

## Scherzer & Co

### Asset Management

11 April 2017

## Investition in Sondersituationen

Scherzer & Co (PZS) ist ein börsennotiertes Asset-Holding-Unternehmen mit Schwerpunkt Kapitalbeteiligungen. PZS investiert in Sondersituationen, Small- und Microcaps und Wertaktien, vor allem in Deutschland. Das Unternehmen verfolgt einen dualen Investitionsansatz und kauft einerseits Aktien aus Übernahmesituationen, Buy-outs oder ähnlichen Situationen, in denen eine Kapitalumstrukturierung stattfindet, und andererseits „fehlbewertete“ Wertaktien, bei denen aufgrund hoher Buchwerte, Netto-Cash-Positionen oder starken Hauptaktionären eine Wertuntergrenze angenommen wird. Diese Herangehensweise hat sich in den zurückliegenden fünf Jahren als erfolgreich erwiesen.

### Wert für Aktionäre

PZS investiert in Sondersituationen, in denen potenziellen Käufern der Aktienbesitz aus dem Bestand angeboten werden kann. Die Wertgewinnung basiert auf einer langfristigen Strategie. Unserer Ansicht nach unterstützt das gegenwärtige Marktumfeld eine solche Strategie, da M&A-Aktivitäten von robusten Erträgen und niedrigen Zinssätzen profitieren. PZS will den Kapitalzuwachs fördern und nutzt den Leverage-Effekt, wenn dieser als angemessen erachtet wird. Der Konzern hat in den vergangenen fünf Jahren eine kumulierte jährliche Wachstumsrate von 14 % beim NAV je Aktie erzielt. Darüber hinaus zahlt PZS seit 2014 eine Dividende von 0,05 €.

### Potenzieller NAV-Kicker

Im Laufe der Jahre hat PZS ein Portfolio von Nachbesserungsrechten aufgebaut, die für potenzielle zusätzliche Auszahlungen an Aktionäre aufgrund von Rechtsansprüchen nach Squeeze-outs und anderen Aktionen wie Unternehmensverträgen stehen. Diese zusätzlichen Ansprüche basieren auf einem ursprünglichen Ausschreibungswert von rund 95 Mio. €. Der Ausgang solcher Ansprüche ist ungewiss, doch dieser ausgeschriebene Wert könnte die Grundlage eines potenziell starken Equity-Kickers für PZS-Aktionäre sein.

**Kurs\*** 2,38 €  
**Marktkapitalisierung** 71 Mio. €

#### Aktienkurschart



#### Angaben zur Aktie

Code	PZS GY/PZSG
Börsennotierung	Deutsche Börse Scale
Ausgegebene Aktien	29,9 Mio
Letzte, im Dezember 2015 gemeldete Nettoverschuldung	17 Mio. €

#### Beschreibung des Unternehmens

Scherzer & Co (PZS) investiert hauptsächlich am inländischen Aktienmarkt. PZS hält Ausschau nach unbekanntem oder unbeliebten Unternehmen und nach Sondersituationen. Der Fokus liegt auf Sondersituationen, deren Nachteile als begrenzt erachtet werden. Darüber hinaus kauft PZS Wertaktien hauptsächlich unter Buchwert auf. Diese Aktien müssen auf einem starken Geschäftsmodell fußen.

#### Bull

- Starkes Management, gut am Markt bekannt.
- 'Heimlicher' NAV-Kicker dank spezieller Ausgleichszahlungen, wenn auch mit binären Ergebnissen.
- Gut diversifiziertes Portfolio mit attraktivem Rendite-Risiko-Muster, das über mehrere Jahre aufgebaut wurde.

#### Bear

- Abhängig vom Marktumfeld.
- Noch immer relativ klein.
- Marktgröße ist für die Strategie begrenzt.

#### Analyst

Ralf Groenemeyer +44 (0)20 3077 5700

[financials@edisongroup.com](mailto:financials@edisongroup.com)

## Bewertung: FIDOR-Verkauf führt zu starken Ergebnissen 2016

PZS handelte lange mit 15%igem Abschlag auf den NAV, doch nach den Ereignissen 2016 und dem erfolgreichen Verkauf der FIDOR Bank im selben Jahr war dieser Abschlag so gut wie hinfällig (NAV am 31. März 2017: 2,40 €). Zu beachten ist, dass der NAV kein Einkommen aus potenziellen ECS-Gewinnen beinhaltet. Der Nettogewinn lag bei 4,45 Mio. € und damit rund 23 % über den Konsensschätzungen, hauptsächlich aufgrund des erfolgreichen FIDOR-Verkaufs am 19. Dezember 2016, der einen Vorsteuergewinn in Höhe von 2,9 Mio. € beitrug. PZS stellt für das FJ 2016 eine den Schätzungen entsprechende Dividende von 0,05 € in Aussicht. Der Aktienpreis bewegte sich im Jahr 2016 vom Abschlag zum Aufschlag auf den NAV, was möglicherweise den FIDOR-Verkauf und einen aktualisierten Bewertungsbericht über AXA widerspiegelt (diesem Bericht zufolge könnten die ECS von PZS aus dem Bestand an AXA-Stammaktien einen Wert von 18,8 Mio. € haben.)

**Edison Investment Research stellt gemäß Paragraph 36, Unterabsatz 3 der allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand 1. März 2017) qualitative Research-Coverage über Unternehmen zur Verfügung, die im Scale-Segment der Deutschen Börse notiert sind. Jedes Jahr werden zwei bis drei Researchberichte veröffentlicht. Researchberichte beinhalten keine Finanzprognosen von Edison-Analysten.**

### Konsensschätzungen

Jahresende	Einnahmen (Mio. €)	Nettogewinn (Mio. €)	Ertrag je Aktie (€)	Dividende pro Aktie (€)	KGV (x)	Ertrag (%)
12/13	9,8	6,0	0,20	0,00	11,9	k. A.
12/14	11,0	3,8	0,13	0,05	18,3	2,1
12/15	12,8	5,3	0,18	0,05	13,2	2,1
12/16	7,6	4,5	0,15	0,05	15,9	2,1
12/17e	7,8	4,2	0,14	0,06	17,0	2,5

Quelle: Scherzer & Co Berichte, Konsensschätzungen (ODDO, GSC, Solventis)

Edison ist ein Investmentresearch- und -beratungsunternehmen mit Geschäftsstellen in Nordamerika, Europa, dem Mittleren Osten und Asien-Pazifik. Das Herzstück von Edison ist unsere weltbekannte Aktienresearchplattform und die umfassende, branchenübergreifende Expertise. Die von Edison Investment Research Researchberichte werden vielerorts gelesen, unter anderem von internationalen Investoren, Beratern und Stakeholdern. Edison Advisors setzt unsere zentrale Researchplattform ein, um verschiedenartige Dienste anzubieten, darunter Investor Relations und strategisches Consulting. Edison ist von der [Financial Conduct Authority](#) zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Edison Investment Research (NZ) Limited (Edison NZ) ist das neuseeländische Tochterunternehmen von Edison. Edison NZ ist im New Zealand Financial Service Providers Register (unter der FSP-Nummer 247505) ausschließlich von Wholesale- und/oder generischen Finanzberatungsdiensten eingetragen. Edison Investment Research Inc. (Edison US) ist das US-amerikanische Tochterunternehmen von Edison und unterliegt der Regulierung durch die Securities and Exchange Commission. Edison Investment Research Limited (Edison Aus) [46085869] ist das australische Tochterunternehmen von Edison, das nicht der Regulierung durch die Australian Securities and Investment Commission unterliegt. Edison Germany ist eine Zweigstelle von Edison Investment Research Limited [4794244]. [www.edisongroup.com](http://www.edisongroup.com)

#### HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Jedliche in diesem Bericht enthaltenen Informationen, Daten, Analysen und Meinungen stellen keine Investmentberatung der Deutschen Börse AG oder der Frankfurter Wertpapierbörse dar. Eine Investmententscheidung sollte ausschließlich auf Grundlage einer Angebotsunterlage für Wertpapiere oder einer anderen Unterlage getroffen werden, die alle für diese Investmententscheidung notwendigen Informationen enthält, einschließlich Angaben zu den Risikofaktoren.

Copyright 2017 Edison Investment Research Limited. Alle Rechte vorbehalten. Dieser Bericht wurde von der Deutschen Börse AG in Auftrag gegeben und von Edison zur weltweiten Veröffentlichung vorbereitet und herausgebracht. Alle bei der Veröffentlichung dieses Berichts verwendeten Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die als zuverlässig gelten. Wir geben jedoch keine Gewährleistung über die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Berichts ab. Die in diesem Bericht wiedergegebenen Meinungen stellen die der Researchabteilung bei Edison zur Zeit der Veröffentlichung dar. Die im Rahmen des Investmentresearch beschriebenen Wertpapiere dürfen eventuell nicht in allen Gerichtsbarkeiten oder an bestimmte Kategorien von Investoren verkauft werden. In Australien w von Edison Aus . ausschließlich zur Nutzung durch Großkunden („wholesale clients“) im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt. In den Vereinigten Staaten wird das Investmentresearch von Edison US ausschließlich an große US-amerikanische institutionelle Investoren . Edison US ist bei der Securities and Exchange Commission als Investmentberater eingetragen. Edison US verlässt sich auf den „Ausschluss für Veröffentlichung“ („publishers exclusion“) im Rahmen der Definition von Investmentberatern gemäß Section 202(a)(11) des Investment Advisers Act von 1940 und den entsprechenden, in einzelnen Bundesstaaten geltenden Wertpapiergesetzen. Somit bietet Edison keine individuelle Beratung an und stellt keine solche Beratung zur Verfügung. Wir veröffentlichen Informationen über Unternehmen, die unsere Leser unserer Meinung nach interessieren könnten. Diese Informationen reflektieren unsere ehrlichen Meinungen. Die von uns zur Verfügung gestellten oder unserer Website entnommenen Informationen sind nicht als individuelle Beratung gedacht und sollten keinesfalls derartig ausgelegt werden. Weiterhin dürfen unsere Website und die von uns zur Verfügung gestellten Informationen von keinem Bezieher oder voraussichtlichem Bezieher als Aufforderung zu Durchführung oder versuchten Durchführung einer Wertpapiertransaktion ausgelegt werden. D in diesem Dokument wiedergegebene Research für in Neuseeland ansässige professionelle Finanzberater oder -makler (zur Verwendung in ihrer Kapazität als Finanzberater oder -makler) und für erfahrene Investoren bestimmt, die Großkunden („wholesale clients“) im Sinne des Financial Advisers Act 2008 (FAA) (wie in Sections 5(c) (1)(a), (b) und (c) des FAA beschrieben) sind. Dies ist keine Aufforderung oder Veranlassung, jedliche in diesem Dokument erwähnte oder thematisierte Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen, zu zeichnen oder zu garantieren. Dieses Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und ist nicht als Angebot oder Aufforderung zum Investment in jedliche der in diesem Dokument erwähnten oder Wertpapiere . Als Marketingmitteilung gemäß den FCA-Regeln wurde dieses Dokument nicht entsprechend den rechtlichen Anforderungen zu Förder der Unabhängigkeit von Investmentresearch erstellt und unterliegt keinem Verbot in Bezug auf Handel vor der Ver von Investmentresearch. Edison verfolgt eine restriktive Politik in Bezug auf private Wertpapiergeschäfte. Die Edison Group führt keine Investmentresearch durch und hält dementsprechend keine Positionen in den in diesem Bericht erwähnten Wertpapieren. Jedoch können die jeweiligen Geschäftsführer, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeiter und Vertragspartner von Edison eventuell Positionen in den in diesem Bericht erwähnten oder in mit diesen verbundenen Wertpapieren ha. Edison oder seine verbundenen Unternehmen können eventuell jedem der in diesem Bericht erwähnten Unternehmen Dienste erbringen oder diesen Geschäfte antragen. Der Wert der in diesem Bericht erwähnten Wertpapiere kann fallen ebenso wie steigen und unterliegt hohen und plötzlichen . Darüber hinaus kann es eventuell schwierig oder unmöglich sein, die in diesem Bericht erwähnten Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen oder akkurate Informationen über ihren Wert zu erhalten. bietet keinen zuverlässigen Hinweis auf künftige Zukunftsgerichtete Informationen oder Aussagen in diesem Bericht beinhalten Informationen, die auf Annahmen, Prognosen künftiger Ergebnisse oder Schätzungen noch nicht ermittelbarer Beträge beruhen und bringen deshalb bekannte und unbekannt Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren mit sich, die bewirken können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, oder Errungenschaften ihres Gegenstands sich erheblich von den aktuellen Erwartungen unterscheiden. Für die Zwecke des FAA ist der Inhalt dieses Berichts allgemeiner Natur, ist lediglich als allgemeine Informationsquelle und soll keine Empfehlung oder Meinung in Bezug auf den Erwerb oder die Veräußerung (oder den Verzicht auf Erwerb oder Veräußerung) von Wertpapieren darstellen. D dieses Dokuments ist kein individueller Service („personalised service“), und ist in dem Umfang, in dem Finanzberatung beinhaltet, lediglich ein von Edison im Sinne des FAA zur Verfügung gestellter klassenbezogener Service („class service“, d. h. die spezifische oder Einzelner werden dabei nicht berücksichtigt). Somit sollte sich niemand beim Treffen einer Investmententscheidung auf dieses Dokument verlassen. Im maximalen gesetzlich gestatteten Umfang sind Edison, seine verbundenen Unternehmen und Vertragspartner deren jeweilige Geschäftsführer, Handlungsbevollmächtigten und Mitarbeiter nicht für Verlust oder Sch. haftbar, d auf jedliche in diesem Bericht enthaltenen Informationen , und garantieren keine Erträge a Investments in die in dieser Veröffentlichung erörterten Produkte. FTSE International Limited („FTSE“) © FTSE 2017. „FTSE®“ ist ein Warenzeichen der Unternehmen der London Stock Exchange Group und wird von FTSE International Limited im Rahmen einer Lizenz genutzt. Alle Rechte an den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings auf FTSE und/oder seine Lizenzgeber übertragen. Weder FTSE noch seine Lizenzgeber übernehmen die Haftung für etwaige Fehler oder Auslassungen in den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings oder den zugrundeliegenden Daten. Die weitere Verteilung von FTSE-Daten ist nur mit Genehmigung FTSE gestattet.