

Akt. Kurs (30.04.2019, 08:03, Xetra): 2,36 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **2,35 (2,80) EUR**

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

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, der RM Rheiner Management AG sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH (100%), welche den Fonds Do-RM Special Situations Total Return I berät.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	3,00 €	2,20 €
Aktueller Kurs:	2,36 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	70,7 Mio. €	

Anlagekriterien

Schwache Börsen drücken Bewertungsergebnis in 2018

Trotz der insbesondere in der zweiten Jahreshälfte insgesamt zunehmend negativen Börsenentwicklung konnte Scherzer im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 aus der Veräußerung von Wertpapieren saldierte Kursgewinne von 6,59 (Vj. 10,53) Mio. Euro erzielen. Die größten Ergebnisbeiträge steuerten dabei Lotto24 (1,47 Mio. Euro), Pfeiffer Vacuum (1,25 Mio. Euro), Oldenburgische Landesbank (1,13 Mio. Euro) und ZEAL Network (0,94 Mio. Euro) bei. Dagegen entfielen größere Kursverluste auf K+S (0,84 Mio. Euro), freenet (0,65 Mio. Euro) und Südzucker (0,42 Mio. Euro).



Darüber hinaus wurden aus der Beendigung von zwei Spruchstellenverfahren Erträge in Höhe von 0,11 (1,57 Mio. Euro) vereinnahmt. Ein weiteres Verfahren endete ohne positiven Ergebnisbeitrag. Abgängen bei den Nachbesserungsrechten im Umfang von 2,05 Mio. Euro standen Zugänge u. a. bei Oldenburgische Landesbank (8,44 Mio. Euro), BUWOG (2,79 Mio. Euro, weitere Einzelheiten s. u.), C-Quadrat (1,01 Mio. Euro) und Diebold Nixdorf (0,49 Mio. Euro) im Gesamtvolumen von 12,73 Mio. Euro gegenüber.

Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Ges.erl.	15,7	12,4	8,4	8,7
<i>bisher</i>	---	8,4	8,3	---
Erg. v. St.	7,9	0,7	3,8	4,1
<i>bisher</i>	---	4,2	4,1	---
Jahresüb.	7,9	-0,9	3,8	4,0
<i>bisher</i>	---	4,2	4,1	---
Erg./Aktie	0,26	-0,03	0,13	0,14
<i>bisher</i>	---	0,14	0,14	---
Dividende	0,10	0,00	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	0,05	---	---
KGV	8,9	neg.	18,8	17,5
Div.rendite	4,2%	0,0%	2,1%	2,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Die Dividendenerträge wuchsen kräftig von 1,80 auf 2,59 Mio. Euro. Und das Ergebnis aus Stillhaltergeschäften kletterte sogar fast um das Dreieinhalbfache auf 2,71 (0,78) Mio. Euro. Dagegen schlug sich die ungünstige Börsenentwicklung jedoch deutlich in der Bewertung der zum Jahresende gehaltenen Wertpapierpositionen nieder. So gingen die Zuschreibungen auf Wertpapiere auf 0,20 (0,91) Mio. Euro zurück. Vor allem aber stiegen die stichtagsbedingten Abschreibungen um mehr als das Zweieinhalbfache von 3,80 auf 9,94 Mio. Euro an.

Aufgrund der Koppelung der Vorstandstantiemen an die Kursentwicklung der Scherzer-Aktie sank der Personalaufwand deutlich von 2,69 auf 0,69 Mio. Euro. Aber auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen mit 0,72 (0,98) Mio. Euro geringer aus. Der Zinssaldo bewegte sich mit minus 0,20 (-0,22) Mio. Euro auf dem Vorjahresniveau. Auf dieser Basis gab das Vorsteuerergebnis schließlich nach dem Rekordjahr 2017 von 7,94 auf 0,70 Mio. Euro nach.

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Steuerlicher Einmaleffekt belastet Ergebnisausweis

Ein nachteiliger steuerlicher Effekt hat sich bei Scherzer im abgelaufenen Geschäftsjahr durch die Anfang 2017 in Kraft getretene geänderte steuerliche Behandlung von Erträgen aus der Veräußerung von im Umlaufvermögen gehaltenen Wertpapieren ergeben. In der Vergangenheit hatte der Steuergesetzgeber bei der Höhe der Besteuerung darauf abgestellt, ob Wertpapiere unter kurzfristigen Anlageaspekten im Umlaufvermögen verbucht waren oder aber langfristig im Anlagevermögen gehalten werden sollten.

Seit 2017 ist diese Unterscheidung entfallen, sodass seither sowohl für Wertpapiere im Umlauf- als auch im Anlagevermögen generell eine 95-prozentige Steuerfreistellung des Veräußerungsgewinns greift. Bei realisierten Gewinnen beläuft sich die effektive Besteuerung so lediglich noch auf rund 1,5 Prozent. Andererseits können allerdings auch eingetretene Verluste entsprechend nur noch in sehr geringem Maße steuerlich geltend gemacht werden.

Bei Scherzer kam es in 2018 zur Realisierung deutlicher Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens, die noch unter der vor 2017 gültigen Rechtslage angeschafft worden waren und entsprechend der vollen Besteuerung unterlagen. Im Gegenzug konnten aber eingetretene Verluste bzw. Abschreibungen auf nach Anfang 2017 angeschaffte Positionen nicht in nennenswertem Umfang gegengerechnet werden. Nach Unternehmensangabe resultierte hieraus ein negativer Effekt von rund 1,5 Mio. Euro, der sich entsprechend belastend im Jahresabschluss 2018 ausgewirkt hat.

Infolgedessen musste die Gesellschaft für das abgelaufene Geschäftsjahr einen Verlust von 0,9 Mio. Euro ausweisen, nachdem im Vorjahr noch ein Gewinn von satten 7,9 Mio. Euro in den Büchern gestanden hatte. So sank auch das Ergebnis je Aktie von plus 0,26 auf minus 0,03 Euro. Dementsprechend soll die Dividendenzahlung für 2018 ausgesetzt werden.

NAV-Entwicklung der Scherzer-Aktie schlägt DAX dennoch erneut deutlich

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 2018 auf 2,31 Euro. Ausgehend von 2,74 Euro per Jahresresultimo 2017 und unter Einrechnung der Anfang Juni erfolgten Dividendenausschüttung von 0,10 Euro ist der NAV somit in 2018 um 12,0 Prozent gesunken. Dagegen musste der DAX im gleichen Zeitraum ein Minus von 18,3 Prozent verbuchen.

Auf dieser Basis konnte Scherzer somit abermals deutlich besser als der DAX abschneiden, obwohl vor allem im Schlussquartal die Notierungen einiger Portfolio-Schwergewichte wie GK Software oder freenet im Zuge des schwachen Börsenumfeldes kräftig unter Druck gekommen waren. Dies dürfte unseres Erachtens neben der defensiveren Ausrichtung der Investmentstruktur auch daraus resultieren, dass das Portfolio in Anhängigkeit von der Risikoeinschätzung des Vorstands zu einem gewissen Grad über Derivate abgesichert wird. Laut Angaben auf der Anfang Juni 2018 abgehaltenen letztjährigen Hauptversammlung belief sich das „Sicherungslevel“ seinerzeit auf rund 1.400 Euro je Dax-Punkt-Bewegung.

Portfolio nach wie vor mit ausgeglichenem Chance-Risiko-Profil

Per 31. März 2019 stellten sich die neun größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG nach Unternehmensangabe wie folgt dar:

Linde AG	20,99 %	Sicherheit
GK Software SE	10,19 %	Chance
freenet AG	5,37 %	Chance
Audi AG	4,92 %	Chance
Allerthal-Werke AG	4,43 %	Sicherheit
Horus AG	3,76 %	Chance
MOBOTIX AG	3,37 %	Chance
AG für Erstellg. billiger Wohnhäuser in Winterthur	2,96 %	Chance
Weleda AG Part.-Schein	2,55 %	Chance

Dabei machten diese neun Positionen 58,54 Prozent des Gesamtportfolios aus. Der in Schweizer Wertpapiere investierte Portfolioanteil dürfte nach unserer Einschätzung derzeit bei etwa 11 Prozent liegen. Der NAV der Scherzer-Aktie belief sich zum 31. März auf 2,28 Euro.

Fallbeispiel „Investieren in Sondersituationen“

Am 05. Dezember 2018 hatte die Scherzer & Co. AG in Köln ihren zweiten Kapitalmarkttag abgehalten. In diesem Rahmen erläuterte das Team um Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth unter anderem den Ablauf der Entscheidungsprozesse bei Investments in Sondersituationen. Als Fallbeispiel diente dabei die Übernahme der österreichischen BUWOG AG durch die Vonovia SE.

Im Dezember 2017 hatte Vonovia eine Übernahme der BUWOG zum Angebotspreis von 29,05 Euro je Aktie angekündigt. Mitte März 2018 vermeldete der DAX-Konzern den erfolgreichen Abschluss der Transaktion mit einer Annahmequote von 73,8 Prozent. Bereits mit Ankündigung der Offerte hatte Scherzer die BUWOG in eine interne Datenbank aufgenommen, in die während der laufenden Übernahme kontinuierlich relevante Daten eingepflegt wurden. Auf dieser Basis flossen dann drei Überlegungen in die Investmententscheidung ein.

Erstens die eigene Erwartung hinsichtlich des Verhaltens von Vonovia. Der Konzern hat in den letzten Jahren zahlreiche Akquisitionen getätigt, die in der Regel zu 100 Prozent erfolgten. Dies ließ auf einen späteren Squeeze-out bei der BUWOG hoffen. So wurde zuletzt 2016 bei conwert ein Übernahmeangebot zu 16,16 Euro je Aktie veröffentlicht. In 2017 folgte dann der Squeeze-out mit einer Barabfindung von 17,08 Euro je Anteilschein. Dabei wurde vor Einleitung der Strukturmaßnahme auch noch eine Dividende von 0,48 Euro je Aktie gezahlt.

Zweitens ließen die positive Geschäftsentwicklung der BUWOG sowie die Ausschüttungen der letzten Jahre von konstant 0,69 Euro je Aktie eine erneute Dividendenzahlung auf diesem Niveau noch vor einem möglichen Squeeze-out erwarten. Auf Basis des seinerzeitigen Angebotspreises von 29,05 Euro sowie der Dividendenschätzung von 0,69 Euro ergab sich für die BUWOG-Aktie somit ein fiktiver „natürlicher Floor“ bei 29,74 Euro.

Als dritten Punkt unterzog das Scherzer-Team die BUWOG einer wirtschaftlichen Bewertung. Der innere Wert der BUWOG-Aktie nach EPRA (European Public Real Estate Association) hatte sich in den letzten Jahren positiv entwickelt und lag zum 30. April 2018 bei 25,85 Euro. Dies bedeutete ein Plus von 8,2 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert. Anhand eines eigenen Bewertungstools ermittelte Scherzer zudem einen Ertragswert von gut 32 Euro.

Auf Basis der guten Erfahrungen mit Vonovia vor allem bei der conwert-Übernahme, des ermittelten fiktiven „natürlichen Floors“ und der wirtschaftlichen Bewertung wurde schließlich bei Kursen um 29,05 Euro die Entscheidung zum Aufbau einer Position in BUWOG-Aktien getroffen. Und wie sich zeigte, lag das Scherzer-Team damit goldrichtig.

Denn kurz nach Ablauf der Nachfrist des Übernahmeangebots stellte Vonovia Mitte Juni 2018 unter Meldung einer Beteiligung von 90,7 Prozent ein Squeeze-out-Verlangen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in Österreich grundsätzlich eine Schwelle von 90 Prozent für Squeeze-outs gilt. Die Barabfindung für die Minderheitsaktionäre wurde entsprechend dem ursprünglichen Übernahmeangebot auf 29,05 Euro festgesetzt. Anfang Oktober 2018 beschloss dann die ordentliche Hauptversammlung der BUWOG AG den Squeeze-out. Zudem wurde auch – wie von Scherzer erwartet – über eine Dividende von 0,69 Euro je Aktie entschieden.

Mit Eintragung des Squeeze-out ins Firmenbuch wurde der Handel der BUWOG-Aktie Mitte November 2018 eingestellt. Die Auszahlung der Barabfindung, die seit dem Eintrag mit jährlich 2 Prozent über dem Basiszinssatz zu verzinsen ist, war zwei Monate nach der Eintragung fällig. Mittlerweile ist die entsprechende Zahlung geflossen, sodass das von Scherzer eingesetzte Kapital inzwischen wieder für neue Investitionen frei ist.

Mit Abschluss des Squeeze-out beginnt nun aber erst die Überprüfung der gezahlten Barabfindung im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens, welches in Österreich dem nach deutschem Recht sehr ähnlich ist. Derartige Verfahren können sich aufgrund der erforderlichen Klärung komplexer Bewertungsfragen über viele Jahre hinziehen. Bei Beendigung des Spruchstellenverfahrens durch Gerichtsbeschluss oder Vergleich besteht dann jedoch die potenzielle Chance auf eine Nachbesserung nebst Verzinsung. Bei der BUWOG-Aktie deuten die letzten Kurse vor Einstellung der Notierung im Bereich um 30,60 Euro darauf hin, dass der Markt hier mit einer entsprechenden Nachbesserung rechnet.

Lotto24 AG – Vom Chancen- zum Sicherheitswert

Als geradezu exemplarisch für die Strategie von Scherzer ist das Investment bei der Lotto24 AG anzusehen. Der Einstieg erfolgte seinerzeit im Rahmen der Abspaltung des Geschäfts von der damaligen Tipp24 SE, heute ZEAL Network SE, bei Kursen im Bereich von etwas über 2 Euro. Seither hat sich Lotto24 – mit der Internetplattform www.lotto24.de größter Vermittler von Tippscheinen der staatlichen Lotterien in Deutschland – operativ sowie auch kursmäßig mit einem Anstieg auf in der Spitze rund 16 Euro sehr gut entwickelt und Scherzer bereits erhebliche Gewinnrealisationen ermöglicht.

Ende 2018 wurde bekanntgegeben, dass die frühere Muttergesellschaft ZEAL Network SE eine Übernahme der Lotto24 AG anstrebt. Ein entsprechendes Business Combination Agreement wurde am 24. Dezember 2018 unterzeichnet und publiziert. Hintergrund der Transaktion aus Sicht von ZEAL ist die beabsichtigte Einstellung des Zweitlotterie-Geschäfts von Tipp24 in Deutschland. Zweitlotterieanbieter besitzen in Deutschland keine Wettlizenz, sondern verfügen über eine solche in einem anderen EU-Land. Diese Konstruktion führt dazu, dass die Zweitlotterieanbieter in Deutschland nicht reguliert sind und damit in einer gewissen rechtlichen Grauzone agieren.

Nach Ablauf der Annahmefrist des öffentlichen Übernahmeangebots (Tauschangebot) zum 10. April 2019, in dem den Lotto24-Aktionären jeweils ein Anteilsschein der ZEAL Networks SE für je 1,604 Aktien der Lotto24 AG angeboten wurde, lief nun bis um Mitternacht des 29. April 2019 noch eine weitere Annahmefrist, während der die Anteilseigner die Offerte annehmen konnten. Bereits im Vorfeld der Veröffentlichung des Angebots hatte sich ZEAL vertraglich die Andienung von rund 65 Prozent der Lotto24-Aktien gesichert.

Die Scherzer & Co. AG, die noch mit rund 0,6 Prozent des Grundkapitals an Lotto24 beteiligt ist, nimmt ihre Anteilseignerrechte weiterhin aktiv wahr und hat dem Management am 02. April 2019 und 18. April 2019 unter www.scherzer-ag.de/news/4088/dgapmedia und www.scherzer-ag.de/news/4089/dgapmedia abrufbare offene Briefe mit Fragen zur künftigen Zusammenarbeit zwischen der ZEAL Network SE als Hauptaktionärin und der Lotto24 AG als mehrheitlicher Tochtergesellschaft übersandt. Unter anderem wird vom Scherzer-Vorstand darauf hingewiesen, dass die im Rahmen des Business Combination Agreements vereinbarten Konditionen der Zusammenarbeit auch Drittvergleichsmaßstäben standhalten müssen. Um etwaige Risiken aus der Zusammenarbeit beider Unternehmen im faktischen Konzern in der Zukunft auszuschließen, wird überdies der Abschluss eines Unternehmensvertrages mit Lotto24 als beherrschtem Unternehmen angemahnt.

In diesem Zusammenhang ist auch die am 25. April 2019 publizierte Ankündigung des Lotto24-Aufsichtsratschefs Prof. Willi Berchtold einzuordnen, dass dieser bis zum Abschluss der Verhandlungen mit ZEAL über wesentliche wirtschaftliche Parameter zur Verfügung steht. Seitens der Hauptaktionärin ZEAL wird allerdings gemäß Unternehmensmeldung vom 29. April 2019 die Abberufung des aktuellen Aufsichtsratschefs zum Ablauf der diesjährigen Hauptversammlung am 04. Juni 2019 über ein Ergänzungsverlangen angestrebt. Zudem soll der Vorsitzende des Supervisory Boards der ZEAL Network SE, Herr Peter Steiner, in den Aufsichtsrat der Lotto24 AG gewählt werden. Durch die aktuelle Entwicklung dürften die von Scherzer in den offenen Briefen angesprochenen Punkte zusätzlich in den Fokus rücken.

Für den auch nach unserer Einschätzung zu erwartenden Fall des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (BuG-Vertrag) ergäbe sich neben einer zukünftig garantierten jährlichen Ausgleichszahlung und einem Barabfindungsangebot für abgabewillige Investoren auch die Möglichkeit, die vertraglich festgesetzten Konditionen im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens juristisch überprüfen zu lassen.

Perspektivisch erscheint eine vollständige Übernahme der Lotto24 AG durch die ZEAL Network SE ebenfalls denkbar. Auch in diesem Fall ergäbe sich die Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung.

Weitere aktuelle Meldungen zum Portfolio

Im Spruchverfahren zum Squeeze-out bei der Sky Deutschland AG hatte das LG München I Ende August 2018 erstinstanzlich eine Erhöhung der Barabfindung von 6,68 auf 6,77 Euro je Aktie festgesetzt. Aktuell läuft beim OLG München ein Beschwerdeverfahren gegen den Beschluss. Sollte das erstinstanzliche Urteil rechtskräftig werden, dürften Scherzer aus der Nachbesserung rund 0,24 Mio. Euro zuzüglich Zinsen zufließen.

Die Beteiligung an der Linde AG hat Scherzer nach der fusionskontrollrechtlichen Freigabe durch die US-amerikanischen Behörden auf zuletzt über 20 Prozent des Portfolios ausgebaut (vgl. Übersicht auf Seite 2). Der am 12. Dezember 2018 von der außerordentlichen Hauptversammlung beschlossene Squeeze-out wurde am 05. bzw. 08. April 2019 im Handelsregister eingetragen. Die Auszahlung der Barabfindung an die Aktionäre ist inzwischen abgewickelt worden. Wie wir vom Unternehmen in Erfahrung bringen konnten, hatte die Gesellschaft insgesamt 120.300 Linde-Aktien zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze-outs im Bestand. Entsprechend hat sich das Andienungsvolumen um 22,8 Mio. Euro erhöht. Der Vorstand der Scherzer & Co. AG sieht hier sehr gute Chancen auf eine Nachbesserung.

Nachbesserungsvolumen bei über 125 Mio. Euro

Das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen von Scherzer belief sich zum 31. März 2019 auf rund 103,8 Mio. Euro. 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 115 Mio. Euro. Durch die Einrechnung der vorgenannten Anteile sind im Nachbesserungsvolumen auch eine Reihe bereits recht alter Verfahren wie z. B. Vodafone Deutschland AG (frühere Mannesmann AG) enthalten. Unter Berücksichtigung der oben aufgeführten Linde-Nachbesserungsrechte dürfte sich das Andienungsvolumen von Scherzer aktuell auf etwa 126,6 Mio. Euro bzw. knapp 4,23 Euro je Aktie belaufen.

Dabei ist aus Anlegersicht zu beachten, dass die Abfindungsergänzungsansprüche bei Berechnung des NAV der Scherzer-Aktie nicht mit angesetzt werden. Es besteht damit 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 eher rückläufigen Renditen bei Spruchstellenverfahren berücksichtigt, ergeben sich aus dem vorhandenen Bestand interessante Nachbesserungschancen. Dies wird auch gestützt durch eine Untersuchung der Solventis AG im Rahmen der jährlich erscheinenden „Endspiel-Studie“ (zu beziehen unter www.solventis.de). Dort ermittelten die Analysten im Betrachtungszeitraum Oktober 2017 bis Oktober 2018 eine durchschnittliche Rendite über alle abgeschlossenen Spruchverfahren von 9,2 (Vj. 27,7) Prozent.

Dabei sind in der angegebenen Rendite die Ergebnisse aller beendeten Spruchstellenverfahren inklusive der Fälle ohne Nachbesserung enthalten. Der Anteil dieser sogenannten Nuller fiel im Berichtszeitraum mit fast 50 Prozent ungewöhnlich hoch aus. Zudem ist zu beachten, dass der außergewöhnlich hohe Vorjahreswert wesentlich durch eine Reihe exotischer Werte beeinflusst worden war. Die ermittelte Rendite bezieht sich auf die reinen Nachbesserungen, unter Einrechnung der Zinsen lag sie bei 10,7 (33,5) Prozent.

Bei der Beurteilung dieser Performance-Kennziffern ist neben dem unverändert anhaltenden Niedrigzinsumfeld natürlich auch zu berücksichtigen, dass – wie oben anhand des Fallbeispiels BUWOG dargelegt – 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.

GSC-Schätzungen leicht adjustiert

Auf Basis der Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr haben wir unsere Schätzungen geringfügig angepasst. Dabei haben wir nach wie vor die Besonderheiten einer Beteiligungsgesellschaft, deren Investitionen in Wertpapiere erfolgen, einfließen lassen. 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 unserem Schätzungstableau.

Ausgehend davon setzen wir in unserem Modell auf der Aufwandsseite den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte an. Gleiches gilt auch für die Erlösseite. Dort verwenden wir den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des bestehenden Portfolios aus den vorangegangenen Jahren. Auf dieser Basis sehen wir jetzt im laufenden Geschäftsjahr 2019 den Jahresüberschuss nach Steuern bei 3,8 Mio. Euro bzw. 0,13 Euro je Aktie. In 2020 gehen wir von einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 4,0 Mio. Euro und einem EPS von 0,14 Euro aus. Dabei erwarten wir ab dem Geschäftsjahr 2019 auch eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung mit jeweils 0,05 Euro je Anteilschein.

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 auf den zuletzt gemeldeten NAV.

Bewertung und Fazit

Infolge der insbesondere in der zweiten Jahreshälfte zunehmend negativen Börsenentwicklung sowie eines nachteiligen steuerlicher Sondereffekts aufgrund der seit Anfang 2017 geänderten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Wertpapieren des Umlaufvermögens konnte die Scherzer & Co. AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 nicht an den Erfolg der sechs Vorjahre anknüpfen. Allerdings dürften die vor Inkrafttreten der steuerlichen Änderungen erworbenen Wertpapierpositionen aus unserer Sicht weitgehend bis Ende 2018 veräußert worden sein, sodass wir aus den geänderten Besteuerungsgrundlagen zukünftig keine weiteren nennenswerten Effekte mehr erwarten.

Aufgrund der systemisch bedingten Besonderheiten und Unwägbarkeiten bei Prognosen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten stellen wir unsere Anlageempfehlung für die Scherzer & Co. AG nach wie vor auf den inneren Wert der Aktie 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 Kennzahl zur Bewertung dieses Unternehmens.

Der zum 31. März 2019 gemeldete innere Wert lag mit 2,28 Euro leicht unterhalb des Börsenkurses von 2,30 Euro zum Monatsultimo. Gleichwohl erachten wir die Scherzer-Aktie nach wie vor als ein interessantes Investment vor allem für den an Nachbesserungsthemen interessierten Anleger, der diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken will.

Zudem federt die betriebene Portfolioabsicherung die Effekte des weiterhin durch hohe geopolitische Unsicherheiten und Volatilitäten geprägten Marktumfeldes in gewissem Rahmen ab. Dies zeigt auch die deutliche Outperformance des Scherzer-NAV unter Berücksichtigung der gezahlten Dividende gegenüber dem DAX im vergangenen Geschäftsjahr.

Darüber hinaus steht der über langjährige Erfahrungen und eine breite Vernetzung in der Small- und Mid-Cap-Szene verfügende Vorstand gemäß Angaben auf der letztjährigen Hauptversammlung sowie der seitherigen Directors'-Dealings-Meldungen mit insgesamt gut 1,3 Mio. direkt und indirekt gehaltenen Scherzer-Aktien entsprechend etwa 4,4 Prozent des Grundkapitals hinter der Gesellschaft. Und infolge der Verpflichtung, die Hälfte der erhaltenen Netto-Tantiemen in Scherzer-Papiere zu investieren, dürfte sich diese Quote in den kommenden Jahren tendenziell weiter erhöhen.

Angesichts der jüngeren Marktentwicklung gehen wir aktuell von einem auf ungefähr 2,35 Euro gestiegenen NAV aus. Daher sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – derzeit bei etwa 2,35 Euro und nehmen auch unser Kursziel dementsprechend zurück. Auf dieser Basis stufen wir den Titel unverändert mit „Halten“ ein. Dabei könnten sich vor allem an schwächeren Börsentagen auch (Nach-)Kaufgelegenheiten ergeben.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	6,0	68,8%	12,9	82,0%	9,4	76,0%	5,7	67,9%	5,9	68,4%
Veränderung zum Vorjahr	9,9%		115,1%		-27,0%		-39,4%		4,3%	
Sonstige Erträge	2,6	29,6%	2,7	17,5%	2,9	23,1%	2,6	31,0%	2,6	30,4%
Veränderung zum Vorjahr	-25,6%		6,8%		4,1%		-9,1%		1,7%	
Zinserträge	0,1	1,7%	0,1	0,5%	0,1	0,9%	0,1	1,2%	0,1	1,2%
Veränderung zum Vorjahr	-85,3%		-44,6%		42,0%		-11,8%		0,0%	
Gesamterlöse	8,7	100,0%	15,7	100,0%	12,4	100,0%	8,4	100,0%	8,7	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	-12,0%		80,5%		-21,2%		-32,1%		3,4%	
Allgemeiner Verwaltungsaufwand	1,9	21,4%	3,7	23,3%	1,4	11,3%	2,3	27,4%	2,3	26,5%
Veränderung zum Vorjahr	48,1%		96,9%		-61,7%		63,8%		0,0%	
Zinsaufwand	0,3	3,3%	0,3	1,9%	0,3	2,6%	0,3	3,6%	0,3	3,5%
Veränderung zum Vorjahr	-31,6%		3,5%		6,7%		-5,4%		0,0%	
EBITDA	6,6	75,3%	11,8	74,8%	10,7	86,1%	5,8	69,0%	6,1	70,1%
Veränderung zum Vorjahr	-20,1%		79,2%		-9,3%		-45,6%		5,0%	
Abschreibungen	1,8	20,9%	3,8	24,2%	10,0	80,4%	2,0	23,8%	2,0	23,0%
Veränderung zum Vorjahr	20,3%		109,5%		161,6%		-79,9%		0,0%	
Erg. der gew. Geschäftstätigk. (EBT)	4,7	54,5%	7,9	50,6%	0,7	5,7%	3,8	45,2%	4,1	47,1%
Steuerquote	5,8%		0,5%		221,6%		1,0%		1,0%	
Ertragssteuern	0,3	3,2%	0,0	0,3%	1,6	12,6%	0,0	0,5%	0,0	0,5%
Jahresüberschuss	4,5	51,3%	7,9	50,3%	-0,9	-6,9%	3,8	44,8%	4,0	46,6%
Veränderung zum Vorjahr	-16,0%		76,9%		-110,8%		-540,1%		7,6%	
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	4,5	51,3%	7,9	50,3%	-0,9	-6,9%	3,8	44,8%	4,0	46,6%
Veränderung zum Vorjahr	-16,0%		76,9%		-110,8%		-540,1%		7,6%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	0,15		0,26		-0,03		0,13		0,14	

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

02.05.2019 ff. Monatliche NAV-Meldung
13.05.2019 Ordentliche Hauptversammlung in Köln

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
08.08.2018	2,78 €	Halten	2,80 €
08.01.2018	2,68 €	Halten	2,75 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,5%	60,0%
Halten	47,0%	40,0%
Verkaufen	1,5%	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.