

Akt. Kurs (11.02.2016, 17:36, Xetra): 1,55 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **1,85 (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 verbriefte 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 €	1,53 €
Aktueller Kurs:	1,55 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	46,4 Mio. €	

Anlagekriterien

Sehr erfolgreiches Geschäftsjahr 2015

Die Scherzer & Co. AG konnte das Geschäftsjahr 2015 mit einem deutlichen Gewinn abschließen. Auf Basis der gemeldeten vorläufigen Geschäftszahlen – diese unterliegen noch dem Vorbehalt etwaiger abweichender Bewertungsansätze sowie der Abschlussprüfung – lag das EBIT bei 5,8 (Vj. 4,2) Mio. Euro und das Ergebnis vor Steuern (EBT) bei 6,5 (3,9) Mio. Euro. Die geprüften Zahlen werden im Nachgang zur Bilanz-AR-Sitzung am 04. April veröffentlicht.

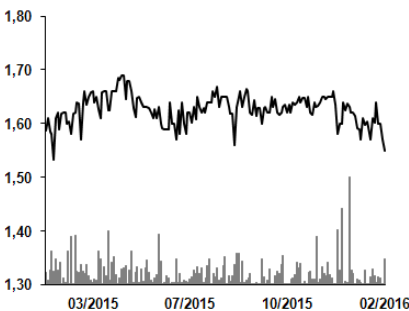
Somit konnte Scherzer den guten Geschäftsverlauf der ersten sechs Monate auch in der zweiten Jahreshälfte 2015 fortschreiben, obwohl sich das Kapitalmarktumfeld zunehmend unruhiger gestaltete. Ein wesentlicher Ertragstreiber im zweiten Halbjahr war die erhaltene Nachbesserung aus den Vergleichen bei den Spruchstellenverfahren in Sachen Schering AG. Hieraus sind dem Unternehmen rund 2,9 Mio. Euro inklusive Zinsen und vor Steuern zugeflossen.

Mit Blick auf das gemeldete Vorsteuerergebnis liegen die veröffentlichten Werte signifikant über unserer vorsichtigen Prognose. Bis zur Vorlage der endgültigen Zahlen, aus denen sich dann auch die genaue Höhe der Steuerlast ergeben wird, halten wir jedoch unter Vorsichtsaspekten unverändert an unseren bisherigen Schätzungen fest.

Portfolio mit ausgeglichenem Chance-Risiko-Profil

Die zum Jahresultimo vorhandenen zehn größten Portfoliopositionen wiesen im Gesamtjahr 2015 folgende Performance auf:

Data Modul AG	+84,8 %
Lotto24 AG	+59,4 %
Pfeiffer Vacuum Technology AG	+34,7 %
Mobotix AG	+24,9 %
W&W Wüstenrot und Württ. AG	+11,1 %
Allerthal-Werke AG	+6,5 %
Horus AG	+2,5 %
InVision AG	+2,0 %
MAN SE Vorzugsaktien	-0,4 %
GK Software AG	-12,1 %



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	12,3	16,3	16,3
Div.rendite	0,0%	3,2%	3,2%	3,2%

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

Zum 31. Januar 2016 stellten sich die zehn größten Aktienpositionen der Scherzer & Co. AG nach Unternehmensangabe wie folgt dar:

W&W Wüstenrot und Württ. AG	8,22 %	Chance
GK Software AG	8,16 %	Chance
Lotto24 AG	5,73 %	Chance
Allerthal-Werke AG	5,44 %	Sicherheit
MAN SE Vorzugsaktien	4,67 %	Sicherheit
Pfeiffer Vacuum Technology AG	3,89 %	Chance
InVision AG	3,51 %	Chance
Mobotix AG	3,51 %	Chance
K+S AG	3,42 %	Chance
Horus AG	3,35 %	Sicherheit

Dabei machten diese zehn Positionen 49,90 Prozent des Gesamtportfolios aus.

Nennenswerte Portfolioveränderungen der letzten Monate

Größere Transaktionen im Portfolio markierten in der jüngeren Vergangenheit die squeeze-out-bedingten Abgänge von Miba AG (HR-Eintragung 03.12.2015) und Deutsche Postbank AG (HR-Eintragung 21.12.2015) mit einem Volumen von 4,9 bzw. 2,7 Mio. Euro. Hierdurch erhöhte sich das Nachbesserungsvolumen im Dezember 2015 entsprechend um insgesamt 7,6 Mio. Euro.

Neue Engagements erfolgten beim FinTech-Unternehmen Fidor Bank AG (nach Delisting handelbar bei Valora Effektenhandel und Schnigge) mit mittlerweile etwas mehr als 5 Prozent des Grundkapitals, beim Übernahmekandidaten M.A.X. Automation AG mit über 1,3 Prozent sowie bei der Adler Modemärkte AG. Jüngst wurde zudem eine Position in der GAGFAH S.A. aufgebaut. Das Unternehmen befindet sich zu knapp 94 Prozent im Besitz der Vonovia SE und nach dem beschlossenen Rückzug von der Börse sind weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen zu erwarten.

Überdies wurde das Engagement bei der Pfeiffer Vacuum Technology AG ausgeweitet. Merklich reduziert wurden indes die Positionen bei Bastei Lübbe AG und Highlight Communications AG.

Nachbesserungsvolumen von Scherzer bei knapp 100 Mio. Euro

Das Andienungsvolumen der Scherzer & Co. AG belief sich per 31. Januar 2016 auf rund 96,2 Mio. Euro oder 3,21 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 110 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).

Nennenswerte Erhöhungen des Nachbesserungsvolumens ergaben sich nach dem Abgang von Schering im Rahmen des Vergleichs (siehe auch unser Research vom 09.09.2015) aus den Squeeze-outs bei Sky Deutschland AG (2,6 Mio. Euro), Miba AG (4,9 Mio. Euro) sowie Deutsche Postbank AG (2,7 Mio. Euro).

Bei der Berechnung des inneren Werts der Aktie (NAV – Net Asset Value) werden die Abfindungsergänzungsansprüche nicht mit einem Wert angesetzt. 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 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

Innerhalb des Geschäftsjahres 2015 hat sich der innere Wert der Scherzer-Aktie unter Berücksichtigung der Verbindlichkeiten (aber ohne etwaige Nachbesserungsrechte und anfallende Steuern) um 12,78 Prozent von 1,80 auf 1,98 Euro erhöht. Bei der Berechnung der prozentualen Performance wurde die erstmals ausgeschüttete Dividende in Höhe von 0,05 Euro an die Anteilseigner berücksichtigt.

Die weiter gestiegene Volatilität an den Börsen und der schwache Start der Indizes in das Jahr 2016 haben sich in den ersten Wochen unterproportional auch im Portfolio von Scherzer & Co. ausgewirkt. So lag der NAV per Ende Januar bei 1,90 Euro und damit um 4 Prozent unter dem Jahresultimo-Wert. Damit fiel der Rückgang jedoch geringer aus als beim DAX, der im gleichen Zeitraum ein Minus von rund 8,8 Prozent hinnehmen musste.

Bewertung und Fazit

Angesichts der systemisch bedingten Besonderheiten und Unsicherheiten 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 NAV-Meldung lag der innere Wert der Scherzer-Aktie per Ende Januar 2016 bei 1,90 Euro. Angesichts der Börsenturbulenzen der letzten Tage gehen wir aktuell von einem NAV von rund 1,85 Euro aus. Dieser läge damit etwa 19 Prozent über dem derzeitigen Börsenkurs. Dabei beinhaltet der NAV neben den abgebildeten Nettovermögenspositionen zudem noch eine gewisse Fantasie aus dem vorhandenen Portfolio an Abfindungsergänzungsansprüchen.

Mit einem nach wie vor bestehenden Abschlag von etwa 16 Prozent auf den geschätzten aktuellen 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 mit Blick auf die vorläufigen Zahlen für 2015 erneut mit einem Dividendenvorschlag auf Vorjahreslevel. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld ergibt sich daraus eine attraktive laufende Verzinsung des Investments von gut 3 Prozent.

Wir sehen den fairen Wert der Scherzer-Aktie daher – ohne Berücksichtigung der möglichen Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – auf dem Niveau des von uns auf 1,85 Euro geschätzten aktuellen inneren Wertes und nehmen deshalb unser Kursziel dementsprechend zurück. Dabei halten wir an unserem „Kaufen“-Votum unverändert fest.

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. März 2016 ff.	Monatliche NAV-Meldung
04. April 2016	Bilanzsitzung / Vorlage Geschäftsbericht
31. Mai 2016	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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
09.09.2015	1,65 €	Kaufen	1,95 €
23.04.2015	1,69 €	Kaufen	1,95 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,5%	60,0%
Halten	34,1%	40,0%
Verkaufen	11,4%	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. 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.