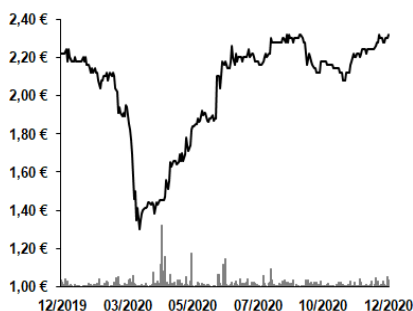


Akt. Kurs (17.12.2020, 12:26, Xetra): 2,28 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **2,70 (2,60) EUR**

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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	2,34 €	1,24 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,28 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	29.940.000	
<b>Streubesitz:</b>	100,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	68,3 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
<b>Ges.-leist.</b>	2,4	-0,7	16,0	6,1
<i>bisher</i>	---	---	8,5	---
<b>Erg. v. St.</b>	0,7	-2,3	11,2	4,3
<i>bisher</i>	---	---	2,8	4,0
<b>Jahresüb.</b>	-0,9	-2,3	9,5	4,1
<i>bisher</i>	---	---	2,8	4,0
<b>Erg./Aktie</b>	-0,03	-0,08	0,32	0,14
<i>bisher</i>	---	---	0,09	0,13
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	0,00	---
<b>KGW</b>	neg.	neg.	7,2	16,7
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	2,2%	2,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

#### Kurzportrait

Die im Börsensegment Scale gelistete Scherzer & Co. AG 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 (23,2%), der RM Rheiner Management AG (rd. 46%), der Smart Equity AG (44,4%), der HORUS AG (81,0%), der RENAISSANCE Management & Consulting GmbH (100%) sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH (100%), welche den Fonds Do-RM Special Situations Total Return I berät.

#### Anlagekriterien

##### Vierter Kapitalmarkttag der Scherzer & Co. AG

Wie bereits in den vergangenen drei Jahren hat die Scherzer & Co. AG auch 2020 wieder einen Kapitalmarkttag abgehalten, Corona-bedingt fand dieser allerdings dieses Mal in virtueller Form statt. In diesem Rahmen ging das Team um die beiden Vorstände Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth am 10. November detailliert auf einige interessante Werte und aktuelle Entwicklungen im Portfolio ein. Einen Themenschwerpunkt bildete der Squeeze-out bei der Audi AG. Ein weiterer Schwerpunkt lag auch wieder bei der Vorstellung ausgewählter Schweizer Aktien, in denen Scherzer engagiert ist. Da wir einen Teil dieser Werte bereits in früheren Researches ausführlich dargestellt haben, beschränken wir uns im Rahmen dieses Updates jedoch auf die Behandlung von drei Schweizer Titeln.

##### Audi AG – Wieder einmal den richtigen Riecher gehabt

Bereits seit 1971 bestand ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Audi AG und der Volkswagen AG. Dabei entsprach die Ausgleichszahlung für die Minderheitsaktionäre („Garantiedividende“) der Dividende auf die VW-Stammaktien. Auf dieser Basis beliefen sich die kumulierten Ausgleichszahlungen von VW von 1997 bis 2019 auf knapp 50 Euro je Audi-Aktie. Gleichzeitig führte Audi in diesem Zeitraum insgesamt über 760 Euro je Anteilsschein an VW ab.

Von der Breite des Marktes nicht wahrgenommen wurde jedoch, dass VW von 2004 bis 2017 auch signifikante Beträge in die Kapitalrücklage der Audi AG eingezahlt hat. In Summe beliefen sich diese freiwilligen Einzahlungen auf gut 280 Euro je Aktie. Hierdurch wurde einerseits die Substanz von Audi erhöht und die Eigenkapitalquote trotz einer investitionsbedingt stark gestiegenen Verschuldung stabil gehalten. Andererseits wurde damit faktisch auch die Ertragskraft der VW-Tochter signifikant gestärkt. Dies war den Spezialisten für Sondersituationen und unterbewertete Aktien bei Scherzer bereits 2016 ins Auge gefallen, weshalb die Gesellschaft seitdem sukzessive eine nennenswerte Position in dem Titel aufgebaut hatte.

Auch infolge der freiwilligen Einzahlungen hat sich das frühere Sorgenkind Audi über die Jahre zu einer Perle des VW-Konzerns entwickelt. Wohl auch vor diesem Hintergrund hat VW im dritten Quartal 2018 die Audi-Beteiligung von zuvor 99,55 auf 99,64 Prozent aufgestockt. Und wie bereits in unserem letzten Research vom 10. September erörtert, wurde dann Ende Februar 2020 von VW der aktienrechtliche Squeeze-out bei Audi angekündigt. Mitte Juni wurde die Barabfindung auf 1.551,53 Euro je Aktie festgelegt und Ende Juli der Squeeze-out von der Hauptversammlung der Audi AG beschlossen.

Zusätzlich erhielten die Audi-Anteilseigner Anfang Oktober noch eine Ausgleichszahlung für das Geschäftsjahr 2019 in Höhe der Dividende auf die VW-Stammaktien von 4,80 Euro. Nach der handelsregisterlichen Eintragung des Squeeze-out am 16. November hat Scherzer in diesem Rahmen Audi-Aktien im Volumen von 16,9 Mio. Euro eingereicht und dementsprechend Nachbesserungsrechte in gleicher Höhe aufgebaut. Aus der vereinnahmten Barabfindung erzielte die Gesellschaft einen Ergebnisbeitrag von 6,6 Mio. Euro vor Steuern.

Zuvor hatte Scherzer das im Rahmen des Squeeze-out-Verlangens vorgelegte Bewertungsgutachten intensiv analysiert. Diese Unternehmensbewertung nach IDW S 1 beinhaltet eine Reihe von Parametern, bei denen das Team gute Ansatzpunkte für eine Nachbesserung im Zuge eines Spruchstellenverfahrens sieht. Daher hat man sich entschieden, die Audi-Position im Rahmen des Squeeze-out einzureichen und nicht zu den zuvor erzielbaren Börsenkursen von rund 1.630 bis 1.640 Euro zu veräußern.

Insgesondere hinsichtlich der Marktrisikoprämie sieht Scherzer sehr gute Chancen auf eine Nachbesserung, denn diese erachtet man mit 5,75 Prozent als zu hoch angesetzt, da hier aktuell in der Regel 5,50 Prozent veranschlagt werden. Sofern es im Rahmen des anstehenden Spruchverfahrens zu einer entsprechenden Absenkung kommt, würde dies bereits eine Anhebung der Barabfindung um rund 5 Prozent bedeuten. Damit würde der durch den Verzicht auf einen börslichen Verkauf entgangene zusätzliche Gewinn von 80 bis 90 Euro je Audi-Aktie bereits wieder in etwa kompensiert.

Dass darüber hinaus auch bei einer Reihe weiterer Bewertungsparameter aus Scherzer-Sicht durchaus Nachbesserungspotenzial besteht, wertet das Team als zusätzliche „kostenlose Option“. Allerdings ist insgesamt zu berücksichtigen, dass bis zu einem rechtskräftigen Urteil in dem Spruchverfahren einige Jahre vergehen dürften und letztlich keine seriöse Prognose möglich ist, ob und wenn ja in welchem Umfang es zu einer Nachbesserung kommt.

### **Rocket Internet SE – Delisting mit Geschmäckle**

Neu aufgebaut wurde ein Engagement beim Internetinkubator und Beteiligungsunternehmen Rocket Internet SE, welches Anfang September 2020 ein Delisting angekündigt und dieses inzwischen auch bereits vollzogen hat. Bemerkenswert ist der Vorgang aus mehrerlei Gründen.

Der Börsengang von Rocket Internet erfolgte im Oktober 2014 zum Kurs von 42,50 Euro. Im Februar 2015 wurde eine Barkapitalerhöhung zu 49,00 Euro je Aktie durchgeführt. Im Herbst 2016 erfolgte der Segmentwechsel in den Prime Standard verbunden mit der Aufnahme in den SDAX. Von März 2018 bis September 2020 notierte die Aktie im MDAX, bevor sie wieder in den SDAX abstieg. Der Börsenkurs bewegte sich jedoch trotz erfolgreicher Investments und IPOs von Beteiligungsunternehmen zuletzt im Bereich unter 20 Euro und damit auch deutlich unterhalb des bilanziellen Eigenkapitals von knapp 30 Euro je Aktie.

Die Umsetzung des Delistings ist bei Rocket Internet ungewöhnlich, da hier nicht ein Großaktionär – die Familie Samwer – als Bieter auftrat, sondern das Rückkaufangebot direkt durch die Zielgesellschaft selbst, also die Rocket Internet SE, erfolgte. Die Annahmequote lag bei 20,34 Prozent. Dabei hatten sich die Großaktionäre und zwei Aufsichtsratsmitglieder bereits im Vorfeld verpflichtet, ihre Anteile nicht einzureichen. Die zur Umsetzung der Transaktion erforderlichen Voraussetzungen wurden im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung am 24. September beschlossen, deren Eintragung im Handelsregister ist jedoch derzeit durch Anfechtungsklagen, an denen Scherzer als Nebenintervenient beteiligt ist, blockiert.

Ungeachtet der anhängigen Klagen wurde das Rückkaufangebot zu 18,57 Euro allerdings inzwischen vollzogen, ebenso das Delisting. Wie die Umsetzung angesichts der anhängigen Klagen allerdings realisiert wird, ist für Außenstehende nicht ganz nachvollziehbar. Im Falle eines rechtskräftigen Obsiegens der Kläger besteht hier das Risiko, dass die gesamte Transaktion rückwirkend als unzulässig eingestuft wird und rückabgewickelt werden muss. Für erheblichen Unmut am Kapitalmarkt sorgte auch der Umstand, dass institutionelle Investoren wie etwa Investmentfonds infolge des Delistings faktisch gezwungen wurden, sich aus dem Titel zu verabschieden und das deutlich unter dem inneren Wert der Aktie liegende Rückkaufangebot anzunehmen.

Aus Sicht von Scherzer stellt das zuletzt weiter aufgestockte Investment eine relativ konservative Anlage dar. Der Kurs bewegt sich deutlich unter dem inneren Wert der Aktie, der – ohne Berücksichtigung stiller Reserven – bei mindestens 30 Euro gesehen wird, und ist damit vergleichsweise gut nach unten abgesichert. Mit der weiter existierenden Notierung in Hamburg besteht zudem auch eine Handelsmöglichkeit für die Aktie. Inwieweit die Entwicklung der anhängigen Rechtsverfahren auf mittlere Sicht zu weiteren strukturellen Maßnahmen bei Rocket Internet führen wird, bleibt abzuwarten. Auch ohne zeitnahe „Endspielperspektive“ sollte sich das Investment aber mittelfristig rechnen und den Abschlag auf den tatsächlichen Wert reduzieren können.

#### **Thurella Immobilien AG – Liegenschaftsverkauf auf der Zielgeraden**

Bei der lediglich außerbörslich auf OTC-X ([www.otc-x.ch](http://www.otc-x.ch)) und eKMU-X ([zkb-finance.mdgms.com](http://zkb-finance.mdgms.com)) gehandelten Thurella Immobilien AG (TIAG) handelt es sich um eine mit der POLUN Holding AG (siehe hierzu unser Research vom 03.05.2020) vergleichbare Schweizer Gesellschaft. Im Rahmen der Übernahme des Bio-Getränkeherstellers Thurella AG durch die Orior AG wurden die nicht betriebsnotwendigen Thurella-Liegenschaften im Mai 2018 in die zu diesem Zweck gegründete TIAG ausgegliedert. Dabei wurden die TIAG-Aktien im Zuge der Übernahme als Sachdividende an die Thurella-Aktionäre ausgeschüttet.

Die in Egnach am Bodensee gelegenen, knapp 22.000 Quadratmeter großen Liegenschaften sind aktuell mit einer unter Denkmalschutz stehenden Mosterei und einem Verwaltungsgebäude bebaut. Hier soll unter Einbindung des Mosterei-Gebäudes ein neues Dorfzentrum mit einer Mischung aus Wohnen und ruhigem Gewerbe entstehen. Betrieben wird das Vorhaben gemeinsam mit einem Projektentwickler, der das Areal nach Genehmigung und Inkraftsetzung des Gestaltungsplans erwerben und auf eigenes Risiko weiterentwickeln wird.

Seitens der TIAG wurde Ende März die Erfüllung dieser für den Grundstücksverkauf erforderlichen Voraussetzungen bis zum Jahresende 2020 als realistisch erachtet. Angesichts der aktuellen Corona-Lage ist hier aber auch noch eine Verzögerung um einige Monate denkbar. Bis zur Realisierung des Vorhabens werden die vorhandenen Flächen zur Deckung der laufenden Kosten vermietet, wobei sich eine Vollvermietung allerdings aufgrund von Gebäudealter und -struktur als schwierig darstellt.

#### **Valora Holding AG – Hoffnung auf Rückkehr zur Normalität**

Die an der SIX Swiss Exchange notierte Valora Holding AG betreibt insgesamt über 2.700 kleinflächige Verkaufsstellen (Kioske, Bäckereien, Gastronomie-Konzepte) an Hochfrequenzlagen vor allem in der Schweiz und Deutschland sowie auch in Luxemburg, Österreich und den Niederlanden. Bekannte Marken sind unter anderem BackWerk, Brezelbäckerei Ditsch, Brezelkönig, k kiosk und Press & Books.

In der Vergangenheit hatten sich Umsatz, Marge und Ergebnis der Gesellschaft bei soliden Cashflows positiv entwickelt. Angesichts des Geschäftsmodells wenig überraschend wurde die Aktie dann jedoch sehr hart von der Corona-Krise getroffen und dabei Ende Oktober auf ein Allzeit-Tief bei 130 CHF gedrückt. Scherzer hat hier im Mai und Anfang November antizyklisch eine Position im Volumen von rund 0,5 Mio. CHF aufgebaut. Inzwischen hat die Aussicht auf einen Impfstoff die Notierung zwar immerhin wieder auf rund 160 CHF gehievt, von ihrem Vor-Corona-Niveau um 270 CHF ist sie aber noch weit entfernt.

Die weitere Entwicklung hängt maßgeblich davon ab, ob bzw. wann eine Rückkehr zu einer Normalisierung des täglichen Lebens gelingt, wie eine eventuelle „neue Normalität“ aussehen wird und ob das Geschäftsmodell auf dieser Basis noch zukunftsfähig ist. Hier sieht Scherzer aber bereits sehr viele Unsicherheiten und Risiken im Börsenkurs eingepreist, so dass sich bei einer Rückkehr zur Normalität entsprechendes Kurspotenzial ergeben könnte.

### **Züblin Immobilien Holding AG – Hoher Abschlag auf den inneren Wert**

Die ebenfalls an der SIX Swiss Exchange gehandelte Züblin Immobilien Holding AG investiert primär in Schweizer Büroimmobilien, wobei der Großraum Zürich den Schwerpunkt des Portfolios bildet. Zum 30. September hat die Gesellschaft einen inneren Wert (NAV – Net Asset Value) von 39,70 CHF je Aktie veröffentlicht. Auf Basis des aktuellen Börsenkurses von 27,00 CHF notiert das Papier damit 32 Prozent unter dem NAV. Bei Ansatz der in den letzten Jahren gezahlten Dividende von 1 CHF weist der Titel zudem eine Ausschüttungsrendite von 3,7 Prozent auf. Darüber hinaus besteht auch eine gewisse Fantasie, dass Züblin als vergleichsweise kleiner Akteur in der sich konsolidierenden Schweizer Immobilienbranche zum Übernahmeziel werden könnte.

Interessant stellt sich zudem die Aktionärsstruktur dar: 41,65 Prozent des Grundkapitals werden über eine panamaische Gesellschaft von dem russischen Oligarchen Viktor Vekselberg gehalten. Weitere 10,21 Prozent entfallen auf eine Aktionärsgruppe um die dem deutschen Immobilieninvestor Norbert Ketterer zuzurechnende Kentom AG. Auf Antrag dieser Gruppe wurde auf einer am 21. Oktober einberufenen außerordentlichen Generalversammlung ein die Interessen dieser Aktionärsgruppe vertretendes Mitglied in den Verwaltungsrat gewählt. Eine ebenfalls diesem Umfeld zuzuordnende Fonds-Gruppe hat ihren Anteil im Juli von 3,86 auf 5,06 Prozent aufgestockt. Insgesamt sind die Aktionärsstrukturen in der zweiten Reihe nicht ganz transparent, es scheint hier jedoch Bewegung in Richtung eines aktivistischeren Ansatzes zu geben.

### **Weitere Meldungen zum Portfolio**

Bei der MAN SE, an der Scherzer gut 200.000 Stamm- und Vorzugsaktien hält, hat die zum Volkswagen-Konzern gehörende TRATON SE am 17. September bekanntgegeben, dass sie den am 28. Februar 2020 angekündigten Squeeze-out nicht mehr in diesem Jahr durchführen wird. Die MAN SE solle sich zunächst auf ihre Neuausrichtung und die Bewältigung der Auswirkungen der Corona-Krise konzentrieren. Die vollständige gesellschaftliche Integration in die TRATON SE soll jedoch 2021 weiter vorangetrieben werden. Bei einem Squeeze-out sieht Scherzer Potenzial für einen Abfindungskurs oberhalb von 50 Euro.

Das Spruchverfahren zum Squeeze-out bei der Oldenburgischen Landesbank (OLB) wurde mit Beschluss des OLG Celle vom 14. Oktober ohne eine Erhöhung der Barabfindung beendet. Hier hatten Scherzer und auch weitere Antragsteller den Standpunkt vertreten, dass bei der Bewertung einer Bank zumindest das buchmäßige Eigenkapital anzusetzen sei. Wären die Richter dieser Argumentation gefolgt, hätte das zu einer signifikanten Nachbesserung geführt.

### Portfolio wieder mit ausgewogener Struktur

Nach dem Abgang der Audi-Aktien, auf die per Ende Oktober 16,6 Prozent des Scherzer-Portfolios entfallen waren, weist dieses nun wieder ein ausgeglichenes Chancen-Risiko-Profil auf. Konkret stellten sich die zehn Positionen zum 30. November wie folgt dar:

MAN SE Stämme / Vorzüge	10,12 %	Sicherheit
GK Software SE	10,11 %	Chance
freenet AG	8,47 %	Chance
Allerthal-Werke AG	6,00 %	Sicherheit
Rocket Internet SE	5,79 %	Chance
ZEAL Network SE	4,79 %	Chance
Weleda AG Partizipationsschein	4,50 %	Sicherheit
Lotto24 AG	4,35 %	Sicherheit
HORUS AG	3,46 %	Chance
RM Rheiner Management AG	3,41 %	Sicherheit

Dabei bildeten diese zehn Werte insgesamt 61,0 Prozent des Gesamtportfolios. Den in Schweizer Wertpapiere investierten Anteil schätzen wir aktuell auf rund 10 Prozent. Der NAV der Scherzer-Aktie belief sich zum 30. November auf 2,70 Euro.

### Nachbesserungsvolumen bei über 110 Mio. Euro

Seit unserem letzten Research vom 10. September 2020 hat sich das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen von Scherzer zum 30. November auf rund 112,6 Mio. Euro bzw. 3,76 Euro je Aktie erhöht. Dabei stand dem Abgang der OLB-Nachbesserungsrechte von gut 8,4 Mio. Euro ein Zugang aus der Andienung der Audi-Aktien im Volumen von 16,9 Mio. Euro gegenüber.

Unter Berücksichtigung der in den Beteiligungen Allerthal-Werke AG und RM Rheiner Management AG vorhandenen weiteren Volumina ergab sich zum Monatsultimo durchgerechnet ein auf Scherzer entfallender Betrag von etwa 122 Mio. Euro. Durch die Einrechnung der vorgenannten Anteile sind im Nachbesserungsvolumen auch einige bereits recht alte Verfahren wie Bank Austria AG, Generali Deutschland Holding AG, HVB AG und Vattenfall 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](http://www.solventis.de)) für den Zeitraum Oktober 2019 bis Oktober 2020 über alle abgeschlossenen Spruchverfahren inklusive der Fälle ohne Nachbesserung eine durchschnittliche Rendite von 11,6 (Vj. 10,4) Prozent. Unter Einrechnung der Zinsen belief sich die Durchschnittsrendite auf 14,1 (13,1) Prozent. 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 anderweitig investiert werden können.

### **GSC-Schätzungen für 2020 nochmals kräftig erhöht**

Das Börsenumfeld hat sich im zweiten Halbjahr 2020 besser als von uns erwartet entwickelt. Dabei weisen unter den aktuellen zehn Schwergewichten im Scherzer-Portfolio GK Software, ZEAL Network, Lotto24 und RM Rheiner Management im Vergleich zum Jahresbeginn teils massive Kurssteigerungen auf, denen lediglich ein deutlicherer Rückgang bei freenet entgegensteht. Zudem konnte Scherzer jüngst im Rahmen des Audi-Squeeze-out einen signifikanten Ergebnisbeitrag von 6,6 Mio. Euro vor Steuern vereinnahmen.

Daher haben wir unsere Prognosen für das ablaufende Geschäftsjahr erneut kräftig angehoben. So sehen wir nunmehr das Nachsteuerergebnis bei 9,5 Mio. Euro entsprechend 0,32 Euro je Aktie. Damit wäre der zum Jahresresultimo 2019 ausgewiesene Bilanzverlust von 3,2 Mio. Euro, der zum 30. Juni bereits auf 0,4 Mio. Euro reduziert werden konnte, vollständig beseitigt. Angesichts des unter dieser Annahme verbleibenden deutlichen Gewinnvortrags sowie der diesjährigen NAV-Steigerung von 2,30 auf 2,70 Euro per 30. November gehen wir jetzt auch wieder von der Zahlung einer Dividende in Höhe von 0,05 Euro aus.

Auch für das Geschäftsjahr 2021 sind wir nun noch etwas optimistischer gestimmt. Zudem haben wir eine neue Schätzungsreihe für 2022 in unser Tableau aufgenommen. Dabei haben wir weiterhin die Besonderheiten einer Beteiligungsgesellschaft, deren Investitionen in Wertpapiere erfolgen, berücksichtigt. 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 haben wir in unserem Modell auf der Aufwandsseite vor allem den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte zugrundegelegt. Analog dazu haben wir auf der Erlösseite den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des Portfolios der vorangegangenen Jahre angesetzt. Auf dieser Grundlage sehen wir jetzt in 2021 einen Jahresüberschuss nach Steuern von 4,1 Mio. Euro entsprechend 0,14 Euro je Aktie. Für 2022 prognostizieren wir dann eine Steigerung auf 4,6 Mio. Euro bzw. 0,15 Euro je Anteilsschein. Dabei halten wir jeweils eine konstante Dividende in Höhe von 0,05 Euro für wahrscheinlich.

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 Scherzer-Aktie nach wie vor auf den zuletzt gemeldeten NAV.

### **Bewertung und Fazit**

Nach zuvor sechs erfolgreichen Jahren hatte die Scherzer & Co. AG für 2018 und 2019 Verluste ausweisen und die Dividende streichen müssen. Dabei waren auch keine nennenswerten Erträge im Bereich der Nachbesserungsrechte angefallen. Jetzt zeichnet sich jedoch für das ablaufende Geschäftsjahr eine beeindruckende Rückkehr auf die Erfolgsspur ab. Mit dem Verkauf der AXA-Nachbesserungsrechte im Juni sowie der Einreichung der bereits seit 2016 sukzessive auf- und ausgebauten Audi-Position im Rahmen des Squeeze-out im November konnten die Kölner vor Steuern Erträge in Höhe von 8,5 und 6,6 Mio. Euro realisieren. Daher dürfte aus unserer Sicht für 2020 auch die Dividendenzahlung wieder aufgenommen werden, auf Basis unserer Schätzungen liegt die Ausschüttungsrendite aktuell bei 2,2 Prozent.

Die Entwicklung des inneren Wertes (NAV) der Scherzer-Aktie kann sich in diesem Jahr mit einem Plus von 17,4 Prozent bis Ende November ebenfalls sehen lassen. Der DAX trat dagegen im gleichen Zeitraum mit einem minimalen Zuwachs von 0,3 Prozent quasi auf der Stelle. Damit sehen wir uns in der bereits in unseren letzten Researches geäußerten Meinung bestätigt, dass der von der Gesellschaft verfolgte Investmentansatz sich mittel- und langfristig nachhaltig auszahlt.

Insbesondere beim Aufspüren unterbewerteter Aktien und potenzieller Kandidaten für zukünftige Strukturmaßnahmen spielt auch die jahrelange Erfahrung und breite Vernetzung des Scherzer-Teams in der Small- und Mid-Cap-Szene eine wichtige Rolle. Und der Vorstand steht mit insgesamt rund 1,6 Millionen direkt und indirekt gehaltenen Anteilsscheinen entsprechend etwa 5,3 Prozent des Grundkapitals hinter der Gesellschaft. Zudem hat er sich verpflichtet, die Hälfte der Netto-Tantiemen in Scherzer-Aktien zu investieren, so dass sich dieser Anteil auch zukünftig tendenziell weiter erhöhen dürfte.

Angesichts der systemisch bedingten Besonderheiten und Unwägbarkeiten bei Schätzungen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten stellen wir unsere Anlageempfehlung für die Scherzer-Aktie weiterhin auf den NAV ab. Dabei bildet dieser 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. November 2020 gemeldete NAV der Scherzer-Aktie lag mit 2,70 Euro um satte 20,5 Prozent über dem gleichtägigen Xetra-Schlusskurs von 2,24 Euro. Auch im bisherigen Jahresverlauf notierte das Papier bereits überwiegend mit einem deutlichen Abschlag auf den NAV. Wir vermuten, dass die Anleger nach der eher mäßigen Performance der vergangenen beiden Jahre die diesjährigen Erfolgsmeldungen noch nicht vollständig realisiert haben.

Daher erachten wir das aktuelle Kursniveau als eine gute Gelegenheit, die Aktie der Kölner Spezialwerte-Spezialisten bei einem auf 2,70 Euro erhöhten Kursziel zu „Kaufen“. Dabei sind die Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren in dem von uns auf Basis des zuletzt gemeldeten NAV angesetzten fairen Wert noch nicht berücksichtigt.

## Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020e		2021e		2022e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	9,4	385,2%	1,1	-165,2%	14,0	87,5%	7,0	114,8%	7,5	113,6%
Veränderung zum Vorjahr			-88,4%		1184,0%		-50,0%		7,1%	
Zuschr. WP / Dividenden / sonst. Erträge	2,9	117,2%	3,4	-519,1%	3,5	21,9%	2,5	41,0%	2,5	37,9%
Veränderung zum Vorjahr			19,7%		2,2%		-28,6%		0,0%	
Abschreibungen auf Wertpapiere	9,9	407,0%	5,3	-797,4%	5,0	31,3%	3,5	57,4%	3,5	53,0%
Veränderung zum Vorjahr			-47,0%		-5,0%		-30,0%		0,0%	
Zinserträge	0,1	4,6%	0,1	-13,1%	3,5	21,9%	0,1	1,6%	0,1	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-23,8%		3951,7%		-97,1%		0,0%	
Gesamtleistung	2,4	100,0%	-0,7	100,0%	16,0	100,0%	6,1	100,0%	6,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-127,0%		2524,2%		-61,9%		8,2%	
Personalaufwand	0,7	28,2%	0,7	-104,6%	0,8	5,0%	0,8	13,1%	0,8	12,1%
Veränderung zum Vorjahr			0,4%		15,9%		0,0%		0,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7	29,3%	0,7	-106,1%	3,7	23,2%	0,7	11,8%	0,7	10,9%
Veränderung zum Vorjahr			-2,3%		430,0%		-80,6%		0,0%	
Sonstige Abschreibungen	0,0	0,7%	0,0	-2,8%	0,0	0,1%	0,0	0,3%	0,0	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,7%		8,5%		0,0%		0,0%	
Zinsaufwand	0,3	13,0%	0,3	-38,4%	0,3	1,6%	0,3	4,1%	0,3	3,8%
Veränderung zum Vorjahr			-20,2%		-1,3%		0,0%		0,0%	
Erg. der gew. Geschäftstätigk. (EBT)	0,7	28,8%	-2,3	351,8%	11,2	70,1%	4,3	70,7%	4,8	72,9%
Steuerquote	221,6%		-0,3%		15,0%		5,0%		5,0%	
Ertragssteuern	1,6	63,8%	0,0	-1,2%	1,7	10,5%	0,2	3,5%	0,2	3,6%
Jahresüberschuss	-0,9	-35,0%	-2,3	353,0%	9,5	59,6%	4,1	67,1%	4,6	69,2%
Veränderung zum Vorjahr			-172,6%		509,3%		-57,1%		11,6%	
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	-0,9	-35,0%	-2,3	353,0%	9,5	59,6%	4,1	67,1%	4,6	69,2%
Veränderung zum Vorjahr			-172,6%		509,3%		-57,1%		11,6%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	-0,03		-0,08		0,32		0,14		0,15	



### **Aktionärsstruktur**

Streubesitz 100,0%

### **Termine**

02.01.2021 ff. Monatliche NAV-Meldung

### **Kontaktadresse**

Scherzer & Co. AG  
Friesenstraße 50  
D-50670 Köln

Internet: [www.scherzer-ag.de](http://www.scherzer-ag.de)  
Email: [info@scherzer-ag.de](mailto: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](mailto: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
10.09.2020	2,30 €	Halten	2,60 €
03.05.2020	1,64 €	Kaufen	1,90 €
08.10.2019	2,18 €	Halten	2,25 €
23.09.2019	2,22 €	Halten	2,25 €
30.04.2019	2,36 €	Halten	2,35 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	66,7%
Halten	41,7%	33,3%
Verkaufen	6,9%	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](http://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.