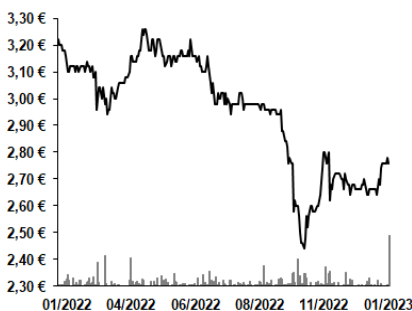


Akt. Kurs (13.01.2023, 09:12, Xetra): 2,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,15 (3,40) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	3,28 €	2,36 €
Aktueller Kurs:	2,70 €	
Aktienzahl ges.:	29.940.000	
Streubesitz:	100,0%	
Marktkapitalis.:	80,8 Mio. €	



Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
Ges.-leist.	15,1	15,9	2,1	7,2
<i>bisher</i>	---	---	4,2	---
Erg. v. St.	12,6	11,7	0,0	4,5
<i>bisher</i>	---	---	2,0	---
Jahresüb.	12,6	11,6	-0,1	4,4
<i>bisher</i>	---	---	1,9	---
Erg./Aktie	0,42	0,39	0,00	0,15
<i>bisher</i>	---	---	0,06	---
Dividende	0,05	0,05	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	1,9%	1,9%	0,0%	1,9%
KGV	6,4	6,9	neg.	18,2

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24
 Fax: 0211 / 17 93 74 - 44
j.nielsen@gsc-research.de

Kurzportrait

Die im Segment Scale der Deutschen Börse gelistete Scherzer & Co. AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die ihr Vermögen in börsengehandelte Aktien, Anleihen oder sonstige verbrieftete Wertpapiere investiert. Ferner hält das Unternehmen größere Pakete an der Arcandor AG i.l. / i.L. (22,0%), der independent capital AG (22,5%), der Allerthal-Werke AG (27,2%), der RM Rheiner Management AG (49,99%), der Smart Equity AG (44,4%), der HORUS AG (84,4%), der RENAISSANCE Management & Consulting GmbH (100%) sowie der RM Rheiner Fondskonzept GmbH (100%), die den Fonds Do-RM Special Situations Total Return berät.

Anlagekriterien

Sechster Kapitalmarkttag in Köln

Für den 13. Dezember 2022 hatte die Scherzer & Co. AG wieder zu ihrem jährlichen Kapitalmarkttag eingeladen. Nachdem die Veranstaltung in den beiden Vorjahren Corona-bedingt virtuell stattgefunden hatte, konnten die Kölner den Teilnehmern dieses Mal wieder persönlich spannende Hintergründe und Details zu ausgewählten Beteiligungen präsentieren.

RM Rheiner Fondskonzept GmbH – Potenzialstarkes Schätzchen

Die 2010 ursprünglich gemeinsam mit der RM Rheiner Management AG und der Allerthal-Werke AG gegründete RM Rheiner Fondskonzept GmbH ist inzwischen eine 100-prozentige Scherzer-Tochter. Derzeit wird die Beteiligung bei einem wirtschaftlichen Eigenkapital von 550 TEUR mit 600 TEUR im NAV (Net Asset Value – innerer Wert) bewertet.

Die Gesellschaft berät den Fonds Do-RM Special Situations Total Return, der Ende 2010 mit einer I-Tranche (für institutionelle Anleger) aufgelegt und Anfang 2018 um eine R-Tranche (für Retail-Anleger – Privatanleger) erweitert wurde. Die Anlagestrategie ist im Grundsatz mit der von Scherzer vergleichbar. Seit Auflage erzielte die I-Tranche einen durchschnittlichen jährlichen Wertzuwachs von 6,15 Prozent. Dabei rangiert die Performance gemäß aktuellen Presseveröffentlichungen im Vergleich zu ähnlich ausgerichteten Fondsprodukten des Wettbewerbs auf einem der vorderen Plätze.

Das Fondsvolumen bewegt sich seit Anfang 2021 im Bereich um 15 Mio. Euro. Auf dieser Basis konnte die RM Rheiner Fondskonzept GmbH im vorletzten Geschäftsjahr Umsätze aus volumen- und performanceabhängigen Fees von rund 160 TEUR vereinnahmen. Aufgrund sehr schlanker Kostenstrukturen verblieb dabei ein Gewinn von etwa 120 TEUR in der GmbH, der thesauriert wurde und deshalb nicht in die Scherzer-Erfolgsrechnung einfluss. Bei einem weiteren Ausbau des Fondsvolumens und einer positiven Performance sind hier dementsprechend künftig auch noch deutlich höhere Ergebnisse möglich, die dann auch an die Muttergesellschaft ausgekehrt werden könnten.

3U HOLDING AG – Notiert deutlich unter Wert

Die Aktie der 3U HOLDING AG hatte Scherzer 2021 ins Portfolio aufgenommen. Hinsichtlich näherer Details zu der Marburger Beteiligungsgesellschaft verweisen wir auf unsere entsprechenden, seit August 2019 fortlaufend erstellten ausführlichen Researches.

Im Zuge der zunehmenden Konkretisierung der IPO-Pläne bei der Tochter weclapp SE hatte der 3U-Kurs im Herbst 2021 bis in die Region um 4,70 Euro zugelegt. Nachdem der für das erste Halbjahr 2022 angedachte Börsengang jedoch angesichts des eingetrübten Kapitalmarktumfeldes auf unbestimmte Zeit verschoben wurde, kam die Notierung seit Anfang 2022 bis in den Bereich um 2,10 Euro zurück. Anfang September letzten Jahres überraschte 3U den Kapitalmarkt dann jedoch mit der Meldung über den Verkauf der weclapp-Beteiligung.

Infolge des vereinnahmten Transaktionserlöses von über 150 Mio. Euro wies der 3U-Konzern zum 30. September 2022 eine Nettoliquidität von 172,7 Mio. Euro entsprechend 4,89 Euro je Aktie aus. Dabei belief sich das Eigenkapital ohne Anteile Dritter auf 209,5 Mio. Euro bzw. 5,93 Euro je Anteilsschein. Zwar hat sich der 3U-Kurs inzwischen auf ein Niveau von 4,10 bis 4,20 Euro erholt, damit bewegt er sich aber immer noch deutlich sowohl unter der zuletzt ausgewiesenen Netto-Cash-Position und als auch unter dem Eigenkapital je Aktie. Daher fühlt sich Scherzer mit diesem als sehr defensiv eingestuften Investment weiterhin sehr wohl. Zudem ist angesichts der vom Unternehmen angekündigten angemessenen Gewinnbeteiligung der Anteilseigner für 2022 eine stattliche Dividendenausschüttung im Bereich um 2 Euro je Aktie zu erwarten.

CENTROTEC SE – Krasse Bewertungsdiskrepanz

Die CENTROTEC SE zählte ursprünglich mit einer weltweiten Präsenz in rund 50 Ländern zu den führenden Anbietern von Energiespartetechnologien im Gebäudebereich. Ende 2020 hat der Großaktionär und Aufsichtsratsvorsitzende Guido A. Krass eine Delisting-Vereinbarung mit CENTROTEC geschlossen und ein bis zum 15. Januar 2021 befristetes öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Preis von 15,03 Euro je Aktie abgegeben. Weitere Strukturmaßnahmen waren angabegemäß nicht geplant. In diesem Rahmen hatte Scherzer eine größere Position in dem Titel aufgebaut. Mit Ablauf der Annahmefrist hielt Herr Krass 72,07 Prozent der Anteilsscheine.

Im Rahmen einer für den am 25. Januar 2022 einberufenen außerordentlichen Hauptversammlung wurden dann mit der Stimmenmehrheit von Herrn Krass umfangreiche Satzungsänderungen beschlossen, die unter anderem den Wechsel in eine monistische Leitungsstruktur sowie eine Transformation der Gesellschaft zu einer aktiven Finanzholding in den Bereichen Industrial, Real Estate und Financial beinhalteten.

Infolge der wachsenden Bedeutung der Themen Energiesparen und -effizienz sowie eines geschickten Vorratsmanagements konnte CENTROTEC im Geschäftsjahr 2021 bei einem gut 21-prozentigen Umsatzwachstum auf 871,4 (Vj. 719,0) Mio. Euro das EBIT um über 70 Prozent auf 83,5 (48,8) Mio. Euro steigern und das Ergebnis je Aktie sogar auf 4,39 (2,08) Euro mehr als verdoppeln. Bis zur Veröffentlichung des Geschäftsberichts im Mai 2022 war die Notierung der weiterhin im Freiverkehr Hamburg gehandelten Aktie – teils unter hohen Umsätzen – bereits in den Bereich um 27 Euro geklettert. Mit Vorlage des Zahlenwerks stieg der Kurs dann weiter in die Region zwischen 35 und 40 Euro.

Auf diesem Niveau hat die Scherzer & Co. AG ihre Beteiligung Anfang September mit einem hohen Ergebnisbeitrag verkauft. Eine Woche später vermeldete CENTROTEC jedoch überraschend die Veräußerung des Kerngeschäfts CENTROTEC Climate Systems (CCS) mit den Marken Wolf, Brink, Pro-Klima und Ned Air an die italienische Ariston Group, zu deren Board of Directors künftig auch Herr Krass zählt. Der Kaufpreis umfasste neben einer Barkomponente von 703 Mio. Euro auch eine rund 11-prozentige Beteiligung an der Ariston-Gruppe. Im Zuge dieser Meldung sprang der CENTROTEC-Kurs dann nochmals auf das aktuelle Niveau zwischen 50 und 55 Euro. Die Transaktion kam zum 2. Januar 2023 zum Abschluss.

Zwischenzeitlich hat Scherzer wieder eine Position von rund 40.000 CENTROTEC-Aktien entsprechend 0,26 Prozent des Grundkapitals zu einem durchschnittlichen Einstand um 50 Euro aufgebaut. Hintergrund ist, dass das Scherzer-Team unter Berücksichtigung der Transaktionseffekte auf Grundlage einer Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung einen fairen Wert im Bereich um 90 bis 100 Euro für das Papier ermittelt hat. Weiteres Wertsteigerungspotenzial resultiert zudem aus der rund 11-prozentigen Beteiligung an der Ariston-Gruppe, die gut im Zukunftsmarkt Klima- und Heiztechnik positioniert ist.

Zusätzliche Fantasie ergibt sich darüber hinaus auch aus der von der ordentlichen Hauptversammlung im vergangenen Jahr beschlossenen, bis Ende Juni 2027 befristeten Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien bis zur Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals. Dabei hat das Unternehmen in diesem Zusammenhang den Handelsplatz Hamburg als Referenzbörse für den Kurs der CENTROTEC-Aktien anerkannt. Die auf dieser Basis insgesamt nach wie vor sehr attraktiv erscheinende Börsenbewertung dürfte der geringen Transparenz sowie der Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren Strategie bei der delisteten Gesellschaft, die nunmehr als monistisch von Herrn Krass geleitete Finanzholding ausgerichtet ist, geschuldet sein.

DATA MODUL AG – Solider Wert mit erheblichem Kurspotenzial

An der DATA MODUL AG ist Scherzer aktuell in Höhe von 2,55 Prozent des Grundkapitals beteiligt. Damit bildet die zu den weltweit führenden Anbietern von industriellen Display-, Touch- und Embedded-Technologien zählende Gesellschaft mit einer breit gestreuten Abnehmerstruktur derzeit den sechstgrößten Wert im Portfolio (siehe Übersicht auf Seite 6).

Im Jahr 2015 hatte der US-Konzern Arrow Electronics ein freiwilliges Übernahmeangebot zu 27,50 Euro je DATA-MODUL-Aktie unterbreitet. Im April 2017 strebte dieser dann zunächst auch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an, nahm von diesem Vorhaben jedoch Anfang Oktober 2017 wieder Abstand. Aktuell hält Arrow Electronics nach Unternehmensangaben 69,2 Prozent an DATA MODUL. Weitere strategische Ambitionen seitens des Großaktionärs sind bislang nicht erkennbar.

DATA MODUL erwirtschaftet seit Jahren deutlich positive Ergebnisse. Dabei schlägt das Management regelmäßig die Ausschüttung einer ordentlichen Gewinnbeteiligung an die Anteilseigner vor, wobei dieser Vorschlag ebenso regelmäßig von Arrow Electronics abgelehnt wird und stattdessen nur die Mindestdividende von 0,12 Euro je Aktie zur Auszahlung kommt.

Im Neunmonatszeitraum 2022 erzielte DATA MODUL bei einem um knapp ein Drittel auf 236,7 (Vj. 179,1) Mio. Euro erhöhten Auftragseingang einen fast 50-prozentigen Erlöszuwachs auf 204,5 (137,7) Mio. Euro. Dabei kletterte das EBIT um das Eineinhalbfache auf 19,9 (7,9) Mio. Euro, das Periodenergebnis je Aktie verdreifachte sich sogar fast auf 3,91 (1,31) Euro. Vor diesem Hintergrund wurde die Guidance für das Gesamtjahr zum zweiten Mal angehoben auf ein Umsatzplus von 25 bis 40 Prozent und eine EBIT-Steigerung um 85 bis 110 Prozent. Auch auf 2023 blickt der Vorstand zuversichtlich. Einen wesentlichen Erfolgsfaktor bildet dabei ein bewährtes globales Produktions- und Logistikkonzept in Verbindung mit einem proaktiven Vorratsmanagement, wodurch die Produktions- und Lieferfähigkeit auch in den aktuellen Zeiten bestmöglich gewährleistet wird.

Bei einem aktuellen Börsenkurs um 55 Euro gibt Warburg derzeit ein Kursziel von 77 Euro für die DATA-MODUL-Aktie aus. Das Scherzer-Team hält auf Basis einer Bewertung anhand eines EBITDA-Multiples perspektivisch sogar Kurse im Bereich um 100 Euro für durchaus realistisch.

K+S AG – Sehr attraktives Kursniveau

Über die K+S AG, die aktuell den achtgrößten Wert im Portfolio markiert (siehe Übersicht auf Seite 6), hatte das Scherzer-Team bereits beim vorherigen Kapitalmarkttag Thema berichtet (zu näheren Details siehe unser Research vom 10.11.2021). Seit dem im Frühjahr 2021 erfolgten Verkauf des amerikanischen Salzgeschäfts hängt die Entwicklung der Gesellschaft und damit auch des Aktienkurses hauptsächlich von der Kalipreisentwicklung ab.

Der in der zweiten Jahreshälfte 2021 eingesetzte deutliche Anstieg der Kalipreise hat sich im vergangenen Jahr infolge der Sanktionen im Zusammenhang mit dem Ukrainekrieg zunächst noch massiv verstärkt. Ausgehend von den zwischenzeitlich erreichten Höchstständen haben sich die Notierungen allerdings mittlerweile wieder halbiert. Ursächlich hierfür ist die durch das immer noch sehr hohe Preisniveau bedingte zurückhaltende Nachfrage aus der Landwirtschaft. Scherzer geht jedoch davon aus, dass sich die Situation wieder stabilisieren wird, da die Landwirte letztlich auf Kalidünger angewiesen sind.

In den ersten neun Monaten 2022 konnte K+S bei fast verdoppelten Konzernenerlösen von 4,19 (Vj. 2,14) Mrd. Euro das EBITDA mehr als verfünffachen auf 1,86 (0,36) Mrd. Euro. Einschließlich Sondereffekten lag das EPS bei 5,03 (12,84) Euro. Für das Gesamtjahr prognostiziert das Unternehmen ein EBITDA von 2,4 Mrd. Euro und einen bereinigten Free Cashflow von 1 Mrd. Euro. Beim Ergebnis je Aktie erwartet Scherzer einen Wert in Richtung von 8 Euro und hält dabei eine Dividende deutlich oberhalb von 1 Euro für realistisch, wobei auch ein Aktienrückkauf denkbar ist.

Für das angelaufene Geschäftsjahr 2023 können sich die Kölner ein EPS um 5 Euro und für die Folgejahre nachhaltige Ergebnisse im Bereich von 2 bis 3 Euro je Anteilsschein vorstellen. Auf dieser Basis erachtet Scherzer das derzeitige Kursniveau von knapp 21 Euro als sehr attraktiv. Der Mittelwert der aktuellen Kursziele der Analysten liegt bei rund 27,70 Euro. Die K+S AG selbst hat in ihren aktuellen Unternehmenspräsentationen sogar einen fairen Wert von 42,40 Euro je Aktie ermittelt.

Tele Columbus AG – Anleihe mit satter Rendite

Die Tele Columbus AG versorgt als einer der führenden deutschen Glasfasernetzbetreiber rund 9 Prozent der inländischen Haushalte. Im April 2021 erwarb die Kublai GmbH, ein Joint-Venture von Morgan Stanley Infrastructure Partners und der United Internet AG, im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots zu 3,25 Euro je Aktie einen Anteil von 91,96 Prozent an der Gesellschaft. Nach Durchführung einer Barkapitalerhöhung über 475 Mio. Euro im Mai 2021 wuchs die Beteiligung auf rund 94,4 Prozent. Im Juni kündigte Kublai ein Delisting-Erwerbsangebot zu 3,25 Euro je Aktie an. Anfang September 2021 wurde das Delisting vollzogen, wobei die Tele-Columbus-Aktie weiterhin im Freiverkehr Hamburg gehandelt wird. Mittlerweile hält Kublai über 95 Prozent an dem Unternehmen.

Erklärtes Ziel ist die Unterstützung der Fiber-Champion-Strategie von Tele Columbus durch die United Internet AG und Morgan Stanley Infrastructure Partners. Dabei betonte Morgan Stanley Infrastructure Partners, die Beteiligung als langfristige Investition zu sehen und den zukünftigen Kurs von Tele Columbus als eigenständiges Unternehmen zu begleiten. Die Fiber-Champion-Strategie umfasst die Investition von knapp 2 Mrd. Euro in die Netzinfrastruktur und den Glasfaserausbau innerhalb von 10 Jahren. Zudem sollen neben der bereits seit Oktober 2019 bestehenden Kooperation mit Telefónica Deutschland zusätzliche Wholesale-Partner gewonnen werden.

Mitte November 2022 vermeldete die Gesellschaft dann den Abschluss einer langfristigen Wholesale-Rahmenvereinbarung mit 1&1. Zeitgleich wurde entsprechend der seinerzeitigen Übernahmevereinbarung unter voller Zeichnung durch Kublai entsprechend der eigenen Bezugsquote eine weitere Barkapitalerhöhung zu 3,25 Euro je Aktie mit einem Gesamtvolumen von 75 Mio. Euro initiiert.

Mit Blick auf die vermeldete Wholesale-Vereinbarung mit 1&1, das erneute Commitment von Kublai im Rahmen der jüngsten Kapitalerhöhung sowie den Hintergrund von United Internet (Ralph Dommermuth) und Morgan Stanley Infrastructure Partners hat Scherzer eine Position in Höhe von nominal 1,1 Mio. Euro zu einem Einstand von rund 80 Prozent in der Anleihe der Tele Columbus AG aufgebaut. Dabei liegt die jährliche Rendite des Anfang Mai 2025 fälligen Papiers mit einem Kupon von 3,875 Prozent aktuell bei gut 17 Prozent.

Württ. Lebensversicherung AG – Zinswende bringt Dividendenfantasie

Die Württembergische Lebensversicherung AG rangiert gemessen an den 2021 vereinnahmten Bruttobeiträgen auf Rang 12 unter den deutschen Lebensversicherungen. Die Inhaber- und Namensaktien der 2015 zu 17,75 Euro je Anteilschein delisteten Gesellschaft werden außerbörslich bei der Valora Effekten Handel AG (www.veh.de) gehandelt (aktuelle Geldkurse 13,00 bzw. 15,30 Euro). Die W&W AG hält 94,9 Prozent und die Wüstenrot Stiftung rund 3 Prozent des Grundkapitals. Die Scherzer & Co. AG ist an dem Unternehmen schon seit vielen Jahren beteiligt und hat ihre Position zuletzt auf gut 1 Prozent des Grundkapitals aufgestockt. Dem liegen folgende Überlegungen zugrunde:

2011 wurde zur Absicherung der langfristigen Garantieverprechen der Lebensversicherer die Zinszusatzreserve eingeführt. In den durch die anhaltende Niedrigzinsphase geprägten vergangenen Jahren war die Branche durch die verpflichtenden Einzahlungen in diese Zinszusatzreserve erheblichen Belastungen ausgesetzt. Aufgrund des deutlichen Zinsanstiegs in 2022 sehen Branchenexperten jedoch inzwischen den Höhepunkt als überschritten an und rechnen bereits für das letzte Jahr mit einem leichten Abbau der Zinszusatzreserve.

Dabei dürfen Versicherungsaktiengesellschaften gemäß § 139 Versicherungsaufsichtsgesetz einen Bilanzgewinn nur ausschütten, soweit er den Sicherungsbedarf überschreitet (gesetzliche Ausschüttungssperre). Maßgeblich für die Ermittlung des Sicherungsbedarfs ist der 10-Jahres-Nullkupon-Euro-Swapsatz zum Bilanzstichtag.

Bei der Württembergischen Lebensversicherung AG wurde die Zinszusatzreserve im Geschäftsjahr 2021 auf 3,1 Mrd. Euro ausgebaut. Der Sicherungsbedarf lag auf Basis des 10-Jahres-Nullkupon-Euro-Swapsatzes von 0,298 Prozent bei 3,6 Mrd. Euro und überstieg damit den Bilanzgewinn von 73 Mio. Euro um ein Vielfaches. Daher griff wie in den Vorjahren die gesetzliche Ausschüttungssperre, so dass bei einem von 18 auf 20 Mio. Euro gesteigerten Jahresüberschuss eine Dividendenzahlung verhindert wurde.

Zum 31. Dezember 2022 ist der 10-Jahres-Nullkupon-Euro-Swapsatz auf 3,187 Prozent gestiegen, der Referenzzinssatz nach der 2018 neu eingeführten Berechnungsmethodik (Korridorverfahren) belief sich auf 1,57 Prozent. Auf dieser Basis ist eine Ausschüttung bei der Württembergischen Lebensversicherung AG nun grundsätzlich wieder möglich. Bei Ansatz des ab 2025 avisierten Jahresüberschusses von 25 bis 30 Mio. Euro entsprechend 2,05 bis 2,46 Euro je Aktie könnte sich das Papier daher künftig zu einem attraktiven Dividentitel entwickeln. Dabei hält Scherzer bereits für 2022 eine Ausschüttung im Bereich von 0,80 Euro je Anteilsschein für denkbar.

Portfolio derzeit eher defensiv ausgerichtet

Zum 31. Dezember 2022 stellten sich die zehn größten Positionen im Scherzer-Portfolio wie folgt dar:

Rocket Internet SE	6,85 %	Sicherheit
Allerthal-Werke AG	6,65 %	Sicherheit
Lotto24 AG	5,54 %	Sicherheit
Weleda AG Partizipationsschein	5,30 %	Sicherheit
GK Software SE	4,89 %	Chance
DATA MODUL AG	4,22 %	Chance
HORUS AG	4,10 %	Chance
K+S AG	3,64 %	Chance
RM Rheiner Management AG	3,34 %	Sicherheit
Kabel Deutschland Holding AG	3,28 %	Sicherheit

Dabei machten diese zehn Werte 47,81 Prozent des Gesamtportfolios aus. Den Anteil der Schweizer Wertpapiere schätzen wir unverändert auf rund 12 Prozent.

Nachbesserungsvolumen bei knapp 125 Mio. Euro

Das als Begleiterscheinung der Investitionen in Abfindungswerte aufgebaute Andienungsvolumen von Scherzer erhöhte sich per 31. Dezember 2022 im Vergleich zu unserem letzten Research vom 20. September 2022 um 1,5 auf 123,1 Mio. Euro entsprechend 4,11 Euro je Aktie. Ursächlich hierfür waren Zugänge von 1,3 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Verschmelzung der MyHammer Holding AG auf die Instapro II AG sowie von 160 TEUR aus dem Squeeze-out bei der KUKA AG.

Unter Berücksichtigung der in den Beteiligungen Allerthal-Werke AG und RM Rheiner Management AG vorhandenen weiteren Volumina ergab sich zum Jahresultimo durchgerechnet ein auf die Scherzer & Co. AG entfallender Betrag von rund 135 Mio. Euro. Dabei sind im Volumen der Nachbesserungsrechte auch einige bereits recht alte Verfahren wie Bank Austria Creditanstalt AG, Generali Deutschland Holding AG, HVB AG und Vattenfall AG enthalten.

Aus Sicht des Anlegers ist dabei 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 Upside-Potenzial dar. Auch wenn man die in den letzten Jahren tendenziell etwas geringeren Renditen bei Spruchstellenverfahren berücksichtigt, ergeben sich aus dem vorhandenen Bestand interessante Nachbesserungschancen.

So ermittelte die Solventis AG im Rahmen ihrer jährlich erscheinenden „Endspiel-Studie“ (zu beziehen unter www.solventis.de) für den Zeitraum Oktober 2021 bis Oktober 2022 über alle abgeschlossenen Spruchverfahren inklusive der Fälle ohne Nachbesserung eine durchschnittliche Rendite von 10,9 (Vj. 22,2) Prozent. Unter Einrechnung der Zinsen belief sich die Durchschnittsrendite auf 13,5 (26,6) Prozent. Dabei beinhalteten die Vorjahreswerte einen deutlich überdurchschnittlichen „Ausreißer“.

Bei Beurteilung dieser Performancekennziffern ist 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 2022 zurückgenommen

Unter Berücksichtigung der Börsen- und NAV-Entwicklung seit unserem letzten Research-Update vom 20. September bis zum Jahresende haben wir unsere Schätzungen für 2022 angepasst und dabei nochmals reduziert. Konkret sehen wir nun nach Steuern ein mit minus 0,1 Mio. Euro leicht negatives Ergebnis, das rundungsbedingt 0,00 Euro je Aktie entsprechen würde. Auf dieser Basis gehen wir davon aus, dass für 2022 keine Dividendenausschüttung erfolgen wird.

Unsere Prognosen für das angelaufene Geschäftsjahr 2023 haben wir hingegen unverändert belassen. Zudem haben wir jetzt eine neue Schätzungsreihe für 2024 mit aufgenommen. Dabei haben wir weiterhin auch 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 Prognosen.

Ausgehend davon beziehen wir in unserem Modell auf der Aufwandsseite den durchschnittlichen Kostenblock der Gesellschaft auf Basis historischer Werte mit ein. Analog dazu berücksichtigen wir auf der Erlösseite auch den mittleren Ertrag aus Gewinnrealisationen und sonstigen Erträgen des Portfolios der vorangegangenen Jahre. Auf dieser Grundlage erwarten wir für 2023 unverändert ein Nachsteuerergebnis von 4,4 Mio. Euro bzw. 0,15 Euro je Aktie. In 2024 halten wir dann eine Steigerung auf 4,8 Mio. Euro entsprechend 0,16 Euro je Anteilsschein für denkbar. Dabei gehen wir davon aus, dass für beide Geschäftsjahre wieder eine Dividende von 0,05 Euro je Aktie zur Ausschüttung kommen wird.

Bewertung

Da eine seriöse Prognose über den tatsächlichen Umfang etwaiger Gewinnrealisationen sowie erforderlicher Zu- und Abschreibungen auf die vorhandenen Wertpapierpositionen naturgemäß nicht möglich ist, stützen wir uns bei der Bewertung der Scherzer-Aktie auf den zuletzt gemeldeten NAV. Dabei bildet dieser im Gegensatz zu einer 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 31. Dezember 2022 veröffentlichte NAV der Scherzer-Aktie belief sich auf 3,16 Euro. Wir gehen davon aus, dass sich der innere Wert weiterhin in etwa auf diesem Niveau bewegt. Daher sehen wir den fairen Wert des Anteilscheins – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – aktuell bei rund 3,15 Euro.

Fazit

Im Jahr 2022 waren die Kapitalmärkte mit zahlreichen Herausforderungen konfrontiert. Dies spiegelte sich in einem Rückgang des deutschen Leitindex DAX von 12,3 Prozent wider. Auch der NAV (Net Asset Value – Innerer Wert) der Scherzer-Aktie musste in diesem „perfekten Sturm“ Federn lassen und gab unter Berücksichtigung der gezahlten Dividende von 0,05 Euro um 13,7 Prozent nach.

Im Rahmen ihres Kapitalmarkttagess zeigten die Spezialisten der Scherzer & Co. AG jedoch anhand einer ganzen Reihe spannender Einzelwerte deutlich auf, welche teils erheblichen Entwicklungs- und Wertsteigerungspotenziale derzeit in ihrem Portfolio schlummern. Hinzu kommen noch die Ertragschancen aus den – nicht in die NAV-Berechnung einfließenden – Nachbesserungsrechten, die sich aktuell auf 4,11 Euro je Aktie belaufen.

Daher bekräftigen wir unsere Überzeugung, dass die Kölner Beteiligungsgesellschaft mit ihrer Anlagestrategie, die auf einen Mix aus chancen- und sicherheitsorientierten Investments mit Schwerpunkt auf Sondersituationen setzt, auch weiterhin erfolgreich agieren und den DAX auf mittlere Sicht deutlich outperformen wird.

Auf Basis unseres in Anlehnung an den zuletzt gemeldeten NAV auf 3,15 Euro reduzierten Kursziels bietet die Scherzer-Aktie aktuell ein Upside-Potenzial von knapp 17 Prozent. Daher empfehlen wir unverändert insbesondere mittel- bis langfristig orientierten Anlegern und Investoren mit Interesse an Nachbesserungsthemen, die derartige Engagements jedoch nicht selbst eingehen können oder wollen, den Anteilsschein der Scherzer & Co. AG zu „kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

Scherzer & Co. AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022e		2023e		2024e	
Ergebnis aus Finanzinstrumenten	12,7	83,9%	15,1	95,1%	12,0	569,0%	8,0	111,9%	9,0	117,6%
Veränderung zum Vorjahr			19,1%		-21,0%		-33,1%		12,5%	
Zuschr. WP / Dividenden / sonst. Erträge	2,8	18,5%	3,6	22,4%	2,0	95,2%	3,0	42,0%	3,0	39,2%
Veränderung zum Vorjahr			27,5%		-43,9%		50,0%		0,0%	
Abschreibungen auf Wertpapiere	3,9	25,5%	3,0	18,6%	12,0	571,4%	4,0	55,9%	4,5	58,8%
Veränderung zum Vorjahr			-23,1%		305,4%		-66,7%		12,5%	
Zinserträge	3,5	23,0%	0,2	1,1%	0,2	7,1%	0,2	2,1%	0,2	2,0%
Veränderung zum Vorjahr			-95,1%		-12,8%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	15,1	100,0%	15,9	100,0%	2,1	100,0%	7,2	100,0%	7,7	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-86,8%		240,5%		7,0%	
Personalaufwand	0,8	5,3%	2,9	18,4%	0,9	42,9%	1,3	18,2%	1,4	18,3%
Veränderung zum Vorjahr			268,1%		-69,2%		44,4%		7,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	10,1%	1,1	6,8%	1,0	47,6%	1,1	15,4%	1,1	14,4%
Veränderung zum Vorjahr			-29,5%		-7,2%		10,0%		0,0%	
Sonstige Abschreibungen	0,0	0,2%	0,0	0,1%	0,0	1,0%	0,0	0,3%	0,0	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			0,6%		-15,7%		0,0%		0,0%	
EBIT (nachrichtlich)	9,3	61,5%	11,7	73,6%	0,0	1,4%	4,6	64,1%	5,0	65,1%
Veränderung zum Vorjahr			25,8%		-99,7%		15166,7%		8,7%	
Zinsaufwand	0,2	1,5%	0,2	1,1%	0,2	9,5%	0,2	2,8%	0,2	2,6%
Veränderung zum Vorjahr			-22,7%		15,4%		0,0%		0,0%	
Erg. der gew. Geschäftstätigk. (EBT)	12,6	83,0%	11,7	73,6%	0,0	-1,0%	4,5	63,4%	4,9	64,4%
Steuerquote	-0,1%		0,4%		-500,0%		2,2%		2,0%	
Ertragssteuern	0,0	-0,1%	0,0	0,3%	0,1	4,8%	0,1	1,4%	0,1	1,3%
Jahresüberschuss	12,6	83,1%	11,6	73,3%	-0,1	-5,7%	4,4	62,0%	4,8	63,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		-101,0%		-3791,7%		9,0%	
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	12,6	83,1%	11,6	73,3%	-0,1	-5,7%	4,4	62,0%	4,8	63,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		-101,0%		-3791,7%		9,0%	
Anzahl der Aktien	29,940		29,940		29,940		29,940		29,940	
Gewinn je Aktie	0,42		0,39		0,00		0,15		0,16	

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

Streubesitz 100,0%

Termine

01.02.2023 ff. Monatliche NAV-Meldung
31.05.2023 Ordentliche Hauptversammlung

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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
20.09.2022	2,88 €	Kaufen	3,40 €
20.04.2022	3,24 €	Kaufen	3,80 €
17.02.2022	3,10 €	Kaufen	3,70 €
10.11.2021	3,18 €	Kaufen	3,70 €
07.10.2021	3,14 €	Kaufen	3,60 €
15.09.2021	3,12 €	Kaufen	3,60 €
26.04.2021	2,40 €	Halten	3,15 €
04.02.2021	2,56 €	Kaufen	2,95 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	70,0%	89,5%
Halten	26,0%	10,5%
Verkaufen	4,0%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte 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.