potenziell Nachzahlungen und somit nachträgliche Gewinne entstehen. In der Regel handelt es sich um langwierige Verfahren, deren Ende nicht prognostizierbar sind. Mögliche nachträgliche Erhöhungen auf Abfindungszahlungen im Rahmen von Squeeze-outs und Unternehmensverträgen werden ab Eintragung der Strukturmaßnahmen noch nachträglich verzinst.

**Aufbau von Portfolio mit
100 Mio. EUR Eigenmitteln**

**Investments unterteilt in
Kategorien Sicherheit und
Chance**

**Investition in Aktien 94%,
Anleihen 1,5%, Optionen
4,5%; keine Einschränkungen**

**Potential aus 104 Mio. EUR
Nachbesserungsrechten**

Scherzer publiziert am Anfang jeden Monats eine Präsentation mit den größten 10 gehaltenen Positionen, dem Net Asset Value (NAV), dem Portfolio an Nachbesserungsrechten und stellt die aktuelle Entwicklung ausgewählter Werte dar. Somit ist eine hohe Transparenz gewährleistet, die im Segment der Beteiligungsgesellschaften vorbildlich ist.

Ein Risiko birgt die Entwicklung des allgemeinen Aktienmarktes im Falle einer plötzlichen und anhaltenden Abwärtsbewegung. Scherzer könnte in eine schwierige Situation gebracht werden, in der Verluste realisiert werden müssen, wenn das Aktienportfolio erheblich an Wert verliert. Dieses Risiko halten wir aufgrund des erheblichen Anteils an Abfindungs- und abfindungsnahen Werten (bspw. Position in Linde) für gut beherrschbar.

Mit gewisser Zurückhaltung sehen wir die Ausweitung des Scherzer-Modells auf andere Anlagevehikel. Durch die Investitionen in die Horus AG (ca. 3,7 Mio. Euro), die Allerthal-Werke AG (ca. 4 Mio. EUR) und die Rheiner Management GmbH sind rund 10% der AuM in illiquiden Anlagegesellschaften gebunden und dem direkten Zugriff von Scherzer entzogen. Die Schachtel in der Schachtel-Strategie birgt Risiken, bindet Kapital und verschlechtert das Chance-Risiko-Profil.

Basierend auf unserem Net-Asset-Value Modell der gehaltenen Positionen sehen wir den fairen Wert pro Scherzer Aktie bei 2,60 EUR. Wir starten unsere Coverage auf Scherzer mit einer HALTEN-Empfehlung und einem Kursziel von 2,60 EUR je Aktie. Für die Bewertung der Scherzer-Aktie ist der NAV die maßgebliche Steuerungsgröße. In der Regel werden Beteiligungsgesellschaften mit einem gewissen Abschlag auf den inneren Wert gehandelt, so das eine Aktienkurs in unmittelbarer Nähe des NAV in der Regel eine natürliche Kursbarriere darstellt.

**Monatliche Veröffentlichung
der 10 größten Werte**

**Minimierung des Marktrisikos
durch Abfindungs- oder
abfindungsnahen Werte**

**Auch wenig liquide Werte im
Portfolio**

**Net-Asset-Value Modell liefert
2,60 EUR Zielkurs**

SWOT

Stärken

Auswahl der Anlage durch einen strukturierten Selektionsprozess und ein erfahrenes Team

Reduziertes Risiko durch Diversifikation über verschiedene Sektoren und Anlageklassen (Aktien, Anleihen ca. 1,5%, Derivate ca. 3,8%)

Mischung aus kleineren Werten mit Blue Chips und abfindungsnahen Werten (Linde AG) reduziert Risiken und Volatilität

Zusätzliches Rendite-Potential ohne Kapitalbindung durch außerbilanziellen, stillen Reserven an Nachbesserungsrechten

Bündelung von Expertise im Bereich Sondersituation durch Beteiligung an der Rheiner Management und Expertennetzwerk aus erfolgreichen Investoren

Schwächen

Nachbesserungsverfahren zeitlich nicht planbar, Erfolg nicht sicher; möglicher Ausfall des Schuldners bis Prozessende möglich

In der monatlichen Präsentation: Keine genaue Angabe zu ca. 30% der gehaltenen Aktien

Hohe Auswirkungen bei Ausfall einer Person auf das Geschäft sowie sich verschärfende gesetzliche und regulatorische Vorschriften

Abhängigkeit von der Wertentwicklung einzelner Aktienpositionen und damit letztendlich der Leistung Dritter, auf die Scherzer aufgrund der Positionsgröße in der Regel keinen aktivistischen Einfluss nehmen kann

Chancen

Erträge aus Kurssteigerungen und Dividenden durch positive Entwicklung von Unternehmen und Märkten

Nicht bilanzierte Erträge aus Nachbesserungen: Historischer Erfolg mit Nachbesserungsrechten liegt bei ca. 15% auf den ursprünglichen Abfindungspreis

Potential von vorteilhaften Übernahmeangeboten eines Mehrheitsaktionärs

Risiken

Beim Squeeze-out: Verlust an Liquidität der Aktie, mögliches Delisting (Intransparenz), Dividenden Reduktion

Portfoliowert durch negative Marktbewegungen dem Marktrisiko ausgesetzt; über Finanzderivate sogar gehebelt

Zinsrisiko auf Fremdkapital (FK-Quote bei 29%) und Kreditentscheidungen von Banken

Fehlende M/A-Aktivität innerhalb der Beteiligungen, etwa im Falle der Horus AG und der Smart Equity AG. Beide Gesellschaften waren Aktienpositionen und wurden durch mangelnden operativen Erfolg und großer Zukäufe zu Bestandspositionen. Eine Konzentration der AuM auf die Scherzer könnte hier Wertbeiträge freisetzen und die Transparenz erhöhen.

Bewertung

Bewertungszusammenfassung Base Case

Scherzer & Co. AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit hoher Volatilität in ihrer Ertragshistorie. Da die zukünftige Entwicklung stark vom Gesamtmarkt abhängig ist und Scherzer darüber hinaus als Stockpicker tätig ist, benutzen wir daher ein Net-Asset-Value Modell (NAV-Modell) zur Schätzung des Portfoliowertes im Hinblick auf ein Jahr und berechnen daraus einen Wert für die Einzelaktie.

Fairer Wert des Unternehmens.

Zur Berechnung des NAVs nutzen wir die von Scherzer regelmäßig veröffentlichten Informationen über die größten gehaltenen Positionen. Ende Januar 2019 steht der Portfoliowert bei ca. 93 Mio. EUR mit einem Anteil der TOP 10 Positionen von 57,5% (siehe Tabelle auf S. 11).

Wir erwarten eine Entwicklung der TOP 10 Werte gemäß den Konsens Zielkursen der Factset Datenbank. Gibt es keinen Konsens (Weleda) oder sind Unternehmensaktionen wie bei der Linde AG (Überführung in Linde plc) bekannt, lassen wir den Wert gleich unserer aktuellen Schätzung (angenommener Portfoliowert vom Februar 2019) unverändert. In unserem Base-Case Szenario erwarten wir für die restlichen Portfoliopositionen eine Entwicklung auf dem aktuellen Wert.

In unserem Modell berücksichtigen wir **keine** positiven Zuflüsse seitens der Nachbesserungs-Spruchverfahren.

Unsere Schätzung des Marktwertes der Assets under Management (AuM) für Jahresende von 2019e ist 101 Mio. EUR. Diesen bereinigen wir um die erwarteten Bankverbindlichkeiten in Höhe von 25 Mio. EUR und den Kassenbestand von 1,78 Mio. EUR. So erhalten wir einen NAV von 77,7 Mio. EUR, basierend auf 29,94 Millionen Aktien gelange wir zu einem Wert pro Aktie von 2,60 EUR. Historisch betrachtet schwankt der Aktienkurs Scherzers einer engen Bandbreite von -25% bis +7% um den NAV.

Wir setzen unseren Zielkurs bei 2,60 EUR und unser Rating auf HALTEN.

Entwicklung der AuM im Base Case

	Wert Anfang 2019 in Mio. EUR	Wachstum 2019	Wert Ende 2019 in Mio. EUR
TOP Positionen	55,6	+14,3%	63,5
Rest des Portfolios	37,4	+0,0%	37,4
Portfoliogröße	93,0	+8,5%	100,9

Quelle: Scherzer, FMR

Wesentliches Upside resultiert vor allem aus den gehaltenen Positionen der GK Software SE (erwartet: +56,7%) sowie der freenet AG (+20,2%).

**Bewertung von Scherzer
anhand von NAV-Modell**

**Ausgangspunkt für unsere
Berechnung: TOP 10 Werte**

**Bewertung der Einzelaktien
anhand von Factset Konsens**

**Erwartung für 2019e: Top
Positionen wachsen um 14,3%**

Bewertung des NAVs von Scherzer & Co. AG im Base Case

Bewertung	Mio. EUR
AuM Ende 2019	100,9
Bankverbindlichkeiten	25,0
Kasse	1,8
NAV	77,7
Anzahl der Aktien	29,94
NAV pro Aktie	2,60
Zielkurs pro Aktie	2,60

Quelle: Scherzer, FMR

Szenario Modell

Wie oben dargestellt ist unser Haupttreiber für den Net Asset Value die zukünftige Entwicklung (im Base Case +14,3% YoY) der Top Positionen. Zusätzlich gingen wir von einem gleichbleibendem Wert der restlichen Wertpapiere aus. Wie sich der NAV entwickelt, wenn sich diese Bedingungen ändern, stellen wir im folgenden Modell dar.

Unsere Grundannahme: Markt bleibt stabil, Top 10 Positionen +14,3%

Sensitivität des NAV

		Entwicklung TOP Positionen		
		12,3%	14,3%	16,3%
Entwicklung	-5,0%	2,50	2,53	2,57
sonst.	0,0%	2,56	2,60	2,63
Portfolio	5,0%	2,62	2,66	2,70

Quelle: Scherzer, FMR

Unternehmensprofil

Die Scherzer & Co. AG (Scherzer) ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Köln, welche seit 2006 an der Frankfurter Wertpapierbörse im Entry Standard, seit 2017 im Segment „Scale“ notiert.

Das Hauptziel von Scherzer & Co. AG ist ein langfristiger Vermögensaufbau für ihre Aktionäre durch eine ausgewogene Strategie, die zwei sich ergänzende Ansätze beinhaltet: i/ sicherheitsorientierte sowie ii/ opportunistische Investitionen.

Innerhalb dieser beiden Ansätze werden Investitionen auf mögliche Übernahmeangebote oder Squeeze-out Situationen geprüft. Die Differenzierung in der Strategie von Scherzer liegt in folgenden Punkten dieser Schwerpunkt liegt auf der Auswahl von Investitionen, die das Potenzial haben, übernommen zu werden. und erschließen so potenziell signifikante Werte.

Die aktuelle (Markt) Portfoliogröße beträgt 93 Mio. EUR (Februar 2019). Mittelfristig plant Scherzer den Aufbau eines Portfolios mit einem Eigenkapitalanteil von 100 Mio. EUR (aktuell ca. 61 Mio. EUR), die Positionierung als relevanter Partner und Beteiligungsgesellschaft für Transaktionen im Bereich der Spezialfinanzierung und Sondersituationen.

Das Volumen der erfolgreichen Exits, aus denen sich Nachbesserungsrechte ergeben könnten, betrug zum 28. Februar 2019 103,8 Mio. EUR. Werden die berichteten Nachbesserungsrechte der Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG berücksichtigt, die der Scherzer & Co. AG aufgrund ihrer Beteiligungshöhe zuzurechnen sind, ergibt sich ein angedientes Volumen von ca. 115 Mio. EUR.

**Hauptziel: langfr.
Vermögensaufbau durch
sicherheitsorientierte und
opportunistische Investments**

**Aktuelle Portfoliogröße:
93 Mio. EUR**

**Volumen an
Nachbesserungsrechten:
104 Mio. EUR**

Vorstand und Aufsichtsrat

Dr. Georg Issels, Vorstand

Dr. Issels ist Vorstand bei Scherzer & Co. AG seit 2002. Von 2001 bis 2007 war Dr. Issels zudem Vorstand der Allerthal-Werke AG. Seit 2008 ist er auch Vorstand bei RM Rheiner. Management AG.

Hans Peter Neuroth, Vorstand

Seit 2013 ist Herr Neuroth Vorstand bei Scherzer & Co. AG, Köln. Außerdem ist Herr Neuroth seit 2010 Vorstand bei Rheiner Management AG, Köln, Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats der Horus AG, Köln und Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats der Smart Equity AG, Köln.

Dr. Stephan Göckeler, Bonn - Rechtsanwalt (Vorsitzender)

Neben dem Mandat als Aufsichtsratsvorsitzender ist Herr Dr. Göckeler Mitglied des Aufsichtsrats der Burgbad AG, Schmallenberg, und Mitglied des Aufsichtsrats der Convotis AG, Frankfurt am Main. Dr. Göckeler ist Partner bei Flick Gocke Schaumburg.

Dr. Dirk Rüttgers, München - Vermögensverwalter (stellvertretender Vorsitzender)

Herr Dr. Rüttgers ist außerdem Vorstand der Do Investment AG, München und Mitglied des Beirats der Silvius Dornier Holding GmbH, München.

Rolf Hauschildt, Düsseldorf - Investor

Herr Hauschildt ist neben seiner Tätigkeit bei Scherzer & Co. AG auch Vorsitzender des Aufsichtsrats der Germania-EPE AG, Gronau, Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats der Solventis AG, Mainz, Mitglied des Aufsichtsrats der ProAktiva Vermögensverwaltung AG, Hamburg, sowie Mitglied des Aufsichtsrats der Allerthal-Werke AG, Köln.

Aktionärsstruktur

Scherzer hat einen 100%igen Streubesitz von 29,94 Mio. Aktien. Zu den Hauptaktionären gehören das Silvius Dornier Family Office und das FPS Fund Management, jedoch unterschreiten beide Aktionäre die 25% Schwelle und müssen daher ihre Anteile nicht veröffentlichen. Die Kapitalentwicklung von Scherzer entwickelte sich wie folgt:

Zwei Aktionäre, Anteil unbekannt

Kurze Geschichte

Gegründet im Jahr 1880 produzierte Scherzer zunächst dekoratives Porzellan für verschiedene Haushaltsanwendungen. 1992 beschloss das Unternehmen, seine Produktionsstätten zu schließen und sich neu als Vermögensverwalter zu positionieren. Im Jahr 2001 wurde Scherzer an die Allerthal-Werke AG verkauft, eine Investmentgesellschaft, die sich auf Investitionen in Sondersituationen wie z.B. Unternehmensrestrukturierung konzentriert. Scherzer positionierte sich neu und legte den Fokus auf das Auffinden von Investitionsmöglichkeiten. Einhergehend fand 2001 eine Kapitalerhöhung statt. Im gleichen Jahr wird Dr. Georg Issels Vorstand der Allerthal-Werke AG und blieb dies bis 2007.

Vom Porzellan-Hersteller zum Vermögensverwalter

1992 nahm Scherzer seine Aktivitäten als Vermögensverwaltung auf. Im Jahr 2004 wurde Scherzer mit einem Streubesitz von 100% an die Börse gebracht, in den damaligen Entry Standard Segment der Frankfurter Wertpapierbörse (heute „Scale“). Das Grundkapital der Gesellschaft wurde durch mehrere Kapitalerhöhungen auf den heutigen Buchwert von 29,94 Mio. EUR erhöht. Scherzer hat nicht ausgeschlossen kurz- oder mittelfristig weitere Kapitalerhöhungen durchzuführen. Das genehmigte Kapital liegt derzeit bei 14,97 Mio. EUR.

Börsengang 2004

Geschäftsmodell und Strategie

Strategie

Das Hauptziel von Scherzer & Co. AG ist ein langfristiger Vermögensaufbau (Net-Asset-Value im Januar 2019: 93 Mio. EUR) für ihre Aktionäre durch eine zweigliedrige Strategie: der Aufbau von "sicherheitsorientierten" und "opportunistischen" Vermögenswerten, wobei das anvisierte Verhältnis 50-50 ist. Zudem verfolgt Scherzer das Ziel, sich als eine der führenden börsennotierten Investmentgesellschaften im Bereich Spezialsituationen zu etablieren.

Hierzu zählen wir auch das Engagement in der Schweiz, da der Schweizer Aktienmarkt einige Besonderheiten aufweist. Hierzu gehört etwa der hohe Anteil an außerbörslichem Handel (OTC-Geschäfte) und sich daraus ableitendem geringen Maß an Transparenz und Liquidität.

Großen Wert legt Scherzer zudem auf die Pflege eines Netzwerks erfahrener und erfolgreicher Investoren. Ein solches Netzwerk erhöht die Sicherheit im Selektionsprozess sich bietender Investmentgelegenheiten und fördert die Wahrnehmung existierender Chancen. Hier ist Scherzer in den entsprechenden Kreisen gut repräsentiert und verfügt so über einen breiten Dealflow und die Möglichkeit der Zusammenarbeit mit weiteren Investoren.

**Aktivitäten auch am
Schweizer Aktienmarkt**

**Großes Netzwerk an
Investoren**

Sicherheitsorientierte Anlage

In der Klasse "sicherheitsorientiert", (Ende Dezember 2018 ca. 42% des Portfolios), liegt der Fokus auf Investitionen mit einem „begrenztem“ Abwärtspotenzial auf der Grundlage eines oder mehrerer der folgenden Kriterien:

- preisstabilisierende Eigenschaften bspw. ein natürlicher Boden;
- unterbewertete Unternehmen;
- stabiles und nachhaltiges Geschäftsmodell
- Besondere Bilanzqualitäten, bspw. Netto-Cash-Position, geringe oder keine Verschuldung, Aktienpreis deutlich unter Buchwert;
- besondere Ergebnisqualität: nachhaltiges und positives Ergebnis ohne Zyklizität, Dividendenkontinuität und nachhaltige, freie Cashflows.

Dadurch soll eine gewisse Stabilität und finanzielle Solidität auch in länger anhaltenden rezessiven Konjunkturphasen und ein attraktives Verhältnis von Kurschancen und -risiken gewährleistet werden.

Beispiele für "Sicherheit" Investitionen sind die Linde AG, die mit der amerikanischen Praxair eine Fusion vereinbart hat, die innogy SE oder die BUWOG AG, welche von der deutschen Vonovia übernommen wurde.

**Sicherheitsorientierte Anlage
sorgt für finanzielle Solidität**

Opportunistische Anlage

In der Kategorie "Chance" (Ende Dez. 2018 ca. 58% des Portfolios), liegt der Fokus auf Anlagen auf der Auswahl von Wachstumsunternehmen, während gleichzeitig

der Markt auf Sondersituationen analysiert wird. Diese bieten ein attraktives Chance-Risiko Profil.

Durch diese "opportunistischen" Investments beteiligt sich Scherzer auch an Kapitalmaßnahmen, Unternehmens Um- und Restrukturierungen als auch bei Zweitplatzierungen. Die Investitionen zielen in der Regel auf zyklischen Branchen mit unterschiedlichem Chance-Risiko-Profilen im Vergleich zu den strengeren Kriterien der "sicherheitsorientierten" Investments. Daher fehlen bei solchen Investments zwar das Kursniveau unterstützende oder sogar sichernde Faktoren, die Wertsteigerungschancen sind aber besonders attraktiv. Scherzer ist dabei strategisch kein aktivistischer Investor, die Einzug in den Aufsichtsrat hält und auf die Strategie der Zielunternehmen einwirkt. Das Scherzer-Team gilt unter Emittenten als so genannter Good-Investor, der ein Unternehmen für eine gewisse Zeit begleitet und in der Regel keinen Einfluss zu nehmen versucht.

Beispiele hierfür sind i/ die GK Software SE, die mit SAP zusammenarbeitet; SAP hält 5.3% der Anteile; ii/ die Audi AG, deren Aktien zu 99,64% von Volkswagen gehalten werden.

**Attraktives Chance-Risiko
Profil durch Stockpicking im
Chance-Bereich**

**Scherzer nimmt in der Regele
keinen operativen Einfluss**

TOP 10 Positionen von Scherzers Portfolio Ende Februar 2019

Titel	Anteil am Portfolio	Chance / Sicherheit	Cons. Upside
Linde AG	15,15%	Sicherheit	Wird 2019e angedient
GK Software SE	10,32%	Chance	56,7%
freenet AG	5,60%	Chance	20,2%
Audi AG	5,37%	Chance	
Allerthal-Werke AG	4,72%	Sicherheit	
Horus AG	4,13%	Chance	
Mobotix AG	3,60%	Chance	15,4%
AG f. Erstellung billiger Wohnh. In Winterthur	3,21%	Chance	
Weleda AG PS	2,77%	Chance	
innogy	2,58%	Sicherheit	-7,0%

Quelle: Scherzer, FMR, sortiert nach Anteil in Scherzers Portfolio, Stand 28.02.2019

Zusätzlich werden Investitionen auf mögliche Übernahmen oder Squeeze-out-Aktien-Situationen geprüft, welche dann über Nachbesserungsrechte zusätzliche Rendite erbringen können.

Nachbesserungsverfahren

Ein wesentliches Alleinstellungsmerkmal in Scherzers Strategie ist die Wahl von Investitionen mit Übernahmepotenzial und mit der Absicht eines Spruchverfahrens im Nachgang. In diesen besonderen Situationen haben Aktien generell einen

starken oder strategischen Hauptaktionär, der eine Squeeze-Out-Situation möglich macht. Im Falle eines Squeeze-outs werden die Minderheitsaktionäre bspw. mit einem Barangebot abgefunden. Letztere haben das Recht, nach dem Erhalt der Abfindungszahlung ein sog. Spruchstellenverfahren einzuleiten und durch ein unabhängiges Gutachten eine Nachbesserung zu erreichen. Häufig wird dabei ein höherer Wert festgestellt, als der ursprünglich Gezahlte. Diese Verfahren ziehen sich regelmäßig über viele Jahre hin. Scherzer veröffentlicht die bereits erhaltenen Abfindungen, aber noch potentiell ausstehende Nachbesserungszahlungen. Dieses Volumen an Nachbesserungsrechten steigt sukzessiv an.

Zum 28.02.2019 beläuft sich das bereits angediente Volumen der Gesellschaft auf ca. 103,8 Mio. EUR. Dies entspricht einem Volumen pro Aktie von 3,47 EUR. Bilanziell werden die Nachbesserungsrechte im Regelfall nicht erfasst.

Werden zusätzlich die Nachbesserungsrechte der Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG berücksichtigt, die der Scherzer & Co. AG aufgrund ihrer Beteiligungshöhe zuzurechnen sind, ergibt sich ein angedientes Volumen von mehr als ca. 115 Mio. EUR.

Wie oben erwähnt, können Erträge aus Nachbesserungsrechten häufig erst nach langjährigen Spruchverfahren generiert werden, was eine genaue Prognose der Höhe und des Zeitpunktes der Zahlungswirksamkeit nicht möglich macht. Bei erfolgreichem Abschluss eines Verfahrens werden für den Zeitraum zwischen dem ursprünglichen Andienungszeitpunkt und dem Ende des Spruchverfahrens Zinsen fällig. Diese liegen aktuell fünf Prozentpunkte über dem jeweiligen Basiszinssatz der Deutschen Bundesbank. Scherzer weist in seiner GuV Erträge aus Nachbesserungsrechten unter der Position „Erträge aus Finanzinstrumenten“ aus.

Das jüngste Spruchverfahren endete rechtskräftig im September 2018 zum Squeeze-out bei der GBW AG. Die Barabfindung von 21,32 EUR je Aktie (April 2013) wurde dabei auf 21,97 EUR erhöht. Scherzer hielt damals 90.000 Aktien.

Zu den jüngsten Exits gehören die Aktien von Diebold Nixdorf AG im August 2018 (Andienungsvolumen von 0,5 Mio. EUR) und der Squeeze-out der Oldenburgischen Landesbank AG im Juni 2018 (Barabfindung von 8,4 Mio. EUR).

Die folgende Tabelle zeigt die zuvor innerhalb der Minderheit abgeschlossenen Projekte. Strategie für Squeeze-out/Spezialfall-Szenarien. Die Bestände sind aufgelistet nach mit dem Jahr des Austritts und dem Verfahren des Austritts.

**Angedientes Volumen:
3,47 EUR je Aktie**

**Keine Planbarkeit mit
Nachbesserungsrechten
möglich**

**Bspw. 58.500 EUR von
Nachbesserung im GBW
Verfahren**

Aktuelle Nachbesserungstitel Ende Dezember 2018

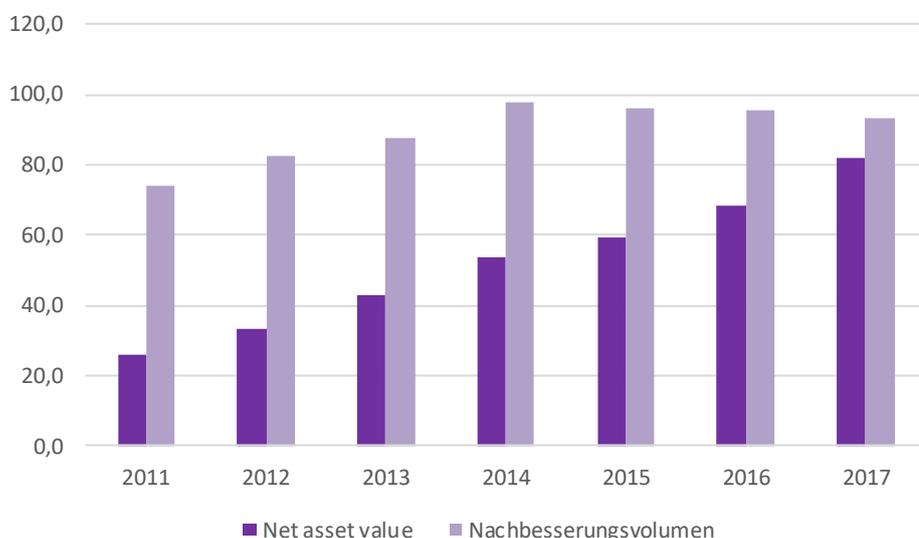
Titel	Abfindung im Jahr	Struktur	Vol. in Mio. EUR
AXA Konzern AG (Stämme)	2006	Squeeze-out	18,8
HVB AG	2008	Squeeze-out	17,2
Bank Austria AG	2010	Squeeze-out	9,4
Generali Deutschland Holding AG	2014	Squeeze-out	9,0
Oldenburgische Landesbank AG	2018	Squeeze-out	8,4
AXA Konzern (Vorzüge)	2006	Squeeze-out	6,8
Kölner Rück AG (vink. Namen)	2009	Squeeze-out	3,8
Deutsche Postbank AG	2015	Squeeze-out	2,6
Sky Deutschland AG	2015	Squeeze-out	2,6
Vattenfall AG	2010	Squeeze-out	2,5
Conwert Immobilien Invest SE	2017	Squeeze-out	2,3
STRABAG AG	2017	Squeeze-out	1,6
Sonstiges			18,3
Summe der Nachbesserungsrechte			103,8

Quelle: Scherzer, FMR

Durch bisher abgeschlossene Projekte mit Nachbesserungsrechten konnte Scherzer ihre Position als Experte im Bereich Sondersituationen beweisen. Zudem besteht eine enge Zusammenarbeit mit der 41,5% Beteiligung der RM Rheiner Management, einem Spezialisten für Investitionen in Sondersituationen.

Kooperation mit Spezialist für Sondersituation Rheiner Management

Historische Entwicklung der Nachbesserungsrechte



Quelle: Scherzer, FMR

Anleihen und Optionen

Neben den oben erwähnten Aktien bindet sich in Scherzers Portfolio zudem ein Volumen von etwa 1,4 Mio. EUR in Unternehmensanleihen (GK Software AG 2017/22 und Nordex AG 2018/23). Gesamtrendite von ca. 4,25% über das gesamte Rentenportfolio.

Grundsätzlich verfolgt die Scherzer & Co. AG einen opportunistischen Investmentansatz. Hierbei wird auch mit Optionen gearbeitet (aktuell gehaltene Position bei ca. 3,5 Mio. EUR). Sowohl der Optionskauf als auch Stillhaltergeschäfte werden mit dem Ziel der Teilsicherung von Investments bzw. zwecks Erhöhung der Rendite des Portfolios durchgeführt; zusätzlich dienen Verkaufsoptionen auf Aktienindizes oder Einzelaktien der Teilsicherung des Portfolios.

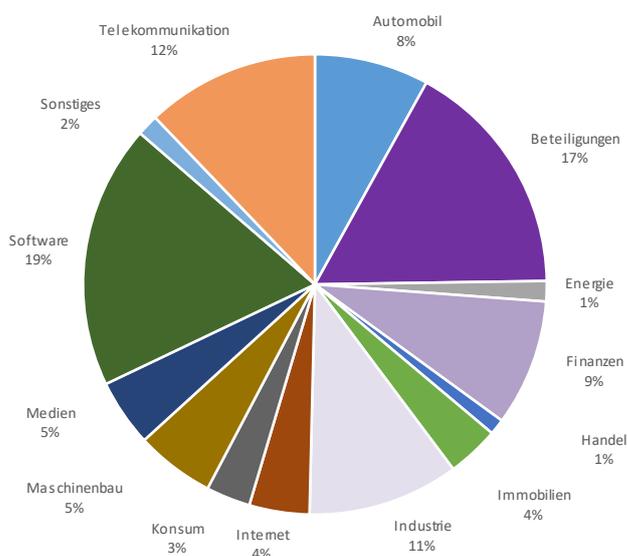
Optionskauf und Stillhaltergeschäfte zur Renditeerhöhung und Absicherung

Investitionen der Industrie

Der größte Sektor, Software, macht 19% des Gesamtportfolios aus, gefolgt von Beteiligungsunternehmen mit 17% und Telekommunikationsunternehmen mit 12%. Das folgende Kreisdiagramm veranschaulicht die Investition nach Industrie zum 31. Dezember 2017.

Scherzer hat keinen Branchenfokus

Beteiligungen nach Branche Dezember 2017



Quelle: Scherzer, FMR, sortiert in alphabetischer Reihenfolge

Im Folgenden werden einige Unternehmen des Beteiligungsportfolios vorgestellt:

Linde AG

Die Linde Group ist mit einem Umsatz von 17,1 Mrd. EUR (2017) eines der führenden Gase- und Engineering-Unternehmen der Welt. Im Juni 2017 wurde mit Praxair (US) ein „Business Combination Agreement“ geschlossen. Nachdem im April 2018 ein Squeeze-out im Zuge der Umwandlung beschlossen wurde, veröffentlichte Linde ein erstes Angebot von 188,24 EUR pro Aktie und erhöhte dieses am 10.12.2018 auf 189,46 EUR. Dieser Squeeze-out wird in der außerordentlichen Hauptversammlung am 12.12.2018 so beschlossen. Scherzer

Linde: Angebot liegt bei knapp 190 EUR

kauft seit Dezember weiter zu, sodass Linde (als sicherheitsorientiertes Investment gehalten) nun auf Platz 1 im Portfolio (15,15% Portfolioanteil) steht. Wir erwarten im Jahr 2019 eine Andienung der gehaltenen Stücke. Der Aktienkurs der Linde AG kam von 160 EUR und verläuft seit Oktober 2018 seitwärts bei 194 EUR.

GK Software

Die GK Software tritt als Softwarepartner für den Einzelhandel mit 1,139 Mitarbeitern, über 25 Jahren Erfahrung und 279.000 Installationen in über 50 Ländern auf. Dabei werden (auch) große, international führende Retailer wie Galeria Kaufhof, Douglas oder Coop (Schweiz) bedient. Forrester Research hat die von GK Software entwickelte und von SAP unter dem Namen "SAP Omnichannel POS by GK" weltweit vertriebene Software für Einzelhandelsunternehmen im aktuellen Report (The Forrester Wave: Point of Service, Q3 2018) als Leader bewertet.

Durch die Zusammenarbeit und das Engagement von SAP im Unternehmen wird eine M&A Phantasie gespielt. Hierbei müssen eventuell die Gründer ihre Aktien verkaufen.

Februar 2019 war die GK Software (Akte und Anleihe) die zweitgrößte Position in Scherzers Portfolio (sie hält 7,26% an GK bei 10,32% im Portfolio).

GK Software berichtete am 27.01.2019 vorläufige Zahlen; Rekordumsatz von 103-106 Mio. EUR (Vorjahr 90,5 Mio. EUR), allerdings führten Investitionen in das Produktportfolio in Höhe von 14 Mio. EUR EBITDA von 4-7 Mio. EUR im Kernsegment (2017 = 8,8 Mio. EUR). Der Aktienkurs der GK Software AG schwankte in den vergangenen 52 Wochen zwischen 116 und 62 EUR.

Freenet AG

Die freenet AG ist ein netzunabhängiger Mobilfunk-Service-Provider in Deutschland mit ca. 12 Mio. Kunden und einem Marktanteil von ca. 12 Prozent. Neben dem Mobilfunk ist das Unternehmen im Bereich TV und Medien tätig. Das Segment Mobilfunk umfasst Kommunikationsaktivitäten, aber auch die internetbasierten mobilen Anwendungen wie die digitalen Lifestyle-Produkte. Das Segment TV und Medien umfasst alle Dienstleistungsbeziehungen zu IPTV, die Planung, das Projektmanagement und den Aufbau, den Betrieb, den Service und die Vermarktung von senderbezogenen Lösungen für Geschäftskunden im Radio- und Medienbereich sowie DVB-t2-Dienste an Endkunden. Der Aktienkurs der Freenet AG schwankte in den vergangenen 52 Wochen zwischen 26 und 16 EUR und liegt aktuell bei 19 EUR.

Lotto24 AG

Die Lotto24 AG ist der führende deutsche Anbieter staatlicher Lotterien im Internet (Lotto24.de), darunter Lotto 6aus49, Spiel 77, Super 6, EuroJackpot, Glücksspirale, Lottoclubs, Keno und Deutsche Fernsehlotterie. Aufgrund starker Jackpot Entwicklungen in 2018 musste Lotto24 mehrfach die Guidance erhöhen und die Aktie entwickelte sich im Verlauf von 2018 positiv.

**GK Übernahme durch SAP?
Verkaufen die Gründer?**

**GK Software mit
Rekordumsatz in 2018**

**Erwartete Dividende bei
1,65 EUR – ca. 0,4 Mio. EUR
für Scherzer**

**Übernahmekandidat, gezahlt
wird in Zeal-Aktien**

Am 19.11.2018 kündigte die Zeal Network SE die Übernahme von Lotto24 an. Für 1,6 Lotto24-Aktien soll es eine Zeal Aktie im Tausch geben. Da bereits 65% der Altaktionäre mit Zeal die Vereinbarung getroffen hatten, konnte am 24.12.2018 ein „Business Combination Agreement“ zwischen Zeal und Lotto24 unterschrieben werden. Das Umtauschverhältnis liegt bei 1,604.

Scherzer ist mit 0,63% an Lotto24 beteiligt, einem Gegenwert von ca. 2,1 Mio. EUR. Der Aktienkurs kam in den letzten 12 Monaten von 11 EUR auf über 16 EUR und liegt aktuell dazwischen mit 13 EUR.

Mobotix AG

Die MOBOTIX AG entwickelt, produziert und vermarktet hochauflösende Internet-Protokollkameras. Scherzer hält 2,89% (ca. 3,3 Mio. EUR) der Anteile (Chance) und ist nach Konica Minolta (65% der Anteile) zweitgrößter Aktionär. Im März 2018 wurde bekannt, dass Konica eine strategische Partnerschaft mit Mobotix einging und speziell für Mobotix Technologie geschultes Vertriebspersonal aufbaut. Darüber hinaus sind weitere gemeinsame Technologieentwicklungen geplant.

Der Aktienkurs bewegte sich in den letzten 12 Monaten zwischen 10,50 und 7,60 EUR.

AG für die Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur

Untern den TOP 10 Positionen auf Platz 8 mit 3,21% des Portfoliowertes befindet sich diese AG. Als teuerste Aktie der Schweiz (Kurs bei ca.100.000 SFR), bei sehr geringer Liquidität (1.200 Aktien, Scherzer hält 25) und kaum öffentlich zugänglichen Informationen (keine Website, Veröffentlichungen nur über wenige Kanäle) sehen wir diese Beteiligung als spekulativ. Die Gesellschaft hat einen Wohnungsbestand von etwa 882 Einheiten, optimiert und erweitert kontinuierlich den Bestand.

Der Aktienkurs bewegte sich in den letzten 52 Wochen zwischen 138.000 und 105.000 SFR.

**Teuerste Schweizer Aktie –
alleine aufgrund der Liquidität
eine Sondersituation**

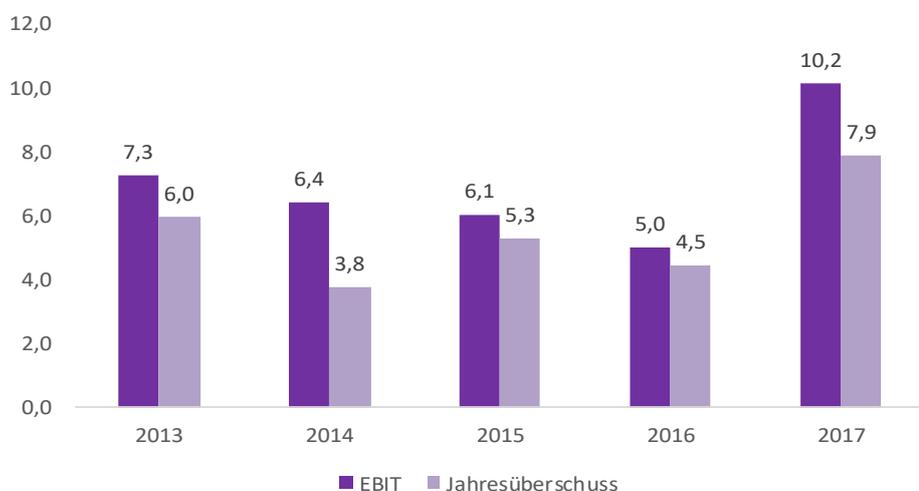
Finanzkennzahlen

Historische Entwicklung

Das EBIT entwickelte sich von 7,3 Mio. EUR EBIT in 2013 rückläufig, vor allem durch rückläufige Nettoerlöse aus Finanzinstrumenten, bevor es nach einem Rekordjahr in 2017 auf 10,2 Mio. EUR anstieg. Ein ähnliches Bild ergibt sich beim Jahresüberschuss: Dieser entwickelte sich parallel zum EBIT (Ausnahme 2014 durch niedrige Zuschreibungen auf Wertpapiere mit 0,01 Mio. EUR) mit einem Rekordwert von 7,9 Mio. EUR in 2017.

Rekordjahr 2017 mit 7,3 Mio. EUR EBIT

Entwicklung von EBIT und Jahresüberschuss in Mio. EUR

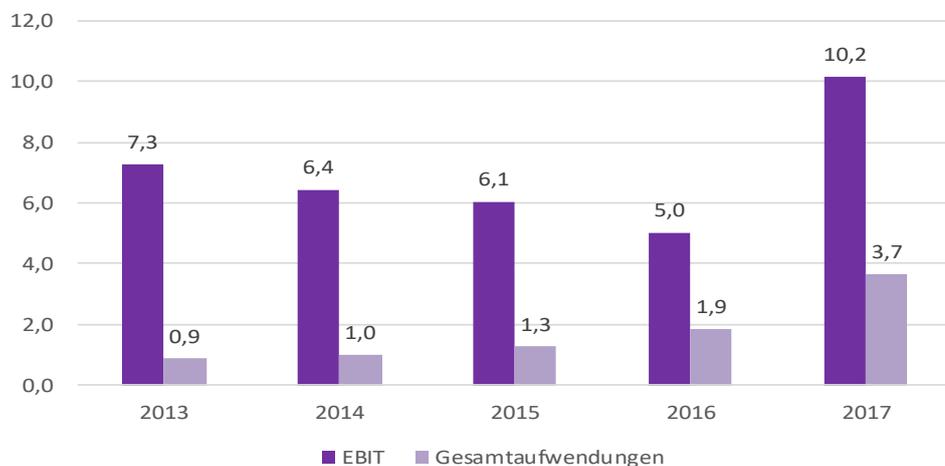


Quelle: Scherzer, FMR

Die Gesamtaufwendungen für die Jahre 2013-17 stiegen, v.a. aufgrund gestiegener Personalkosten von 0,5 Mio. EUR 2013 bis 2,7 Mio. EUR in 2017. In 2017 bekamen die Vorstände aufgrund des guten Ergebnisses für Scherzer jeweils entsprechende Bonuszahlungen in Höhe von etwa 1,8 Mio. EUR

Bonuszahlungen treiben Personalkosten in 2017

Operative Kosten von 2013 – 2017 in Mio. EUR



Quelle: Scherzer, FMR

(Vorläufige) GuV Zahlen 2018

Nachdem zum Halbjahr 2018 die GuV im Vergleich zu H1-17 durchweg höhere Earnings aufwies, welche auf 0,7 Mio. EUR weniger Personalkosten zurückzuführen sind, spiegeln die am 31. Januar veröffentlichten vorläufigen Geschäftszahlen für das Gesamtjahr 2018 deutlich das am Markt schwache H2-18 wider: Das EBIT fiel im Vergleich zu 2017 um 91% auf 0,9 Mio. EUR (2017: 10,2 Mio. EUR), der Portfoliowert unter Berücksichtigung der Verbindlichkeiten (ohne Nachbesserungsrechte und evtl. anfallender Steuern) verringerte sich um 12% YoY (inkl. der Dividendenausschüttung von 0,10 EUR in 2018). Wir sehen diesen Einbruch durch den schwachen Markt in H2-18 verursacht und nur als vorübergehende Erscheinung. Aufgrund des niedrigen Ergebnisses erwarten wir keine Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2018.

**H2 2018 negativ mit
Gesamtmarkt; keine
Dividende**

Gewinn und Verlustrechnung H1-2017 bis H1-2018 mit vorl. Zahlen für GJ 2018

HGB	EUR Mio.	H1-2017	2017A	H1-2018	2018E
Nettoerlöse aus Wertpapieren		6,6	12,9	6,5	
Wachstum YoY		334,8%	115,2%	-1,3%	
Personalaufwand in % des Umsatzes		-1,22 -18,3%	-2,69 -20,8%	-0,71 -10,8%	
Sonstige betriebliche Erlöse in % des Umsatzes		0,86 13,0%	0,94 7,3%	0,89 13,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen in % des Umsatzes		-0,43 -6,5%	-0,98 -7,6%	-0,39 -5,9%	
EBITDA		5,85	10,17	6,34	
in % des Umsatzes		88,2%	78,9%	96,9%	
Abschreibungen		0,00 -0,1%	-0,01 -0,1%	0,00 -0,1%	
EBIT		5,84	10,16	6,34	0,91
in % des Umsatzes		88,1%	78,8%	96,9%	38,3%
Netto Finanzergebnis in % des Umsatzes		-1,27 -19,2%	-2,21 -17,2%	-1,03 -15,7%	-0,30 -12,9%
EBT		4,57	7,94	5,31	0,60
in % des Umsatzes		68,9%	61,7%	81,2%	25,5%
Steuern in % des EBT		0,14 3,1%	-0,03 -0,4%	-0,02 -0,4%	
Jahresüberschuss		4,71	7,90	5,29	
EPS		0,16	0,26	0,18	

Quelle: Scherzer, FMR, 2018: vorläufig veröffentlichte Zahlen

Bilanz H1-2018

Zwischen dem 31.12.2017 und 30.06.18 blieb das Anlagevermögen auf fast gleichem Niveau mit 37,2 Mio. EUR (gegenüber 36,2 Mio. EUR). Beim Umlaufvermögen änderte sich das Volumen der kurzfristig gehaltenen Wertpapiere und stieg von 47,4 Mio. EUR auf 58,2 Mio. EUR an. Diesen Anstieg führen wir u.a. auf den Aufbau einer größeren Position in Linde zurück.

Auf der Passivseite erhöhten sich durch das gute H1-18 Gewinnrücklagen und Bilanzgewinn von 17,9 Mio. EUR auf 18,9 Mio. EUR bzw. 4,0 Mio. EUR auf 5,3 Mio. EUR.

Die Verbindlichkeiten bei Kreditinstituten stiegen um 6,4 Mio. EUR auf 31,6 Mio. EUR. Somit war Scherzer zu ca. 30% mit Fremdkapital finanziert und liegt damit im Rahmen der üblichen Verschuldung (Durchschnittliche Verschuldung zwischen 2014-2017 bei ca. 32%).

Bilanz H1-2017 bis H1-2018

	HGB	EUR Mio.	H1-2017	2017A	H1-2018
Sonstiges Anlagevermögen			2,4	2,4	2,6
Wertpapiere des Anlagevermögens			33,8	33,8	34,6
in % der Bilanzsumme			24,6%	37,6%	34,5%
Anlagevermögen			36,2	36,2	37,2
in % der Bilanzsumme			26,4%	40,3%	37,1%
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände			5,1	5,1	3,6
Wertpapiere des Umlaufvermögens			47,4	47,4	58,2
in % der Bilanzsumme			34,5%	52,8%	58,1%
Kasse			48,4	1,1	1,3
Umlaufvermögen			100,9	53,5	63,0
in % der Bilanzsumme			73,6%	59,7%	62,9%
Rechnungsabgrenzungsposten			0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme			137,1	89,7	100,2
Gezeichnetes Kapital			29,9	29,9	29,9
Sonstiges Eigenkapital			30,7	30,7	33,0
Minderheiten			0,0	0,0	0,0
Eigenkapital			60,6	60,6	62,9
in % der Bilanzsumme			67,5%	67,5%	62,5%
Rückstellungen			3,9	3,9	3,0
Finanzverbindlichkeiten			25,1	25,1	31,6
Andere Verbindlichkeiten			0,1	0,1	2,8
Verbindlichkeiten und Rückstellungen			29,2	29,1	37,7
in % der Bilanzsumme			32,5%	32,5%	37,5%
Bilanzsumme			89,7	89,7	100,6

Quelle: Scherzer, FMR, 2018: vorläufig veröffentlichte Zahlen

Mittelfristiger Ausblick

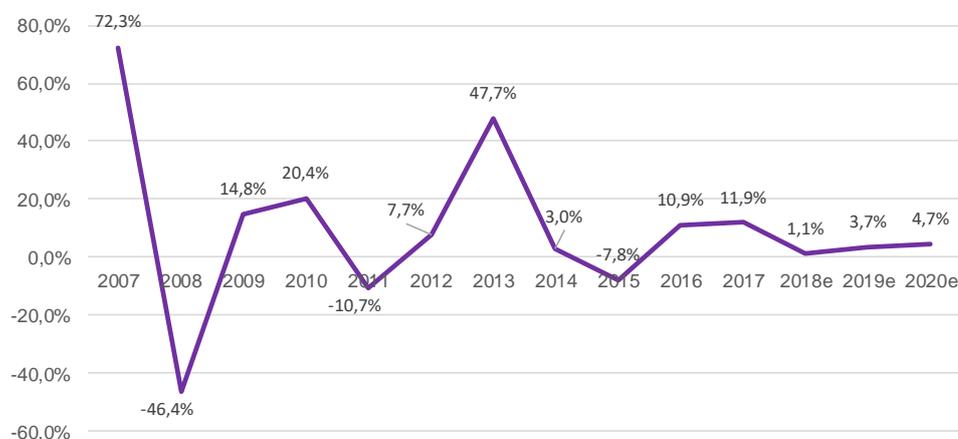
Wir gehen davon aus, dass Scherzer ihre Strategie des Stockpickings in Zukunft weiter erfolgreich umsetzen kann und das bestehende Portfolio im Hinblick auf Sicherheit- und Chance-Werte ausbaut.

In der Vergangenheit weist der Buchwert der gehaltenen Anlagen (Anlage- und Umlaufvermögen) eine große Volatilität auf; das jährliche Wachstum des Buchwertes der gehaltenen Wertpapiere lag zwischen 2006 und 2017 in einem Intervall von -46% bis +72%. Für die Jahre 2018e-2020e erwarten wir moderates Wachstum von 1,1%, 3,7% und 4,7%.

Erfolg durch Stockpicking

CAGR2018e-20e von 3,2%

YoY Veränderung des Buchwertes der Wertpapiere 2006-2020e in %



Quelle: Scherzer, FMR

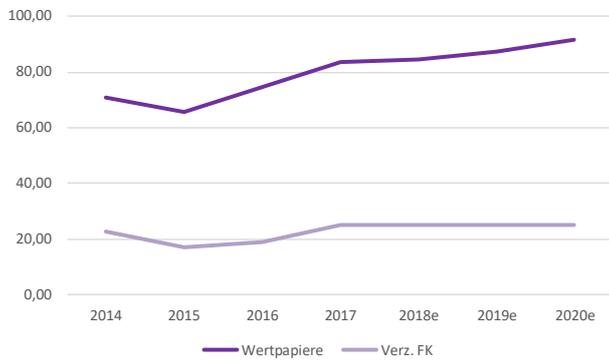
Die von uns erwartete Entwicklung führt zu einem Buchwert der Vermögenswerte mit 85 Mio. EUR in 2019e und 89 Mio. EUR in 2020e, das aufgenommene Fremdkapital zur Finanzierung lassen wir unverändert. Wir stützen diese Annahme auf Umschichtungen im Portfolio, bspw. von Linde Aktien, welche voraussichtlich Mitte 2019 angedient werden dürften. Bei der aktuellen Positionsgröße von ca. 12 Mio. EUR bietet dies Liquidität für neue Investitionen.

Andienung u.a. von Linde in 2019e verschafft Liquidität ohne weiteren FK-Bedarf

Aus den gehaltenen Finanzinstrumenten erwarten wir für 2019e-20e netto Erträge von 7,3% und 7,1% (historische Rendite auf den Buchwert der Aktien: 7,3%), also 6,2 bzw. 6,4 Mio. EUR. Die operativen Kosten bewegen sich in unserem Modell in Höhe von 2,4 Mio. EUR p.a. Weiterhin schätzen wir, dass die getätigten Wertpapierinvestitionen zusätzlich Erträge (überwiegend Dividenden) von durchschnittlich 2,2% in den kommenden Jahren generieren.

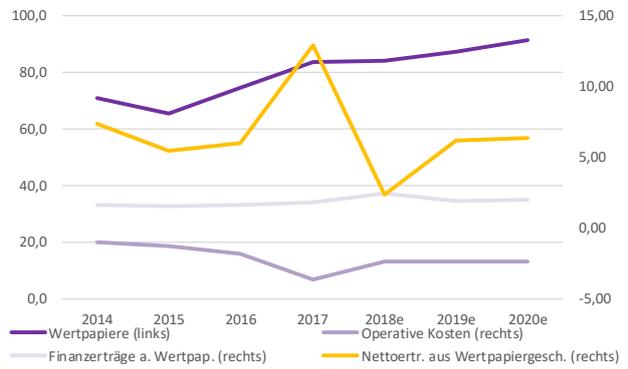
Ertragserwartung von Finanzinstrumenten liegt für 2019e-20e bei 7,2%

Wertpapiere und verzinsliches FK in Mio. EUR



Quelle: Scherzer, FMR

Finanzanlagen, Erträge und op. Aufwand in Mio. EUR



Quelle: Scherzer, FMR

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung

HGB; in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoerlöse aus Wertpapieren	5,4	6,0	12,9	2,4	6,2	6,4
Wachstum YoY	-25,9%	9,9%	115,2%	-81,7%	162,6%	2,4%
Personalaufwand	-0,78	-1,28	-2,69	-1,40	-1,47	-1,50
in % des Umsatzes	-14,3%	-21,3%	-20,8%	-59,2%	-23,7%	-23,7%
Sonst. betr. Erlöse	1,87	0,91	0,94	0,89	0,00	0,00
in % des Umsatzes	34,3%	15,2%	7,3%	37,8%	0,0%	0,0%
Sonst. betr. Aufwendungen	-0,48	-0,58	-0,98	-0,95	-0,90	-0,90
in % des Umsatzes	-8,7%	-9,7%	-7,6%	-40,0%	-14,5%	-14,2%
EBITDA	6,06	5,04	10,17	0,91	3,84	3,95
in % des Umsatzes	111,3%	84,1%	78,9%	38,6%	61,8%	62,1%
Abschreibungen	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,03	-0,04
in % des Umsatzes	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,5%	-0,6%
EBIT	6,05	5,03	10,16	0,91	3,80	3,91
in % des Umsatzes	111,1%	84,0%	78,8%	38,3%	61,3%	61,5%
Netto Finanzergebnis	0,65	-0,29	-2,21	-0,30	1,59	1,69
in % des Umsatzes	11,9%	-4,8%	-17,2%	-12,9%	25,6%	26,5%
EBT	6,70	4,74	7,94	0,60	5,39	5,59
in % des Umsatzes	123,0%	79,2%	61,7%	25,5%	86,9%	88,1%
Steuern	-1,38	-0,28	-0,03	-0,03	-0,27	-0,28
in % des EBT	-20,6%	-5,8%	-0,4%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Jahresüberschuss	5,32	4,47	7,90	0,57	5,12	5,31
Minderheiten	0	0	0	0	0	0
Aktien (in Mio.)	29,94	29,94	29,94	29,94	29,94	29,94
EPS in EUR	0,18	0,15	0,26	0,02	0,17	0,18

Quelle: Scherzer, FMR

Bilanz

HGB, in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Aktiva						
Anlagevermögen	31,7	44,5	36,2	36,4	37,4	39,4
in % der Bilanzsumme	45,3%	58,7%	40,3%	41,8%	40,6%	40,4%
Finanzanlagen	31,7	42,4	33,8	34,0	35,0	37,0
in % der Bilanzsumme	45,2%	55,9%	37,6%	39,0%	37,9%	37,9%
Sonst. Anlagevermögen	0,1	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4
Umlaufvermögen						
Umlaufvermögen	38,3	31,3	53,5	50,7	54,8	58,2
in % der Bilanzsumme	54,7%	41,3%	59,7%	58,2%	59,4%	59,6%
Sonst. Forderungen und Vermögen	2,8	0,9	5,1	0,9	0,9	0,9
in % der Bilanzsumme	33,7	30,1	47,4	48,0	50,0	52,0
Kasse	48,1%	39,7%	52,8%	55,1%	54,2%	53,3%
	1,8	0,2	1,1	1,8	4,0	5,3
Bilanzsumme	70,1	75,9	89,7	87,1	92,3	97,6
Passiva						
Eigenkapital	51,2	54,2	60,6	58,2	63,3	68,6
in % der Bilanzsumme	73,1%	71,4%	67,5%	66,8%	68,6%	70,3%
Gezeichnetes Kapital	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Sonst. Eigenkapital	21,3	24,3	30,7	28,2	33,4	38,7
Verbindlichkeiten und Rückstellung						
Verbindlichkeiten und Rückstellung	18,8	21,7	29,1	29,0	29,0	29,0
in % der Bilanzsumme	26,9%	28,6%	32,5%	33,2%	31,4%	29,7%
Rückstellungen	1,5	2,8	3,9	3,9	3,9	3,9
Finanzverbindlichkeiten	17,2	18,8	25,1	25,0	25,0	25,0
Sonst. Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme	70,1	75,9	89,7	87,1	92,3	97,6

Quelle: Scherzer, FMR

Cash-Flow Rechnung

HGB, in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresergebnis	5,3	4,5	7,9	0,6	5,1	5,3
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger OCF (inkl. nicht-zahlungswirksame)	0,1	1,4	3,8	9,0	11,9	11,9
Veränderung im Working Capital	-4,2	-0,6	-8,8	1,6	2,5	2,5
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	3,0	6,0	5,6	7,2	5,2	5,3
CAPEX	11,1	-7,3	-25,1	-43,3	49,1	45,1
Veränderung in Konsolidierung, Netto-Effekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	5,6	-9,2	-8,9	-0,9	-3,0	-4,0
Veränderung der Finanzschulden	-5,5	1,6	6,3	-0,1	0,0	0,0
Dividenden	-1,5	-1,5	-1,5	-3,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Positionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-7,0	0,1	4,8	-3,1	0,0	0,0
Veränderung des Finanzmittelbestandes	1,5	-3,1	1,5	3,3	2,2	1,4
Wechselkurse und sonstige Veränderungen	1,8	1,8	0,4	-2,6	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am 01.01.	0,4	1,8	0,2	1,1	1,8	4,0
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	1,8	0,2	1,1	1,8	4,0	5,3

Quelle: Scherzer, FMR

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 85 WpHG, der EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) sowie der Delegierten Verordnung 2016/958 und der Delegierten Verordnung 2017/565 einschließlich Informationen über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), den/die Ersteller und die zuständige 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 und reflektieren die Meinung des jeweiligen Verfassers. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG für Schäden gleich welcher Art, und die FMR Frankfurt Main Research AG haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die FMR Frankfurt Main Research AG keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die FMR Frankfurt Main Research AG, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet die FMR Frankfurt Main Research AG für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt.

Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Unsere Informationen und Empfehlungen in dieser Studie stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Erstellung und Aushändigung dieser Studie werden wir gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Diese Studie ersetzt keinesfalls eine Anlageberatung.

Die Einschätzungen, insbesondere Prognosen und Kurserwartungen, können möglicherweise nicht erreicht werden. Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der FMR Frankfurt Main Research AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

2. Pflichtangaben

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 19.03.2019,
- 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

- a) Weder die FMR Frankfurt Main Research AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person
 - (i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;
 - (ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;
 - (iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen;

(iv.) 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;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandanten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Scherzer & Co. AG	-

b) Die FMR Frankfurt Main Research AG hat mit der Oddo Seydler Bank AG einen Kooperationsvertrag geschlossen, auf dessen Grundlage sie diese Finanzanalyse erstellt. Die Oddo Seydler Bank AG wiederum handelt im Auftrag der Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

Weder die Oddo Seydler Bank AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

(i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;

(ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;

(iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen:

(iv.) 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;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Scherzer & Co. AG	iii, vi

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

FMR Frankfurt Main Research AG

Sitz: Frankfurt am Main; HRB 113537, Amtsgericht Frankfurt am Main; Vorstand: Marcus Silbe

b) Ersteller

Felix Lutz, Analyst

c) Diese Studie darf ausschließlich für eigene interne Zwecke des Adressaten innerhalb des EWR oder der Schweiz genutzt werden.

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 absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.

Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der 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 bestehen deutliche Risiken, 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, sowie der 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

Wie haben die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die wir grundsätzlich als zuverlässig einschätzen. Wir haben aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend können wir die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen nicht gewährleisten oder zusichern. In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. Factset, Bloomberg u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. BörsenZeitung, FAZ, Handelsblatt, Wallstreet Journal u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

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 Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz 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.

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

Mitarbeiter der FMR Frankfurt Main Research AG, 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 § 80 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Die Analysten der FMR Frankfurt Main Research AG beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften der FMR Frankfurt Main Research AG.

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