

Akt. Kurs (09.09.2015, 08:20, Ffm.): 1,65 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **1,95 (1,95) EUR**

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

Kurzbeschreibung

Die im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistete Scherzer & Co. AG mit Sitz in Köln ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihr Vermögen in börsengehandelte Aktien, Anleihen oder sonstige verbrieftete Wertpapiere investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Pakete an der Allerthal-Werke AG, der RM Rheiner Management AG sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH, welche den Fonds Do RM Special Situations Total Return I berät.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	1,69 €	1,42 €
Aktueller Kurs:	1,65 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	49,4 Mio. €	

Anlagekriterien

Sehr erfolgreiches erstes Halbjahr 2015

Die Scherzer & Co. AG konnte im ersten Halbjahr 2015 die bereits guten Vorjahreswerte nochmals leicht übertreffen und von dem insgesamt guten Kapitalmarktumfeld profitieren. So kletterte das EBIT auf 3,54 (Vj. 3,50) Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis verbesserte sich auf 3,46 nach zuvor 3,29 Mio. Euro. Unter dem Strich wird ein Periodenergebnis von 3,25 (2,84) Mio. Euro oder 0,11 (0,09) Euro je Aktie ausgewiesen.

Wesentliche Ergebnislieferanten waren dabei realisierte Kursgewinne in Höhe von 3,81 Mio. Euro sowie Zuschreibungen von 1,49 Mio. Euro. Zudem konnten im ersten Halbjahr Dividenden in Höhe von 1,12 Mio. Euro vereinnahmt werden. Demgegenüber standen stichtagsbedingte Abschreibungen in einer Größenordnung von 1,72 Mio. Euro.

Weitere wesentliche Aufwandspositionen bildeten der Zinssaldo mit minus 0,07 (-0,21) Mio. Euro sowie der betriebliche Aufwand in einer Größenordnung von 0,82 (0,73) Mio. Euro.

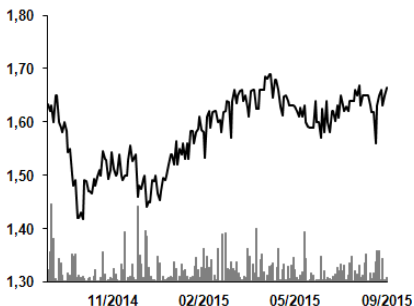
Schering-Vergleiche bringen deutliche Ergebniseffekte

Die bisherigen Entscheidungen bei den Spruchverfahren mit Beteiligung der Scherzer & Co. AG sind im ersten Halbjahr 2015 eher durchwachsen ausgefallen. Bis auf rund 35 TEUR Ertrag aus dem Spruchverfahren bei MME waren bei D+S Europe AG und Mobilcom AG jeweils Nullnummern zu verkraften.

Einen deutlichen Ergebniseffekt bringen indes die kürzlich vergleichsweise abgeschlossenen Spruchstellenverfahren bei der früheren Schering AG. Entsprechende Vergleiche in den beiden Verfahren zum BuG-Vertrag aus dem Jahr 2006 und dem Squeeze-out in 2008 wurden am 25. August vor dem Landgericht in Berlin sowie dem Kammergericht protokolliert (LG Berlin Az. 102 O 250/08 und KG Berlin Az. 2 W 127/13).

Im Rahmen der Vergleiche erhöhte sich die Zahlung je Schering-Aktie auf 118 Euro. Im BuG-Vertrag wurde die Barabfindung seinerzeit auf 89,36 Euro und beim Squeeze-Out auf 98,98 Euro festgesetzt. Zudem wird der Erhöhungsbeitrag entsprechend verzinst.

Scherzer kann aus der vergleichsweisen Beendigung der vorgenannten Verfahren ertragswirksame Nachbesserungen auf bereits erhaltene Abfindungszahlungen in Höhe von insgesamt rd. 2,9 Mio. Euro (einschließlich Zinsen und vor Steuern) realisieren. Darüber hinaus profitiert man indirekt auch noch über die Beteiligungen RM Rheiner Management AG und Allerthal-Werke AG, die ebenfalls Nachbesserungen von rund 0,9 Mio. Euro bzw. 2,3 Mio. Euro erwarten.



Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
Ges.erl.	9,3	9,2	7,0	7,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg. v. St.	6,6	3,9	3,3	3,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	6,0	3,8	2,9	2,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,20	0,13	0,10	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,05	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	0,0	13,1	17,3	17,3
Div.rendite	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Der aus den beiden Vergleichen realisierte Ergebniseffekt belegt die in unseren Researches (u. a. vom 23.04.2015) vertretene These, dass Spruchstellenverfahren nach wie vor ein interessantes und aussichtsreiches Anlagethema sind und sich Investoren hier nicht durch Verfahren, die keine oder nur geringe Nachbesserungen mit sich bringen, verunsichern lassen sollten.

Portfolio mit ausgeglichenem Chance-Risiko-Profil

Die zehn größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG stellten sich nach Unternehmensangabe zum 31. August 2015 wie folgt dar:

MAN SE Stammaktien	8,34 %	Sicherheit
W&W Wüstenrot und Württ. AG	6,14 %	Chance
GK Software AG	5,84 %	Chance
Allerthal-Werke AG	4,75 %	Sicherheit
Lotto24 AG	4,50 %	Chance
MAN SE Vorzugsaktien	4,21 %	Sicherheit
InVision AG	3,91 %	Chance
Data Modul AG	3,40 %	Sicherheit
Sky Deutschland AG	3,17 %	Sicherheit
Deutsche Postbank AG	3,10 %	Sicherheit

Diese zehn Positionen machten 47,36 Prozent des Gesamtportfolios aus.

Nennenswerte Transaktionen im Portfolio waren die Engagements bei der Deutschen Postbank AG im Vorfeld der Squeeze-out-Hauptversammlung, der Erwerb von Genussscheinen der Drägerwerk & Co. KGaA sowie Teilrealisierungen von Gewinnen bei Aktien der Delticom AG.

Nachbesserungsvolumen von Scherzer bei knapp 90 Mio. Euro

Das Andienungsvolumen der Scherzer & Co. AG belief sich per 31. August 2015 auf rund 86,0 Mio. Euro oder 2,87 Euro je Aktie. Rechnet man hier anteilmäßig die durch die Beteiligungen an der Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG bestehenden zusätzlichen Volumina hinzu, ergibt sich ein Andienungsvolumen von vermutlich etwa 100 Mio. Euro. Dieses beinhaltet durch die Einrechnung der vorgenannten Anteile auch eine Reihe bereits recht alter Verfahren wie z. B. Vodafone Deutschland AG (frühere Mannesmann AG).

In der Bilanz werden diese Abfindungsergänzungsansprüche nicht mit einem Wert angesetzt, gleiches gilt für die Berechnung des inneren Werts der Aktie (NAV – Net Asset Value). Insoweit besteht kein nennenswertes Risiko für das Zahlenwerk, sofern ein Spruchstellenverfahren ohne eine Nachbesserung abgeschlossen wird. Im Erfolgsfall fließt die Nachbesserung hingegen voll in das Ergebnis ein.

Auch unter Berücksichtigung der zuletzt rückläufigen Renditen ergeben sich aus dem bestehenden Bestand interessante Nachbesserungschancen, selbst wenn man lediglich mit den zuletzt durchschnittlich erzielten Renditen von rund 12,5 Prozent kalkuliert.

NAV-Entwicklung und aktuelles Marktumfeld

Seit Jahresanfang 2015 konnte der innere Wert (NAV) der Scherzer-Aktie von 1,80 Euro per 31. Dezember 2014 auf 1,95 Euro zum 31. August 2015 zulegen.

Unter Berücksichtigung der im Mai gezahlten Dividende von 0,05 Euro entspricht dies einem Zuwachs um gut 11,1 Prozent im bisherigen Jahresverlauf.

Zudem beinhaltet der NAV per Ende August bereits die Effekte aus den zuletzt wieder deutlich volatilern und zurückgegangenen Märkten. Die positiven Effekte aus erhaltenen Nachbesserungen (insbesondere aus den Schering-Vergleichen) sind ebenfalls enthalten. Nachbesserungsrechte und evtl. anfallende Steuern werden in der Portfoliobewertung seitens der Gesellschaft hingegen nicht berücksichtigt.

Ausgehend von der zuletzt wieder deutlich gestiegenen Volatilität an den Börsen sehen wir aus Vorsichtsgründen keine Veranlassung, Veränderungen an unseren Schätzungen vorzunehmen und behalten diese unverändert bei.

Bewertung und Fazit

Angesichts der Besonderheiten bei Prognosen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten stellen wir unsere Anlageempfehlung für die Scherzer & Co. AG auf den inneren Wert (NAV) der Aktie ab. Der NAV bildet im Gegensatz zu einer reinen Betrachtung auf Basis des Ergebnisses je Aktie auch die im Portfolio enthaltenen stillen Reserven „realtime“ ab und ist damit nach unserer Meinung aus Investorensicht die deutlich geeignetere Kennzahl zur Bewertung dieses Unternehmens.

Gemäß der NAV-Meldung per Ende August 2015 liegt der aktuelle innere Wert der Scherzer-Aktie bei 1,95 Euro und damit gut 18 Prozent über dem derzeitigen Börsenkurs. Neben den im NAV abgebildeten Nettovermögenspositionen beinhaltet dieser zudem noch eine gewisse Fantasie aus dem vorhandenen Portfolio an Abfindungsergänzungsansprüchen.

Mit einem Abschlag von gut 15 Prozent auf den NAV ist der Anteilschein unseres Erachtens weiterhin eine interessante Depotbeimischung für den an Nachbesserungsthemen interessierten Investor, der diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken will. Nach der erstmaligen Zahlung einer Dividende von 0,05 Euro für das Geschäftsjahr 2014 rechnen wir bei entsprechenden Ergebnissen auch in der Zukunft mit einer Ausschüttung in etwa auf diesem Niveau. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld ergibt sich daraus eine attraktive laufende Verzinsung der Anlage mit 3 Prozent.

Wir sehen den fairen Wert der Scherzer-Aktie daher – ohne Berücksichtigung der möglichen Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – unverändert bei 1,95 Euro und bekräftigen unser „Kaufen“-Votum.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014		2015e		2016e	
Ergebnis aus Wertpapierverkäufen	4,0	51,4%	7,2	76,9%	7,4	79,8%	3,9	55,7%	3,9	54,2%
Veränderung zum Vorjahr				79,3%		2,6%		-46,9%		0,0%
sonstige betriebliche Erträge	3,4	43,1%	1,9	20,5%	1,7	18,7%	2,7	38,6%	2,8	38,9%
Veränderung zum Vorjahr				-43,0%		-10,0%		57,1%		3,7%
Zinserträge	0,4	5,5%	0,2	2,6%	0,1	1,5%	0,4	5,7%	0,5	6,9%
Veränderung zum Vorjahr				-42,8%		-42,0%		183,7%		25,0%
Gesamterlöse	7,8	100,0%	9,3	100,0%	9,2	100,0%	7,0	100,0%	7,2	100,0%
Veränderung zum Vorjahr				19,9%		-1,1%		-24,0%		2,9%
Allgemeiner Verwaltungsaufwand	0,9	11,9%	0,9	9,3%	1,0	10,9%	1,0	14,3%	1,0	13,9%
Veränderung zum Vorjahr				-6,2%		15,6%		-0,3%		0,0%
Zinsaufwand	-0,5	-6,0%	-0,5	-4,8%	-0,5	-5,2%	-0,5	-7,1%	-0,5	-6,9%
Veränderung zum Vorjahr				4,0%		-6,4%		-4,2%		0,0%
EBITDA	6,4	82,1%	8,0	85,8%	7,7	83,9%	5,5	78,6%	5,7	79,2%
Veränderung zum Vorjahr				25,4%		-3,4%		-28,8%		3,6%
Saldo aus Ab- und Zuschreibungen	2,2	28,0%	1,4	15,5%	3,8	41,6%	2,2	31,4%	2,3	31,9%
Veränderung zum Vorjahr				-33,6%		164,5%		-42,5%		4,5%
Ergebnis der gewöhnlichen Gesch.	4,2	54,0%	6,6	70,3%	3,9	42,3%	3,3	47,1%	3,4	47,2%
Steuerquote	6,4%		8,8%		3,2%		13,6%		16,2%	
Ertragssteuern	0,3	3,5%	0,6	6,2%	0,1	1,3%	0,5	6,4%	0,6	7,6%
Jahresüberschuss	3,9	50,5%	6,0	64,1%	3,8	41,0%	2,9	40,7%	2,9	39,6%
Veränderung zum Vorjahr				52,1%		-36,8%		-24,5%		0,0%
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Bereinigter Jahresüberschuss	3,9	50,5%	6,0	64,1%	3,8	41,0%	2,9	40,7%	2,9	39,6%
Veränderung zum Vorjahr				52,1%		-36,8%		-24,5%		0,0%
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	0,13		0,20		0,13		0,10		0,10	

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

01. Oktober 2015 ff. Monatliche NAV-Meldung

Kontaktadresse

Scherzer & Co. AG
Friesenstraße 50
D-50670 Köln

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

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Georg Issels

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

Disclosures

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

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
23.04.2015	1,69 €	Kaufen	1,95 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2015):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	58,3%	41,7%
Halten	37,5%	58,3%
Verkaufen	4,2%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
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 Umplatizierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. 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.