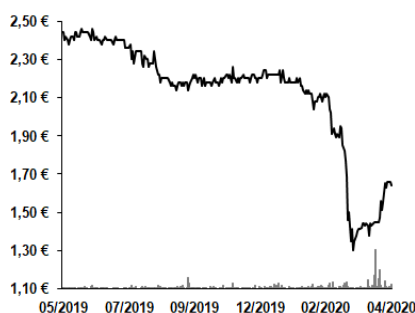


Akt. Kurs (30.04.2020, 17:36, Xetra): 1,64 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **1,90 (2,25) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	2,46 €	1,24 €
Aktueller Kurs:	1,64 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	49,1 Mio. €	



Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
Ges.erl.	12,4	4,6	6,6	8,8
<i>bisher</i>	---	6,8	8,5	---
Erg. v. St.	0,7	-2,3	-1,9	4,0
<i>bisher</i>	---	1,2	3,6	---
Jahresüb.	-0,9	-2,3	-1,9	4,0
<i>bisher</i>	---	0,8	3,6	---
Erg./Aktie	-0,03	-0,08	-0,06	0,13
<i>bisher</i>	---	0,03	0,12	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	0,05	---
KGV	neg.	neg.	neg.	12,4
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Kurzportrait

Die im Börsensegment Scale gelistete Scherzer & Co. AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihr Vermögen in börsengehandelte Aktien, Anleihen oder sonstige verbrieft Wertpapiere investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Pakete an der Allerthal-Werke AG (rd. 20%), der independent capital AG (22,5%), der RM Rheiner Management AG (41,5%), der Smart Equity AG (44,4%), der HORUS AG (81,0%) sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH (100%), welche den Fonds Do-RM Special Situations Total Return I berät.

Anlagekriterien

Kapitalmarkttag in Köln

Wie im Vorjahr hat Scherzer auch im Dezember 2019 wieder zu einem Kapitalmarkttag nach Köln eingeladen. Einen Themenschwerpunkt bildeten dabei die Investmentopportunitäten, die sich durch den Strukturwandel im deutschen Telekommunikationsmarkt ergeben. Generell ist davon auszugehen, dass durch die zunehmende Nutzung von datenintensiven Anwendungen wie z. B. Streaming-Diensten sowie die wachsende Vernetzung im Bereich IoT (Internet of Things) und Smart Cities die Netzanforderungen hinsichtlich Datenvolumina und -übertragungsraten weiterhin steigen werden.

Aus Sicht des Scherzer-Teams ist dabei die Erreichung eines nahtlosen Übergangs zwischen WIFI und Mobilfunk nur eine Zeitfrage, wobei der neue Mobilfunkstandard 5G diesen Prozess vorantreiben könnte. Zudem kommt durch den Eintritt von 1&1 Drillisch als viertem Netzbetreiber Bewegung in den deutschen Mobilfunkmarkt. Allerdings sind mit dem erforderlichen Netzausbau auch hohe Investitionen verbunden, so dass bei den börsennotierten Gesellschaften der Branche in den nächsten Jahren Dividendenkürzungen denkbar sind.

Die freenet AG bildet seit geraumer Zeit eine der größten Positionen im Scherzer-Portfolio (siehe auch Übersicht auf Seite 4). Im Geschäftsjahr 2019 stieg der Umsatz leicht auf 2,93 (Vj. 2,90) Mrd. Euro. Das EBITDA lag bei 426,8 (441,2) Mio. Euro, bereinigt um Sondereffekte hielt es sich stabil. Angesichts eines Free Cashflow von 249,0 (263,8) Mio. Euro soll aus dem Ergebnis nach Steuern und Drittanteilen von 190,9 (223,1) Mio. Euro bzw. 1,49 (1,74) Euro je Aktie eine unveränderte Dividende von 1,65 Euro gezahlt werden.

Dabei bewegte sich der werthaltige Postpaid-Kundenbestand zum Jahresende mit 6,9 (6,9) Millionen Nutzern ebenso wie der Postpaid-ARPU ohne Hardware mit 18,7 (19,0) Euro auf einem stabilen Niveau. Die Anzahl der umsatzgenerierenden Kunden von freenet TV kletterte leicht auf 1,02 (1,01) Millionen Adressen. Das IPTV-Produkt waipu.tv konnte mit knapp 0,41 Millionen registrierten Nutzern das Jahresziel von 0,35 Millionen Kunden deutlich übertreffen. Von der mit dem Markteintritt der 1&1 Drillisch AG verbundenen Wettbewerbsbelebung sollte freenet zukünftig profitieren können.

Zudem hat sich Scherzer auch bei 1&1 Drillisch engagiert. Dort entwickelte sich das operative Geschäft ohne Berücksichtigung diverser Sondereffekte im Geschäftsjahr 2019 positiv. Allerdings musste die EBITDA-Guidance auf Basis eines abschlägigen Schiedsgutachtens in einem Preisanpassungsverfahren Ende Oktober um 85 Mio. Euro gesenkt werden. 1&1 Drillisch hat eine Schiedsklage zur Ersetzung des Schiedsgutachtens eingereicht. Zwei weitere Preisanpassungsverfahren sind noch anhängig.

Darüber hinaus wurde im Dezember aufgrund eines Verstoßes gegen die Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) eine Geldbuße von 9,6 Mio. Euro gegen die Gesellschaft verhängt, wogegen diese Rechtsmittel einlegen will. Derzeit gehen die Meinungen zur 1&1-Drillisch-Aktie auseinander, was sich auch in den aktuellen Kurszielen von 15 bis 45 Euro widerspiegelt. Deshalb hat Scherzer hier nur eine vergleichsweise geringe Position aufgebaut.

Fallbeispiele „Schweizer Aktien“

Bekanntlich engagiert sich Scherzer seit einigen Jahren auch im Schweizer Aktienmarkt (siehe hierzu auch unser Research vom 08.01.2018). Im Rahmen des Kapitalmarkttagess stellte das Team um Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth den Teilnehmern nun auch wieder zwei Engagements bei eidgenössischen Aktiengesellschaften näher vor.

Am ersten Unternehmen, der Weleda AG, hält Scherzer seit Mitte 2017 Partizipationsscheine (PS), zuletzt im Volumen von 3,66 Prozent des kombinierten Aktien- und PS-Kapitals. Weleda ist der weltweit führende Hersteller von Naturkosmetik und anthroposophischen Arzneimitteln und gilt nicht zuletzt aufgrund der anthroposophisch inspirierten Unternehmensphilosophie als etablierte, vertrauenswürdige Marke. Neben dem Hauptsitz in Arlesheim bei Basel bestehen Produktionsstandorte im französischen Hüningen sowie in Schwäbisch Gmünd bei Stuttgart, wobei bei der letztgenannten Niederlassung in den nächsten Jahren hohe Modernisierungs- und Erweiterungsinvestitionen anstehen.

Nach vorläufigen Eckdaten erzielte Weleda im Geschäftsjahr 2019 ein Umsatzwachstum von 4,1 Prozent auf 429,3 (Vj. 412,3) Mio. Euro. Dabei entfielen rund 76 (74) Prozent der Konzern Erlöse auf das Hauptgeschäftsfeld Naturkosmetik, das um 6,3 Prozent zulegte. Dagegen gingen die Umsätze bei den Arzneimitteln leicht um 2,3 Prozent zurück. Die Netto-Cash-Position erhöhte sich zum Bilanzstichtag deutlich von 35,8 auf 47,7 Mio. Euro. Nach dem erfolgreichen Start in den Niederlanden wird in diesem Jahr auch in Deutschland das neue Konzept der Weleda City Spas eingeführt.

Aufgrund einer komplexen Kapitalstruktur mit einer sehr rigiden Eintragungspraxis bei den Namensaktien sowie Namens-PS ohne Stimmrecht führt der Titel ein Schattendasein am Kapitalmarkt und wird lediglich außerbörslich auf OTC-X (www.otc-x.ch) gehandelt. Daraus resultierend ist der PS auf Basis der 2018er-Zahlen gemäß Scherzer-Berechnung aktuell mit einem KGV von gut 7,1 und einem KBV von 0,78 günstig bewertet.

Das zweite Fallbeispiel betraf die Biella-Neher Holding AG. Die Mehrheit an dieser Gesellschaft, an der Scherzer seinerzeit beteiligt war, wurde im Frühjahr 2019 durch die französische Exacompta SAS von den drei bisherigen Ankeraktionären erworben. Zudem wurde den freien Anteilseignern ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet. Im Rahmen der Transaktion war jedoch keine Übernahme der nicht mehr operativ tätigen Gesellschaften in Polen und Ungarn einschließlich der zugehörigen Immobilien beabsichtigt. Daher wurden diese Firmen inklusive deren Assets von der zu diesem Zweck gegründete POLUN Holding AG ausgekauft.

Die Kaufpreisfinanzierung erfolgte über die Ausgabe von 8.300 POLUN-Aktien zu je 100 CHF sowie ein Aktionärsdarlehen in Höhe von umgerechnet 520 CHF je Aktie. Der Verkaufserlös kam den Biella-Anteilseignern zugute, welche sich zu gleichen Konditionen wie die vormaligen Biella-Ankeraktionäre an POLUN beteiligen konnten. Mit der EGS Beteiligungen AG und der nebag AG halten nun zwei renommierte ehemalige Biella-Ankeraktionäre die Mehrheit an POLUN, wobei man die nebag als Schweizer Pendant zu Scherzer einstufen kann.

Auf die Scherzer & Co. AG entfallen rund 12 Prozent des Grundkapitals der POLUN Holding AG. Insbesondere hinsichtlich einer möglichen Veräußerung oder anderweitigen Nutzungszuführung der nicht mehr betriebsnotwendigen Liegenschaften in Polen und Ungarn sieht Scherzer hier Fantasie für die außerbörslich bei der Lienhardt & Partner Privatbank Zürich AG (www.lienhardt.ch) gehandelte POLUN-Aktie.

NAV in 2019 stabil gehalten

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 erwirtschaftete Scherzer saldierte Kursgewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren von 2,02 (Vj. 6,59) Mio. Euro. Nennenswerte positive Ergebnisbeiträge entfielen dabei auf Sachenmilch (0,46 Mio. Euro), innogy (0,39 Mio. Euro), GK Software (0,34 Mio. Euro) sowie die oben erwähnte Biella-Neher Holding (0,28 Mio. Euro). Größere Verluste wurden hingegen realisiert bei Aixtron (0,37 Mio. Euro) und Linde (0,40 Mio. Euro, nähere Einzelheiten s.u.).

Im Bereich der Nachbesserungsrechte konnten aus der Beendigung eines Spruchstellenverfahrens sowie aus einer freiwilligen Vorabzahlung in einem weiteren Verfahren Erträge von insgesamt 0,09 (0,11) Mio. Euro vereinnahmt werden. Ein drittes Verfahren endete ohne positiven Ergebnisbeitrag. Abgängen im Portfolio der Nachbesserungsrechte von 0,57 Mio. Euro standen Zugänge im Umfang von 22,80 Mio. Euro gegenüber, die weitestgehend auf Linde entfielen (Einzelheiten s.u.).

Zudem wurden Dividendenerträge von 1,64 (2,59) Mio. Euro vereinnahmt. Beim Ergebnis aus Stillhaltergeschäften musste Scherzer hingegen einen kräftigen Verlust von 1,02 Mio. Euro hinnehmen. Im Vorjahr war hier noch ein satter Gewinn von 2,71 Mio. Euro generiert worden. Dabei dürfte in 2019 vor allem die an die DAX-Entwicklung gekoppelte Portfolioabsicherung, die sich in den vorherigen Jahren deutlich positiv ausgewirkt hatte, einen negativen Effekt gehabt haben.

Darüber hinaus belastete auch die Bewertung der zum Jahresende gehaltenen Wertpapierpositionen das Zahlenwerk erneut nennenswert. Konkret standen Zuschreibungen auf Wertpapiere von 1,72 (0,20) Mio. Euro stichtagsbedingte Abschreibungen von 5,26 (9,94) Mio. Euro gegenüber. Dies resultierte vor allem aus der unter- bzw. negativen Performance der Portfolioschwergewichte GK Software, MOBOTIX und K+S sowie auch von InVision.

Der Personalaufwand verharrte mit 0,69 Mio. Euro auf dem Vorjahresniveau. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es zu einem leichten Rückgang auf 0,70 (0,72) Mio. Euro. Auch der Zinssaldo verbesserte sich geringfügig auf minus 0,17 (-0,20) Mio. Euro. Nachdem im Vorjahr infolge der geänderten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Wertpapieren des Umlaufvermögens eine Steuerbelastung von 1,56 Mio. Euro angefallen war, normalisierte sich diese Position in 2019 wieder auf 0,01 Mio. Euro. In Summe kam schließlich unter dem Strich ein Verlust von 2,33 (0,85) Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von minus 0,08 (-0,03) Euro zum Ausweis. Folglich fällt die Dividende für das vergangene Geschäftsjahr nochmals aus.

Der unter Berücksichtigung der Verbindlichkeiten der Gesellschaft, aber ohne Nachbesserungsrechte und anfallende Steuern ermittelte innere Wert (NAV – Net Asset Value) der Scherzer-Aktie belief sich zum 31. Dezember 2019 auf 2,30 Euro, womit er minimal unter dem Niveau von 2,31 Euro zum Jahresultimo 2018 lag. Dagegen legte der DAX im gleichen Zeitraum um stolze 25,5 Prozent zu. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass sich der DAX zum Jahreswechsel 2018/19 auch auf den tiefsten Ständen seit November 2016 bewegt hatte.

Zudem ist zu berücksichtigen, dass Scherzer durch Einreichung der Linde-Aktien im Rahmen des Squeeze-out zunächst bewusst auf 0,9 Mio. Euro Ertrag, der bei einem Verkauf über die Börse realisierbar gewesen wäre, verzichtet hat, um hier an einer potenziellen Nachbesserung, für die der Markt sehr hohe Chancen sieht, partizipieren zu können (siehe hierzu auch unsere letzten Researches vom 23.09.2019 sowie im Rahmen unserer Sonderstudie „Beteiligungsgesellschaften“ vom 08.10.2019).

Unverändert ausgewogen strukturiertes Portfolio

Zum 30. April 2020 stellten sich die zehn größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG wie folgt dar:

Audi AG	10,84 %	Sicherheit
GK Software SE	9,67 %	Chance
Allerthal-Werke AG	5,64 %	Sicherheit
Weleda AG Partizipationsschein	5,63 %	Chance
freenet AG	5,51 %	Chance
ZEAL Network SE	4,55 %	Chance
AG für Erstellg. billiger Wohnhäuser in Winterthur	4,16 %	Sicherheit
Lotto24 AG	4,13 %	Sicherheit
HORUS AG	3,81 %	Chance
Agfa Gevaert N.V.	2,93 %	Chance

Dabei machten diese zehn Positionen insgesamt 56,87 Prozent des Gesamtportfolios aus. Der auf Schweizer Wertpapiere entfallende Portfolioanteil dürfte sich nach unserer Einschätzung derzeit auf etwa 14 Prozent bewegen. Der NAV der Scherzer-Aktie lag zum 30. April bei 1,92 Euro.

Nachbesserungsvolumen weiterhin bei über 125 Mio. Euro

Das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen von Scherzer belief sich zum 30. April 2020 auf rund 127,3 Mio. Euro bzw. gut 4,25 Euro je Aktie. Unter Berücksichtigung der in den Beteiligungen Allerthal-Werke AG und RM Rheiner Management AG vorhandenen weiteren Volumina ergab sich durchgerechnet ein auf Scherzer entfallender Betrag von etwa 139,4 Mio. Euro. Durch die Einrechnung der vorgenannten Anteile sind im Nachbesserungsvolumen auch einige bereits recht alter Verfahren wie z. B. AXA Konzern AG und Generali Deutschland Holding AG enthalten.

Dabei ist aus Anlegersicht 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 Upsidepotenzial 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) für die Zeitspanne Oktober 2018 bis Oktober 2019 über alle abgeschlossenen Spruchverfahren unter Einrechnung der Zinsen eine Durchschnittsrendite von 13,1 Prozent nach 10,7 Prozent im Vorjahreszeitraum. 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 in andere aussichtsreiche Werte investiert werden können.

Aktuelles zum Nachbesserungsportfolio

Im April 2020 hat die Scherzer & Co. AG ihre Aktien an der Superior Industries Europe AG, der früheren Uniwheels AG, im Rahmen des geltenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags angedient. Aus der Barabfindung in Höhe von 62,18 Euro je Anteilsschein resultierte ein Andienungserlös von 1,24 Mio. Euro. Vor dem Landgericht Frankenthal (Pfalz) ist hier noch ein Spruchverfahren anhängig. Im Falle einer Nachbesserung könnte sich der Ertrag für Scherzer noch durch eine entsprechende Ausgleichszahlung sowie durch die darauf entfallenden Zinsen erhöhen.

Beteiligungserwerb bei der Arcandor AG

Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 07. Februar 2020 hat Scherzer den Erwerb einer Beteiligung von 21,53 Prozent am Grundkapital der im Insolvenzverfahren befindlichen Arcandor AG publiziert. Wie der Meldung des Weiteren zu entnehmen ist, sind zusätzliche 2,99 Prozent der Stimmrechte der Arcandor AG der Scherzer & Co. AG gem. § 34 Abs. 1 Nr. 1 WpHG zuzurechnen, vermutlich über die Beteiligung an der SMART EQUITY AG.

Die Arcandor AG ist in 2007 durch Umbenennung des damaligen Warenhaus- und Touristik Konzerns KarstadtQuelle AG entstanden und blickt damit auf eine mehr als 100-jährige Historie zurück. Das erste Warenhaus wurde im Jahre 1881 in Wismar eröffnet. Insbesondere seit den 1990er-Jahren hatte der Konzern mit dem sich verschärfenden Umfeld zu kämpfen, 1999 erfolgte die Fusion mit dem der Familie Schickedanz gehörenden Quelle-Konzern.

In den 2000er-Jahren geriet das seither als KarstadtQuelle firmierende Unternehmen in immer schwierigeres Fahrwasser und stand von 2004 bis 2008 unter der Ägide des Aufsichtsrats- und späteren Vorstandschefs Thomas Middelhoff und dem Einfluss des Kölner Bankhauses Sal. Oppenheim auch im Fokus der medialen Berichterstattung (zu näheren Einzelheiten siehe auch unsere entsprechenden HV-Berichte).

Letztlich musste im Umfeld der Finanzkrise, dem Abgang von Konzernchef Middelhoff und dem immer weiter wachsenden Finanzbedarf am 09. Juni 2009 ein Insolvenzantrag gestellt werden. Ein Großteil der wettbewerbsfähigen Warenhäuser wurde inzwischen unter Führung des österreichischen Immobilieninvestors René Benko mit dem von der Metro AG erworbenen Kaufhof fusioniert.

Ausweislich der veröffentlichten Mitteilungen der Arcandor AG übernahm Scherzer die Beteiligung im Umfang von 54.514.920 Aktien indirekt von der früheren Hauptaktionärin Madeleine Schickedanz. Erworben wurden die Anteile dabei vom bekannten Private-Equity-Unternehmer und Mediator Clemens J. Vedder.

Hintergrund ist hier nach unseren Informationen, dass Herr Vedder in 2015/16 in dem Rechtsstreit zwischen Frau Schickedanz und dem Bankhaus Sal. Oppenheim als Mediator aktiv gewesen ist und durch seinen Einsatz letztlich ein Vergleich zwischen den beiden Parteien erzielt und der Rechtsstreit beendet werden konnte.

Wesentlicher Inhalt dieses Vergleichs ist, dass das von Frau Schickedanz gehaltene Immobilienportfolio mit einem geschätzten Marktwert von einer halben Milliarde Euro durch Herrn Vedder in einem Zeitraum von zwei Jahren veräußert wird. Aus den realisierten Erlösen erhält Frau Schickedanz rund 20 Prozent, die übersteigenden Beträge fließen an Sal. Oppenheim bzw. deren heutige Hauptgesellschafterin Deutsche Bank.

Nach Angaben von Scherzer erfolgte der Erwerb der Arcandor-Beteiligung mit dem Ziel der Prüfung einer möglichen Beendigung des seit 2009 laufenden Insolvenzverfahrens durch ein Insolvenzplanverfahren. Zu diesem Zweck hat eine 100-prozentige Scherzer-Tochtergesellschaft eine Machbarkeitsstudie zur Umsetzung eines solchen Insolvenzplanverfahrens beauftragt. Aktuell befinden sich die entsprechenden Prüfungen allerdings noch in einem sehr frühen Stadium, so dass derzeit noch keine belastbaren Prognosen hinsichtlich des Zeithorizonts und des Ergebnisses möglich sind. Im Erfolgsfall soll eine finanzielle Sanierung der Arcandor AG und die Revitalisierung als werbendes Unternehmen erfolgen.

Nach unserer Einschätzung dürften insbesondere die bestehenden erheblichen steuerlichen Verlustvorräte der Arcandor AG ein interessantes Asset darstellen, sofern deren Nutzbarkeit im Rahmen des angestrebten Insolvenzplanverfahrens auch tatsächlich sichergestellt und erhalten bleibt. Bis hier belastbarere Informationen vorliegen, ist das Chance-Risiko-Profil des Investments als vergleichsweise hoch und ähnlich dem eines Börsenmantels einzuschätzen.

Seitens des Arcandor-Insolvenzverwalters Rechtsanwalt Jauch (Kanzlei GÖRG) wurde – im Sinne der bestmöglichen Befriedigung der Gläubiger der Gesellschaft – eine offene und konstruktive Begleitung der Erwägungen und Überlegungen von Scherzer in Aussicht gestellt.

GSC-Schätzungen sehen Wiederaufnahme der Dividendenzahlung in 2021

Die Auswirkungen der Corona-Krise auf das Börsenumfeld haben auch das Scherzer-Portfolio in den letzten Wochen in erheblichem Maße getroffen. Wenngleich die weitere Entwicklung der Krise sowie ihrer Effekte auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte derzeit nicht absehbar ist, gehen wir nicht davon aus, dass die teils erheblichen Kursverluste bis zum Jahresende wieder aufgeholt werden können. Daher prognostizieren wir im laufenden Geschäftsjahr 2020 nach Steuern nochmals einen Verlust von 1,9 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von minus 0,06 Euro. Dabei erwarten wir erneut einen Ausfall der Dividende.

In 2021 gehen wir aber bei einer Beruhigung der Lage wieder von einem Börsenaufschwung aus, der sich auch auf Scherzer positiv auswirken sollte. Dabei berücksichtigen wir bei unseren Schätzungen unverändert die Besonderheiten einer Beteiligungsgesellschaft, deren Investitionen in Wertpapiere erfolgen. 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 legen wir in unserem Modell auf der Aufwandsseite den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte zugrunde. Analog dazu setzen wir auf der Erlösseite den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des bestehenden Portfolios aus den vorangegangenen Jahren an. Auf dieser Basis sehen wir in 2021 einen Jahresüberschuss nach Steuern von 4,0 Mio. Euro bzw. 0,13 Euro je Aktie. Dabei gehen wir auch von einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung mit 0,05 Euro aus.

Da eine seriöse Prognose über den tatsächlichen Umfang etwaiger Gewinnrealisationen sowie erforderlicher Zu- und Abschreibungen auf die vorhandenen Wertpapierpositionen naturgemäß jedoch letztlich nicht möglich ist, stützen wir uns bei der Bewertung der Aktie der Scherzer & Co. AG letztlich unverändert auf den zuletzt gemeldeten NAV.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen der Scherzer & Co. AG für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 sind deutlich unter unseren Erwartungen ausgefallen und auch die Entwicklung des inneren Wertes (NAV) blieb signifikant hinter der des Börsenleitbarometers DAX zurück. Dies resultierte zum einen aus der negativen Performance einiger Portfolioschwergewichte.

Zum anderen hat die Gesellschaft mit der Einreichung der Linde-Aktien im Rahmen des Squeeze-out bewusst auf einen Ertrag von 0,9 Mio. Euro, der bei einem Verkauf über die Börse realisierbar gewesen wäre, verzichtet. Hierdurch hat sich Scherzer jedoch die Chance zur Partizipation an einer potenziellen Nachbesserung, für die der Markt sehr gute Chancen sieht, gesichert.

Eine ähnliche Investmententscheidung hatte sich bei dem 2015 vergleichsweise abgeschlossenen Spruchverfahren bei der früheren Schering AG als sehr lukrativ erwiesen. Hier hatte Scherzer zunächst einen Andienungsverlust von 234 TEUR realisiert, mit Beendigung der Verfahren aber schließlich einschließlich Zinsen eine Nachbesserung von 2,9 Mio. Euro vereinnahmen können.

Schließlich lief auch die an die DAX-Entwicklung gekoppelte Portfolioabsicherung dieses Mal gegen die Gesellschaft. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Scherzer-Anteilseigner zuvor jahrelang in Form einer zum Teil deutlichen Outperformance gegenüber dem DAX von diesen Absicherungsgeschäften profitiert haben. Angesichts der sehr erfolgreichen mittel- bis langfristigen Entwicklung sind wir daher unverändert von dem von der Gesellschaft verfolgten opportunistischen Investmentansatz überzeugt.

Zudem steht der über langjährige Erfahrungen und eine breite Vernetzung in der Small- und Mid-Cap-Szene verfügende Vorstand nach unseren Informationen mittlerweile mit insgesamt rund 1,54 Millionen direkt und indirekt gehaltenen Scherzer-Aktien entsprechend etwa 5,2 Prozent des Grundkapitals hinter der Gesellschaft. Und aufgrund der Verpflichtung, die Hälfte der erhaltenen Netto-Tantiemen in Scherzer-Papiere zu investieren, dürfte sich diese Quote auch künftig tendenziell weiter erhöhen.

Angesichts der systemisch bedingten Besonderheiten und Unwägbarkeiten bei Schätzungen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten stellen wir unsere Anlageempfehlung für die Scherzer-Aktie nach wie vor auf den inneren Wert ab. Dabei bildet der NAV im Gegensatz zur 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 zum 30. April 2020 gemeldete NAV der Scherzer-Aktie lag mit 1,92 Euro um 15,7 Prozent über dem stichtagsbezogenen Börsenkurs von 1,66 Euro. Daher sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – aktuell bei rund 1,90 Euro und passen auf dieser Basis auch unser Kursziel entsprechend an.

Vor diesem Hintergrund erhöhen wir auf dem aktuellen Kursniveau unsere Einstufung von „Halten“ auf „Kaufen“. Dabei betrachten wir den Titel weiterhin als ein interessantes Investment vor allem für den an Nachbesserungsthemen interessierten, längerfristig orientierten Anleger, der diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken kann oder will.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019		2020e		2021e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	12,9	82,0%	9,4	76,0%	1,1	23,7%	3,9	59,9%	6,1	68,8%
Veränderung zum Vorjahr				-27,0%		-88,4%		261,4%		53,6%
Sonstige Erträge	2,7	17,5%	2,9	23,1%	3,4	74,4%	2,5	38,6%	2,7	30,1%
Veränderung zum Vorjahr				4,1%		19,7%		-25,9%		4,3%
Zinserträge	0,1	0,5%	0,1	0,9%	0,1	1,9%	0,1	1,5%	0,1	1,1%
Veränderung zum Vorjahr				42,0%		-23,8%		15,8%		0,0%
Gesamterlöse	15,7	100,0%	12,4	100,0%	4,6	100,0%	6,6	100,0%	8,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr				-21,2%		-62,8%		43,0%		33,7%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand	3,7	23,3%	1,4	11,3%	1,4	30,2%	1,4	21,3%	1,5	17,0%
Veränderung zum Vorjahr				-61,7%		-1,0%		0,7%		7,1%
Zinsaufwand	0,3	1,9%	0,3	2,6%	0,3	5,5%	0,3	3,8%	0,3	3,4%
Veränderung zum Vorjahr				6,7%		-20,2%		-1,3%		20,0%
EBITDA	11,8	74,8%	10,7	86,1%	3,0	64,3%	4,9	74,9%	7,0	79,5%
Veränderung zum Vorjahr				-9,3%		-72,2%		66,6%		42,0%
Abschreibungen	3,8	24,2%	10,0	80,4%	5,3	114,7%	6,9	104,1%	3,0	34,1%
Veränderung zum Vorjahr				161,6%		-47,0%		29,7%		-56,2%
Erg. der gew. Geschäftstätigk. (EBT)	7,9	50,6%	0,7	5,7%	-2,3	-50,5%	-1,9	-29,2%	4,0	45,5%
Steuerquote	0,5%		221,6%		-0,3%		1,0%		1,0%	
Ertragssteuern	0,0	0,3%	1,6	12,6%	0,0	0,2%	0,0	-0,3%	0,0	0,5%
Jahresüberschuss	7,9	50,3%	-0,9	-6,9%	-2,3	-50,6%	-1,9	-28,9%	4,0	45,0%
Veränderung zum Vorjahr				-110,8%		-172,6%		18,4%		308,3%
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	7,9	50,3%	-0,9	-6,9%	-2,3	-50,6%	-1,9	-28,9%	4,0	45,0%
Veränderung zum Vorjahr				-110,8%		-172,6%		18,4%		308,3%
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	0,26		-0,03		-0,08		-0,06		0,13	

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

01.06.2020 ff. Sommer 2020
Monatliche NAV-Meldung
Ordentliche Hauptversammlung

Kontaktadresse

Scherzer & Co. AG
Friesenstraße 50
D-50670 Köln

Internet: www.scherzer-ag.de
Email: 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

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
08.10.2019	2,18 €	Halten	2,25 €
23.09.2019	2,22 €	Halten	2,25 €
30.04.2019	2,36 €	Halten	2,35 €
08.08.2018	2,78 €	Halten	2,80 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	70,6%
Halten	42,3%	29,4%
Verkaufen	7,0%	0,0%
Ausgesetzt	1,4%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

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

Haftungserklärung

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

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

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

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