

## Scherzer & Co

**Asset Management**

18 April 2019

### Gedämpfte FJ18-Ergebnisse geben Markttrends wieder

Der Nettoinventarwert von Scherzer & Co (PZS) ging im FJ18 um 12,6 % und im Q119 um weitere 1,3 % zurück. Das Unternehmen steigerte sein Einkommen aus Dividenden und dem Verkauf von Optionen, doch beträchtliche Abschreibungen im Portfolio und eine recht hohe Steuerlast führten zu einem negativen Gewinn von 0,03 € je Aktie. Demnach wird das Unternehmen keine Dividende ausschütten. Im Vergleich dazu wurde aus dem FJ17-Gewinn eine Dividende von 0,10 € je Aktie gezahlt. Das PZS-Portfolio von zusätzlichen Ausgleichsansprüchen (Extra Compensatory Claims bzw. ECS) wuchs im FJ18 auf 103,8 Mio. € (116 Mio. € einschließlich Allerthal-Werke und RM Rheiner Management), was vor allem der Hinzufügung von 8,4 Mio. € zu verdanken war, die der PZS-Beteiligung an der Oldenburgischen Landesbank zuzuschreiben sind.

### Negativer Gewinn je Aktie wegen Abschreibungen und Steuern

PZS meldete im FJ18 einen negativen Gewinn von 0,03 € je Aktie – im FJ17 betrug er positive 0,26 € je Aktie. Der Verlust wurde in erster Linie durch nicht realisierte Nettoverluste (9,7 Mio. € ggü. 2,9 Mio. € im FJ17) verursacht – diese gaben negative Entwicklungen an den deutschen Börsen im H218 wieder. Zwei beträchtliche Veräußerungen des „alten“ Umlaufvermögens von PZS führten zu einer hohen Steuerlast von 1,6 Mio. € (FJ17: 0,03 Mio. €), die sich im Laufe der Zeit aufgrund regulatorischer Änderungen verringern sollte. Das Unternehmen wies einen Gewinn aus realisierten Transaktionen von 9,4 Mio. € aus (-27 % gegenüber dem Vorjahr), der durch ein im Jahresvergleich 44 % höheres Dividendeneinkommen von 2,6 Mio. € und einen geringeren Personalaufwand unterstützt wurde.

### Nettoinventarwert entwickelt sich im Q119 schlechter als der weitere Markt

Während die Entwicklung des Nettoinventarwerts von PZS im FJ18 (-12,6 % auf Gesamttrenditebasis) sowohl dem MDAX (-18 %) als auch dem SDAX (-20 %) voraus war, erholte sie sich im Q119 (-1,3 %) nicht, als diese Indizes eine positive Rendite von ca. 15 % vorlegten. Im FJ18 verzeichnete PZS keine bedeutenden ECS-Entscheidungen, erweiterte sein Portfolio aber um 10,6 Mio. € auf einen Angebotswert von 103,8 Mio. € (116 Mio. € einschließlich ECS von Portfoliounternehmen). In Anbetracht des jüngsten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre von Linde (21 % des PZS-Portfolios zu Ende März 2019) könnte sich das ECS-Portfolio um weitere ca. 21 Mio. € vergrößern. Während der Ausgang und der Zeitpunkt solcher Ansprüche ungewiss ist, bieten sie möglicherweise einen kräftigen „NAV-Kicker“.

**Kurs\*** **2,42 €**  
**Marktkapitalisierung** **73 Mio. €**

#### Aktienkurschart



#### Angaben zur Aktie

Code	PZS GY/PZSG
Börsennotierung	Deutsche Börse Scale
Ausgegebene Aktien	29,9 Mio.
Letzte gemeldete Nettoverschuldung zu Ende des FJ18	23,7 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

Milosz Papst +44 (0) 20 3077 5700  
[financials@edisongroup.com](mailto:financials@edisongroup.com)

## Bewertung: Leichter Aufschlag auf Nettoinventarwert

PZS notierte lange Zeit mit einem rund 15%igen Abschlag auf den Nettoinventarwert, doch nach positiven Impulsgebern wie dem erfolgreichen Verkauf der FIDOR Bank im Jahr 2016 wird die Aktie nun weitgehend im Einklang mit dem Nettoinventarwert gehandelt. Ein zusätzlicher Faktor, der den Aktienkurs beflügeln könnte, könnte der bevorstehende ECS-Fall für AXA sein. Der letzte Bewertungsbericht des Wirtschaftsprüfers legt in Bezug auf den Fall ein potenzielles Einkommen für PZS in Höhe von 18,8 Mio. € bzw. 0,63 € je Aktie nahe. Wichtig ist, dass der Nettoinventarwert kein Einkommen von potenziellen ECS-Gewinnen beinhaltet.

**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. €)	Gewinn vor Steuer (Mio. €)	Ertrag je Aktie (€)	Dividende je Aktie (€)	KGV (x)	Ertrag (%)
12/17	18,8	7,9	0,26	0,10	9,3	4,1
12/18	12,4	0,7	(0,03)	0,00	k. A.	0,0
12/19e	6,2	5,4	0,18	0,05	13,4	2,1
12/20e	6,4	5,6	0,19	0,06	12,7	2,5

Quelle: Scherzer & Co, Refinitiv-Konsensdaten basieren auf zwei Analystenschätzungen zum 11. April 2019.

Dieser Report wurde von Edison erstellt und herausgegeben. Die Standardgebühren von Edison Investment Research belaufen sich auf 49.500 £ pro Jahr für die Erstellung und umfassende Verbreitung eines ausführlichen Kommentars (Ausblick), gefolgt von regelmäßigen (üblicherweise quartalsweisen) aktuellen Kommentaren. Gebühren werden im Voraus in bar ohne Regress entrichtet. Für Roadshows und die Erbringung zugehöriger IR-Dienstleistungen für den Kunden kann Edison unter Umständen zusätzliche Gebühren erheben, erhält jedoch keine Vergütung für Investmentbankdienstleistungen. Wir werden niemals in Aktien, Optionen oder Bezugsrechten für unsere Dienstleistungen bezahlt.

Richtigkeit der Inhalte: 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 und haben keine unabhängige Bestätigung dieser Informationen ersucht. Die in diesem Bericht wiedergegebenen Meinungen stellen die des Edison-Analysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar. 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 unbekannte Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren mit sich, die bewirken können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, Performance-Werte oder Errungenschaften ihres Gegenstands sich erheblich von den aktuellen Erwartungen unterscheiden.

Haftungsausschluss: Im größtmöglichen gesetzlich zulässigen Umfang schließt Edison die Haftung für unmittelbare, mittelbare oder Folgeschäden, entgangene Gewinne, Schäden, Kosten oder Ausgaben aus, die Ihnen aufgrund von oder in Verbindung mit dem Zugriff auf, der Nutzung von oder dem Vertrauen auf Informationen in diesem Kommentar entstehen oder die Sie erleiden.

Keine persönliche Beratung: Die von uns zur Verfügung gestellten Informationen sind nicht als individuelle Beratung gedacht und sollten keinesfalls derartig ausgelegt werden. Weiterhin dürfen die von uns zur Verfügung gestellten Informationen von keinem Bezieher oder voraussichtlichen Bezieher als Aufforderung seitens Edison zur Durchführung oder versuchten Durchführung einer Wertpapiertransaktion ausgelegt werden. Die im Bericht beschriebenen Wertpapiere dürfen eventuell nicht in allen Gerichtsbarkeiten oder an bestimmte Kategorien von Investoren verkauft werden.

Investitionen in erwähnte Wertpapiere: Edison verfolgt eine restriktive Politik in Bezug auf private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte. Die Edison Group führt keine Investmentgeschäfte 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 ähnlichen Wertpapieren haben, vorbehaltlich der Edison-Richtlinien für private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte.

Urheberrecht: Copyright 2019 Edison Investment Research Limited (Edison). Alle Rechte vorbehalten FTSE International Limited („FTSE“) © FTSE 2019. „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 wurden 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 schriftlicher Genehmigung durch FTSE gestattet.

## Großbritannien

Weder dieses Dokument noch zugehörige E-Mails (zusammen die „Kommunikation“) stellen ein Angebot zum Verkauf oder zur Zeichnung oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder ein Teil eines solchen Angebots dar und weder diese Kommunikation noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage eines Vertrags oder einer anderweitigen Verpflichtung und sollten auch nicht in einem entsprechenden Zusammenhang verwendet werden. Eine Entscheidung zum Kauf von Anteilen an der Gesellschaft im Rahmen der vorgeschlagenen Platzierung sollte ausschließlich aufgrund der Informationen im Zulassungsdokument, das in diesem Zusammenhang veröffentlicht wird, getroffen werden.

Diese Kommunikation wird in Großbritannien verbreitet und richtet sich nur an (i) Personen, die über professionelle Erfahrung im Umgang mit Anlagen verfügen, d. h. Anlageexperten („investment professionals“) im Sinne des Article 19(5) des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung („FPO“), (ii) hochvermögende Gesellschaften, nicht eingetragene Vereine oder sonstige Einrichtungen im Sinne des Article 49 der FPO und (iii) Personen, an die sie anderweitig rechtmäßig verteilt werden darf. Die Anlage oder Anlagefähigkeit, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur solchen Personen zur Verfügung. Dieses Dokument ist nicht zur Verbreitung oder Weitergabe, mittelbar oder unmittelbar, an andere Personengruppen gedacht und in jedem Fall und unter keinen Umständen sollten sich Personen einer anderen Beschreibung auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen oder entsprechend handeln (auch können solche Personen bei der Platzierung keine Anteile erwerben).

Diese Kommunikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert werden durch, weiter verteilt werden an bzw. ganz oder teilweise veröffentlicht werden durch irgendeine andere Person.