

HV-Bericht

Scherzer & Co. AG

WKN 694280 ISIN DE0006942808

virtuelle HV am 27.05.2021

*Hohe Erträge aus Spruchverfahren AXA Konzern
und Squeeze-out bei Audi*

Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts für das Geschäftsjahr 2020 sowie des Berichts des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2020
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns
(Vorschlag: Dividende in Höhe von EUR 0,05 je dividendenberechtigter Stückaktie)
3. Beschlussfassung über die Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2020
4. Beschlussfassung über die Entlastung des Aufsichtsrates für das Geschäftsjahr 2020
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2021
(Vorschlag: Formhals Revisions- und Treuhand-GmbH, Wipperfürth)
6. Beschlussfassung über die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien und zu deren Verwendung sowie zum Ausschluss des Bezugs- und Andienungsrechts, einschließlich der Ermächtigung zur Einziehung erworbener eigener Aktien und Kapitalherabsetzung

HV-Bericht Scherzer & Co. AG

Zu ihrer diesjährigen Hauptversammlung hatte die Kölner Beteiligungsgesellschaft Scherzer & Co. AG ihre Anteilseigner für den 27. Mai 2021 zu einer virtuellen Veranstaltung eingeladen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Stephan Göckeler begrüßte die zugeschalteten Teilnehmer um 11 Uhr und zeigte sich etwas unglücklich darüber, dass man angesichts der anhaltenden Pandemie erneut zu einem virtuellen Format greifen musste. Dies verband er mit der Hoffnung, im Jahr 2022 wieder zum gewohnten Präsenzformat zurückkehren zu können. Für GSC Research verfolgte Alexander Langhorst die Übertragung im Internet.

Nach Abhandlung der weiteren üblichen einleitenden Hinweise und Formalien erteilte er den beiden Vorstandsmitgliedern Dr. Georg Issels und Hans-Peter Neuroth das Wort.

Bericht des Vorstands

Im Anschluss an die Begrüßung der Anteilseigner brachte auch Dr. Issels sein Bedauern zum Ausdruck, dass man sich angesichts der noch immer anhaltenden Covid-19-Pandemie erneut für die Durchführung der Hauptversammlung in virtueller Form entscheiden musste. Da nach wie vor nicht absehbar ist, wann Hauptversammlungen wieder im üblichen Präsenzrahmen durchgeführt werden können, habe man sich aus Gründen der Planungssicherheit erneut für dieses vom Gesetzgeber auch für 2021 ermöglichte Format entschieden. Dies ist wie schon im Vorjahr schwergefallen, da man die jährliche Hauptversammlung als eine gute Gelegenheit für den persönlichen und direkten Austausch mit den Anteilseignern sehr schätzt. Dr. Issels hoffte auch im Namen seines Kollegen Neuroth, dass im Jahre 2022 wieder eine Hauptversammlung von Angesicht zu Angesicht möglich wird.

Auch das Geschäftsjahr 2020 und die Entwicklung an den Finanzmärkten standen ganz im Zeichen der Pandemie. Dies gilt auch für das eigene Geschäft, welches natürlich auch direkt durch die Pandemie, die ergriffenen Maßnahmen und Einschränkungen betroffen gewesen ist. Hier zeigte sich Dr. Issels sehr zufrieden darüber, wie dies von der Scherzer & Co. AG und dem Team in der Friesenstraße gemeistert wurde und quasi über Nacht und wie aus dem Nichts auf virtuelle Formate usw. umgeschwicht wurde. Dank einer guten bestehenden Infrastruktur war auch mobiles Arbeiten problemlos umsetzbar. Gleiches gilt auch für hohe Standards bei Hygienemaßnahmen und Tests im Büro. Zwischenzeitlich wurde auch ein Luftreinigungsgerät für den großen Büroraum angeschafft. Positiv hob Dr. Issels dabei hervor, dass es keinen Krankheitsfall gegeben hat und die Geschäftsabläufe auch in diesem völlig veränderten Umfeld reibungslos funktioniert haben. Einen Fehler, so merkte er etwas launig an, habe man allerdings wohl begangen. Zwar wurden Meetings sofort auf die Software „Zoom“ umgestellt, man habe es jedoch versäumt die Zoom-Aktie zu kaufen. Diese erschien aber seinerzeit bereits zu teuer, obwohl sich deren Kurs wenige Wochen später noch vervielfacht hat.

Zusammenfassend stellte Dr. Issels fest, dass er eine solche Achterbahnfahrt der Börse innerhalb eines der-art kurzen Zeitraums noch nicht erlebt hat. Begann das Jahr im Februar noch mit einem neuen Rekordhoch des DAX, haben sich Einreisebeschränkungen in den USA wegen der Angst vor der Verbreitung des Virus, die durch Donald Trump erlassen wurden, bereits sehr negativ auf den Aktienmarkt ausgewirkt und zu einem Tagesverlust von über 7 Prozent geführt. Und der ab 18. März geltende Lockdown in Deutschland hat die Talfahrt der Kurse weiter beschleunigt. Verglichen mit dem vorherigen Rekordhoch korrigierte der deutsche Leitindex in nur einem Monat um gut 40 Prozent. Mit fortschreitenden Öffnungen erholte sich der Markt allerdings zunehmend, die Ankündigung eines neuerlichen Lockdowns im Oktober sorgte für einen weiteren, aber doch eher gering ausgeprägten Kursrücksetzer, bevor der Aktienmarkt ab November von positiven Nachrichten zu Impfstoffen profitieren konnten. Am 30. März 2021 und damit knapp ein Jahr nach dem zwischenzeitlichen Tiefststand im Vorjahr konnte der DAX erstmals die 15.000 Punkte Marke überschreiten.

Angesichts dieser wahrlichen Berg- und Talfahrt sind die Performancedaten der Börse im Jahr 2020 durchaus beachtlich. So kletterte der DAX auf Jahresbasis um 3,6 Prozent, der MDAX legte um 8,8 Prozent und der SDAX um 18,0 Prozent zu, während der Anstieg beim TecDAX mit 6,6 Prozent etwas moderater ausfiel. Der Eurostoxx 50 gab 2020 um 5,1 Prozent nach, während der MSCI World um 4,6 Prozent zulegen konnte. In den USA legte der S&P 500 umgerechnet in Euro um 6,7 Prozent zu, wohingegen der besonders technologieelastige NASDAQ Composite um stattliche 31,8 Prozent kletterte. Dieser Index profitierte dabei laut Dr. Issels vom hohen Anteil an Software- und Internetgeschäftsmodellen, die in besonderem Maße

von der Coronapandemie und der daraus resultierenden Änderung des Konsumentenverhaltens profitierten. Der Nikkei 225 konnte gerechnet in Euro um 12,0 Prozent zulegen.

Die starken unterjährigen Schwankungen haben sich im inneren Wert der Scherzer & Co.-Aktie zwar unterjährig ebenfalls deutlich bemerkbar gemacht, gerechnet auf die jeweiligen Ultimo-Stände ergibt sich aber eine erfreuliche Entwicklung. So verbesserte sich der innere Wert der Aktie von 2,30 Euro per Ende 2019 auf 2,85 Euro zum Jahresende 2020. Dies entspricht einer Performance von 23,91 Prozent. Auch im aktuellen Jahr hat sich die positive Entwicklung bislang weiter fortgesetzt, der innere Wert liegt per 26. Mai 2021 bei 3,34 Euro was einem weiteren Anstieg um 17,19 Prozent entspricht. In der Kursentwicklung der Aktie spiegelt sich laut Dr. Issels diese Entwicklung ebenfalls wider. Der Schlusskurs 2019 lag bei 2,18 Euro, 2020 bei 2,36 Euro und per 26. Mai 2021 bei 2,92 Euro. Allerdings war die Schwankungsbreite des Kurses insbesondere auf dem Höhepunkt des Börsenrückgangs im Frühjahr 2020 schon beachtlich. So lag der Tiefstkurs im Berichtsjahr bei 1,24 Euro und der Höchstkurs bei 2,40 Euro. Positiv wertete er dabei, dass sich der Abschlag auf den inneren Wert zuletzt wieder etwas verringert hat.

Die Erläuterung der Eckdaten des Jahresabschlusses übernahm sodann sein Vorstandskollege Hans-Peter Neuroth, der die Teilnehmer ebenfalls herzlich begrüßte und seine Hoffnung zum Ausdruck brachte, dass die Pandemie bald ihr Ende finden möge, da er dieser inzwischen auch überdrüssig ist. Zudem dankte auch er nochmals ausdrücklich den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern für deren hohen Einsatz im abgelaufenen Jahr und die unter den deutlich erschwerten Rahmenbedingungen geleistete Arbeit.

Auf der Zahlenseite zeigte sich Herr Neuroth sehr erfreut darüber, dass er nur Positives zum Geschäftsjahr 2020 zu berichten hat. So verbesserte sich das Ergebnis nach Steuern auf plus 12,576 (Vorjahr: minus 2,33) Mio. Euro, der Jahresüberschuss lag ebenfalls bei plus 12,576 Mio. Euro nach einem Vorjahresfehlbetrag von 2,33 Mio. Euro. Unter dem Strich ergibt sich daraus ein Ergebnis je Aktie von plus 0,42 Euro nach minus 0,08 Euro. Nach zwei Jahren Pause schlägt die Verwaltung den Anteilseignern daher wieder die Ausschüttung einer Dividende von 0,05 Euro vor.

In den einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung werden die erzielten Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr besonders deutlich. So kletterten die Erträge aus Finanzinstrumenten auf 21,229 (5,225) Mio. Euro, diesen standen Aufwendungen aus Finanzinstrumenten in Höhe von 8,528 (4,135) Mio. Euro gegenüber. Die Dividendenerträge beliefen sich auf 607 TEUR nach 1,644 Mio. Euro im Vorjahr. Ein deutlicher Anstieg war bei sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträgen zu verzeichnen, die nach einem Vorjahreswert von 86 TEUR eine Größenordnung von 3,486 Mio. Euro erreichten. Hier wirkten sich insbesondere die vereinnahmten Zinsen aus den AXA-Konzern-Nachbesserungsrechten positiv aus, wie Herr Neuroth anmerkte. Auf der Aufwandsseite war ein Anstieg bei den Personalkosten auf 794 (690) TEUR zu verzeichnen, darin enthalten ist auch eine Mitarbeiterantienne in Höhe von 50 TEUR als Belohnung für die gute Arbeit im abgelaufenen Geschäftsjahr. Abschreibungen bewegten sich mit 24 (18) TEUR weiterhin auf einem geringen Niveau. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 1,528 (0,7) Mio. Euro resultiert aus einer zu zahlenden Vergütung an die RM Rheiner Management AG aus einem früher bestehenden Beratungsvertrag. Da die Nachbesserungsrechte bei AXA zum Zeitpunkt der Vertragslaufzeit erworben wurden, erhält die RM Rheiner Management AG daraus 5,5 Prozent der realisierten Erträge. Dieser Effekt spiegelt sich im Anstieg des Aufwands wider. Die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens lagen bei 3,851 (5,263) Mio. Euro, Zinsen und ähnliche Aufwendungen bei 224 (253) TEUR und Steuern bei minus 15 TEUR nach einem Aufwand von 8 TEUR im Vorjahr.

Auch bilanziell ist die Scherzer & Co. nach Aussage von Herrn Neuroth weiterhin gut aufgestellt. Bei einer Bilanzsumme von 86,07 (81,46) Mio. Euro liegt das ausgewiesene Eigenkapital bei 66,994 (54,41) Mio. Euro. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 77,8 (66,8) Prozent.

Sodann blickte Herr Neuroth noch auf die wesentlichen positiven Entwicklungen des Berichtsjahres und beim sog. Nachbesserungsvolumen zurück. Wesentliche Ertragsbringer waren der Vollzug des Squeezeouts bei der Audi AG mit einem Ergebnisbeitrag von rund 6,6 Mio. Euro. Aus dem Abschluss mit der AXA konnte ein Ergebnisbeitrag inklusive Zinsen von rund 8,5 Mio. Euro realisiert werden und aus dem Verkauf der Drägerwerk Genussscheine weitere rund 1 Mio. Euro.

Der Vorstand nutzte die Gelegenheit, nochmals kurz das Nachbesserungsvolumen zu erklären. Hierbei handelt es sich um potenzielle Ansprüche, die sich aus der Durchführung von Spruchstellenverfahren im Nachgang von Strukturmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften ergeben. Der charmante Vorteil liegt

daran, dass es im schlimmsten Fall zu keiner gerichtlichen Anhebung des Abfindungsbetrages kommt und daher die Volumina wegfallen, bilanziell ist dies mit Ausnahme des Erinnerungswerts von 1 Euro je Gattung mit keinerlei Nachteilen verbunden. Zudem kann es auch nicht zu einer nachträglichen Absenkung kommen. Neben einer möglichen Anhebung ist der Anhebungsbetrag mit 5 Prozent über dem Basiszinssatz seit der Maßnahme zu verzinsen, so dass es insbesondere bei langer Verfahrensdauer hier auch zu ganz ordentlichen Zinsnachzahlungen kommt.

So geschehen auch im Berichtszeitraum, in dem aus den Nachbesserungsrechten bei der AXA Konzern AG inklusive Zinsen ein Ertrag vor Steuern von 8,508 Mio. Euro realisiert werden konnte. Allerdings endeten leider auch drei Verfahren ohne eine Nachbesserung, besonders enttäuscht zeigte sich Herr Neuroth dabei über den ergebnislosen Ausgang bei der OLB, zumal die Aktie zu einem Preis unter dem Buchwert im Squeeze-out bewertet worden ist. Neu hinzugekommen sind im Berichtsjahr Audi (Volumen 16,9 Mio. Euro), Innogy (Volumen 3,7 Mio. Euro) und Superior Industries Europe (Volumen 1,24 Mio. Euro). Im Berichtsjahr wurden Nachbesserungsrechte im Volumen von 21,88 Mio. Euro generiert, auf der Abgangsseite ergab sich ein Umfang von 35,3 Mio. Euro. Aktuell beläuft sich das angediente Volumen im Rahmen von Strukturmaßnahmen auf ca. 110,1 Mio. Euro. Rechnet man zudem anteilig die Nachbesserungsrechte aus den Beteiligungen bei RM Rheiner Management AG und Allerthal-Werke AG hinzu, ergibt sich ein Volumen von rund 120 Mio. Euro.

Die größten Positionen im Nachbesserungsvolumen sind nach Vorstandsangabe zum Zeitpunkt der Hauptversammlung Linde AG mit 22,8 Mio. Euro, HVB AG aus dem Squeeze-out mit 17,2 Mio. Euro ebenso wie die Bank Austria mit 8,8 Mio. Euro. Neu hinzugekommen im Berichtsjahr ist Audi AG mit 16,9 Mio. Euro. Die Generali Deutschland Holding AG aus dem Squeeze-out mit 9 Mio. Euro und Hotel.de AG mit 7,2 Mio. Euro. Weitere Positionen sind die Kölner Rück mit 3,8 Mio. Euro, die im Vorjahr hinzugekommene innogy SE mit 3,7 Mio. Euro, BUWOG AG mit 2,8 Mio. Euro, Deutsche Postbank mit 2,6 Mio. Euro, Vattenfall AG mit 2,5 Mio. Euro sowie die Conwert Immobilien Invest SE mit 2,3 Mio. Euro, die jeweils alle aus den Squeeze-outs bei den genannten Gesellschaften resultieren. Auf sonstige Positionen entfällt ein Volumen von zusammen 9,1 Mio. Euro.

Zum Abschluss der Vorstandsausführungen erläuterten Dr. Issels und Herr Neuroth sodann noch in gewohnter Weise einige Werte aus dem aktuellen Portfolio. Größte Positionen nach Kurswerten per 21. Mai 2021 sind MAN SE St. und Vz. mit 11,54 Prozent, Rocket Internet SE mit 6,59 Prozent, freenet.de AG mit 6,42 Prozent und GK Software SE inklusive der Wandelanleihe mit 6,30 Prozent, Allerthal-Werke AG mit 5,94 Prozent, Lotto24 AG mit 4,33 Prozent, Kabel Deutschland AG mit 3,73 Prozent, WELEDA AG PS mit 3,63 Prozent, RM Rheiner Management AG mit 3,32 Prozent und ZEAL Network SE mit 3,29. Auf die zehn größten Positionen entfallen 55,09 Prozent des Gesamtvolumens.

Als erstes berichtete Dr. Issels etwas ausführlicher über die MAN SE. Hierbei handelt es sich schließlich schon um einen „alten Bekannten“ unter den Portfoliowerten, bei dem am 08. Mai 2021 der Abfindungspreis für den Squeeze-out mit 70,68 Euro bekannt gegeben worden ist. Bei einer Umsetzung des Squeeze-outs zu diesem Preis wird sich auf Ebene der Scherzer & Co. ein Ergebnisbeitrag aus Andienung im Bereich von ca. 5 Mio. Euro ergeben. Allerdings gab es bei dem Wert im vergangenen Jahr auch eine kleinere Achterbahnfahrt. So wurde bereits am 28. Februar 2020 – also taggleich mit Audi der Squeeze-out auch bei MAN SE angekündigt. Allerdings hat sich hier die Hauptversammlung dann immer weiter im Jahr verschoben, und obwohl MAN noch im Herbst die mittelfristigen Ergebnisziele bekannt gegeben hat, kam nur wenige Tage später die Ankündigung, dass der Squeeze-out 2020 nicht mehr vollzogen werden sollte, was dem Kurs natürlich nicht gutgetan hat. Nunmehr bewegt man sich hier jedoch auf der Zielgeraden, die Hauptversammlung soll am 29. Juni 2021 stattfinden, und bereits nach erster Durchsicht der Gutachten sieht das Scherzer & Co.-Management hier Ansatzpunkte für eine noch höhere Abfindung im Rahmen des zu erwartenden Spruchstellenverfahrens. Sehr zufrieden zeigte sich Dr. Issels auch mit der Entwicklung der freenet AG, die in diesem Jahr wieder eine Dividende an die Anteilseigner ausschütten wird, vorgesehen sind 1,50 Euro zuzüglich eines Bonus von 0,15 Euro. Diese Ankündigung, der erfolgreiche Verkauf der Sunrise-Beteiligung im vergangenen Jahr und die weiterhin hohen freien Cashflows haben dem Kurs in den vergangenen zwölf Monaten deutlich auf die Spr

ünge geholfen. Positiv entwickelte sich auch die GK Software SE. Dabei handelt es sich um den auf der Kursseite volatilsten Depotwert. Hier hat man die erfreuliche Kursentwicklung der vergangenen Monate genutzt, um die Position auf aktuell rund 2,42 Prozent des Grundkapitals zu reduzieren. Mit dieser Beteiligungshöhe fühlt man sich nach seiner Angabe auch nunmehr sehr wohl, zumal bei GK in den vergange-

nen Jahren eine Reihe der erforderlichen anstehenden Hausaufgaben erfolgreich abgearbeitet worden sind und sich das Unternehmen operativ erfolgreich entwickelt.

Neu hinzugekommen ist im Berichtsjahr die Rocket Internet SE, ein deutscher Internetinkubator, die nunmehr auch der zweitgrößte Portfoliowert im Bestand ist. Hier hat man das angekündigte Delisting im vergangenen Herbst zum Einstieg und Aufbau der Position genutzt. Im Rahmen des Delisting-Angebots wurde ein Preis auf Basis des Sechsmonatskurses von lediglich 18,57 Euro angeboten, was deutlich unter dem bilanziellen Eigenkapital je Aktie zum 30. Juni 2020 von rund 29 Euro lag. Ausweislich des inzwischen veröffentlichten Geschäftsberichts liegt der Buchwert je Aktie per Ende 2020 bei 35,55 Euro und damit noch deutlich über dem aktuell im Hamburger Freiverkehr gezahlten Preis von rund 26 Euro. Den fairen Wert je Aktie taxierte Dr. Issels im Bereich von rund 40 Euro je Anteilsschein. Potenzial für weitere Wertsteigerungen sieht er etwa bei der rund 20-prozentigen Beteiligung an Traveloka, dem Marktführer für Online-reisen in Südostasien, bei dem anscheinend ein IPO in Vorbereitung ist. Positiv bewertete er auch den Einstieg des aktivistischen Investors Elliott, der rund 19 Prozent an Rocket Internet SE hält.

Ein Beispiel hierfür ist laut Dr. Issels etwa Kabel Deutschland AG, bei dem es sich um ein von der Vodafone beherrschtes Unternehmen mit einem Unternehmensvertrag handelt. Derzeit läuft hier ein Spruchstellenverfahren zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, welches leider in der ersten Instanz nicht erfolgreich verlaufen war. Aktuell ist dieses beim OLG in München anhängig, dort werden hoffentlich auch die Ergebnisse einer Sonderprüfung, die seinerzeit auch von Elliott mit initiiert worden ist, mit in die Entscheidung des Gerichts einfließen, zumal dort verschiedene Pflichtverletzungen festgestellt wurden. Beim Verkauf der Anteile durch Elliott an Vodafone wurde auch den übrigen Anteilseignern ein Angebot zum Preis von 103 Euro unterbreitet. Mit 93,8 Prozent ist Vodafone zudem jederzeit in der Lage, zumindest einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen.

Durchaus positiv bewertete der Vorstand auch die Entwicklung bei der Data Modul AG. Hier hatte der Großaktionär Arrow ursprünglich nach dem Einstieg auch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages beabsichtigt, davon aber letztlich Abstand genommen. Etwa ärgerlich ist, dass die sehr auskömmlichen Dividendenvorschläge der Verwaltung stets durch den Hauptaktionär in der Abstimmung blockiert werden und stattdessen nur eine Mindestdividende gezahlt wird. Das Ergebnis je Aktie bei Data Modul lag selbst im Pandemiejahr bei 2,14 (Vorjahr: 1,85) Euro, und das Eigenkapital je Aktie bei 105,86 Mio. Euro oder 30 Euro je Anteilsschein bei einem Aktienkurs von rund 47 Euro. Der Anteil von Scherzer & Co am Grundkapital liegt bei rund 1,88 Prozent. Auch wenn das Management den Auftakt des Jahres 2021 noch verhalten sieht, sollte sich die Entwicklung im zweiten Halbjahr deutlich besser gestalten, so dass Dr. Issels auch dieses durchaus langfristige Engagement im Portfolio durchaus positiv einschätzt, selbst wenn eine Strukturmaßnahme noch länger auf sich warten lassen sollte.

Die weiteren Werte im Portfolio aus Deutschland stellte sein Vorstandskollege Neuroth vor. Weiterhin viel Freude macht die Beteiligung bei Lotto24, bei der man mit 0,85 Prozent des Grundkapitals beteiligt ist. Inzwischen ist Zeal Network SE (frühere Tipp24 SE) mit 93,04 Prozent größter Aktionär der Lotto24 AG, so dass hier aus Sicht von Neuroth durchaus eine Strukturmaßnahme denkbar ist. Operativ entwickelt sich das Unternehmen, das letztlich die Lottoannahmestelle im Internet ist, weiterhin sehr positiv, so dass er davon ausgeht, dass man auch für den Fall des Ausbleibens einer Strukturmaßnahme noch einige Freude an diesem Portfoliowert haben wird.

Neu hinzugekommen ist im Berichtsjahr auch die Centrotec SE. Das Unternehmen ist ein Spezialist für Energiespartechnologien im Gebäude und besetzt eine führende Position im Markt mit innovativen Energiesparlösungen. Bei Centrotec hat der dortige Großaktionär Guido Krass ähnlich wie auch im Fall Rocket Internet SE das schwache Börsenumfeld für ein Delisting genutzt und zum Kurs von 15,03 Euro ausgesprochen günstig Stücke eingesammelt. Nach Ablauf der Annahmefrist hält Krass 72,07 Prozent der Aktien, weitere Strukturmaßnahmen sind wegen des vorhandenen Grundbesitzes und ansonsten anfallenden Grunderwerbssteuern derzeit nicht vorgesehen. Die Aktie der Centrotec wird weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Perspektivisch sieht Neuroth das Unternehmen gut aufgestellt, auch im Zuge der weiteren Internationalisierung besteht hier noch zusätzliches Ergebnispotenzial. Scherzer & Co. hat die günstigen Kurse im Umfeld des Delisting ebenfalls zum Aufbau der Position genutzt und hält rund 0,91 Prozent des Grundkapitals.

Bereits länger im Bestand befindet sich die 1&1 Drillisch AG, die sich zu 75,1 Prozent im Besitz der United Internet AG befindet und aktuell mit dem Aufbau eines eigenen 5G-Geschäfts in Zusammenarbeit mit United

Internet und Telefónica Deutschland befasst ist. Die kolportierte Spekulation über eine vollständige Übernahme durch United Internet hat sich bis dato nicht bewahrheitet, nach Abschluss des 5G-Netzaufbaus erwartet Neuroth hier jedoch deutliche Ergebnissteigerungen und zeigt sich zuversichtlich, dass das Unternehmen dann sehr auskömmliche Free-Cashflows erwirtschaften kann.

Bereits seit längerer Zeit im Bestand befindet sich auch die K+S AG, die in den vergangenen Jahren eher weniger Freude bereitet hat. Inzwischen konnte K+S die hohe Verschuldung durch den Verkauf des Salzgeschäfts verringern, was zwar gut für die bilanziellen Verhältnisse ist, dafür ist man nunmehr aber umso abhängiger von der Entwicklung der Kali-Preise. Dies gilt sowohl im Fall fallender sowie auch steigender Preise. Zuletzt haben sich Preise hier erholt, so dass die Ertragsseite von K+S hiervon profitierte und sich dies letztlich positiv auf den Aktienkurs ausgewirkt hat. Die zuletzt auch gestiegenen Preise für Agrarprodukte sollten hier die Nachfrage aus der Landwirtschaft weiter ankurbeln, was sich entsprechend in der Gewinn- und Verlustrechnung von K+S niederschlagen sollte.

Anfänglich ist in der Coronapandemie der Aktienkurs der NFON AG ziemlich unter Druck geraten. Dabei ist der führende europäische Anbieter für cloudbasierte Businesskommunikation und Telefonie eigentlich ein eindeutiger Profiteur der Krise gewesen. Nach dem spürbaren Kursrückgang in Richtung 7,50 Euro konnte sich der Kurs rasant erholen und markierte nur wenige Monate später mit fast 23,50 Euro einen neuen Höchstkurs. Diese positive Kursentwicklung hat Scherzer & Co. dazu genutzt, sich mit positiven Erträgen von Aktien zu trennen. Die aktuelle Beteiligung beläuft sich auf rund 0,41 Prozent des Grundkapitals, beim inzwischen deutlich ermäßigten Kurs kann sich Neuroth durchaus neue Zukäufe vorstellen. Derzeit ist das Unternehmen noch nicht profitabel, das erheblich in den Gewinn neuer Kunden und das Erreichen einer starken Stellung im Markt investiert.

Zum Abschluss der Vorstandserläuterungen gab Dr. Issels noch einen kurzen Überblick über das Schweiz-Portfolio der Scherzer & Co., welches derzeit einen Depotanteil von rund 9 Prozent ausmacht. Gehalten werden dort Positionen bei der AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur (2,08 Prozent des Grundkapitals), bei der auf jede Aktie etwa zwei Drittel einer Wohnung aus dem vorhandenen Bestand entfallen, der POLUN Holding AG, SIA-Haus AG, Thurella Immobilien AG, TX Group AG (vormals Tamedia AG), der Kioskbetreiber Valora Holding AG, der Partizipationsschein der Weleda AG (5,5 Prozent am Partizipationskapital) sowie der Züblin Immobilien Holding AG.

Sehr zufrieden zeigte sich Dr. Issels mit der Entwicklung bei der schweizerischen Weleda AG. Hier ist Scherzer & Co. mit umgerechnet rund 5,5 Prozent über stimmrechtslose Partizipationsscheine beteiligt. Auch im laufenden Jahr ist beim Anbieter von Naturkosmetik und anthroposophischen Arzneimitteln mit weiterem Wachstum zu rechnen. Besonders profitieren konnte man 2020 davon, dass der Vertrieb stark über Drogerieketten wie Rossmann und dm erfolgt und diese auch in den Phasen des Lockdowns wie gewohnt geöffnet hatten. Auch für die kommenden Jahre rechnet Dr. Issels mit der Fortsetzung des insgesamt positiven Trends bei Weleda, auch wenn die eine oder andere größere Investition insbesondere am Standort in Schwäbisch Gmünd auf der Agenda steht.

Eine gewisse Erholungschance sieht er bei der Valora Holding durch die nun wieder erfolgenden Öffnungen. Valora ist führender Anbieter von Foodvenience-Konzepten am Markt, hierzu gehören etwa Verkaufsstellen an stark frequentierten Orten wie etwa Bahnhöfen. Zu den Marken gehören unter anderem k Kiosk, Brezelkönig, BackWerk, Ditsch, Press&Books, avec, Caffee Spettacolo und die Eigenmarken ok. Von Covid-19 und den Lockdowns bzw. den deutlich gesunkenen Frequenzen z. B. im Reiseverkehr an Bahnhöfen wurde das Unternehmen stark getroffen. Im November 2020 hat die Valora Holding eine Kapitalerhöhung zum Preis von 158 CHF durchgeführt. Auch wenn ein verlässlicher Ausblick auf 2021 derzeit kaum möglich ist, setzt Dr. Issels darauf, dass Valora mit seinen Marken überproportional von den Öffnungen profitieren kann und sich dies positiv auf den Aktienkurs auswirken wird.

Beantwortung der eingereichten Fragen

Im Anschluss an die Vorstandsausführungen beantworteten die beiden Vorstände von Scherzer & Co. die im Vorfeld der Hauptversammlung über das Aktionärsportal eingereichten Fragen. Auf die Frage von Herrn Erlebach, Sprecher der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), nach etwaigen Änderungen in der Anlagepolitik in Folge der Coronapandemie antwortete Herr Neuroth, dass solche in dem Sinne nicht erfolgt sind, da man keine spezielle Anlagestrategie verfolgt, sondern stets opportunistisch agiert.

Bei diesem Ansatz fokussiert man sich vornehmlich auf den DACH-Raum und sucht nach unterbewerteten Unternehmen, in die man investiert. Dabei erfolgen die Investments immer eher breit gestreut.

Auf die ergänzende Frage von Aktionär Schnirch zur Strategie bekräftigte er, dass sich am opportunistischen Ansatz auch nach der Covid-19-Pandemie keine Änderungen ergeben. Ungeachtet dessen antizipiert man mögliche Auswirkungen der Pandemie. Als Beispiel nannte er hier ein Unternehmen wie die Lufthansa AG, bei der wohl davon auszugehen ist, dass es einige Zeit dauern wird, bis man das Vorkrisenniveau insbesondere im Bereich der Geschäftsreisen wieder erreichen wird. Derartige Auswirkungen der Pandemie werden im Rahmen von Anlageentscheidungen berücksichtigt, so Herr Neuroth weiter.

Überdies interessierte sich der DSW-Sprecher für die vom Unternehmen mit Blick auf die Covid-19-Pandemie ergriffenen Maßnahmen. Hierzu erläuterte Herr Neuroth, dass die Gesellschaft über relativ wenige Mitarbeiter verfügt und man daher die entsprechende Hygienevorgaben gut umsetzen konnte. Zudem wurde von den Möglichkeiten der Digitalisierung und dem Homeoffice Gebrauch gemacht. Neben Masken und regelmäßigen Tests wurde für das Büro auch ein Luftreiniger angeschafft. Insgesamt ist er mit dem Erfolg der eingeleiteten Maßnahmen sehr zufrieden und hob auch die sehr gute Umsetzung durch die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter positiv hervor. Erfreulicherweise ist es zu keinem einzigen Krankheitsfall bei Mitarbeitern oder in deren Umfeld gekommen.

Mit Blick in die Zukunft – auch hier gab es entsprechende Fragen von Herrn Erlebach und Herrn Schnirch – geht Herr Neuroth davon aus, dass bestimmte Instrumente zumindest teilweise auch weiterhin genutzt werden wie etwa Videokonferenzen, mit denen sich zumindest teilweise Dienstreisen einsparen lassen, Gleiches gilt für die Nutzung der Möglichkeiten zum mobilen Arbeiten und dem Homeoffice. Dies sei insbesondere für Mitarbeiter, die nicht direkt aus Köln kommen – und damit für ihn selbst –, ein Thema und er geht davon aus, dass hierdurch künftig nicht mehr alle Kollegen an jedem Tag im Büro anwesend sein werden.

Ferner interessierten sich der DSW-Sprecher wie auch Aktionär Schnirch für die Dividendenstrategie der Scherzer & Co. und wollten dabei auch wissen, anhand welcher Parameter der Dividendenvorschlag festgelegt wurde und warum es nach dem sehr erfolgreichen Jahr 2020 keine Sonderdividende für die Anteilseigner geben wird. Herr Neuroth erinnerte in seiner Antwort daran, dass erstmals im Jahr 2011 eine Dividende gezahlt wurde und Voraussetzung für die Zahlung ein entsprechender Jahresüberschuss und ein Anstieg im NAV von mindestens 0,05 Euro ist. Einmal hatte man in der Vergangenheit auch eine Ausschüttung von 0,10 Euro vorgenommen, darin war eine Sonderdividende von 0,05 Euro enthalten. An dieser Dividendenstrategie will man auch in der Zukunft weiter festhalten.

Mit Blick auf die eingereichten Gegenanträge zur Gewinnverwendung erinnerte der Vorstand auch daran, dass es im Aktionariat durchaus verschiedene Strömungen, wie auch entsprechende Diskussionen in der Hauptversammlung im Jahre 2011 gezeigt haben, und man mit der gefundenen Lösung durchaus „mehrheitsfähig“ ist. Das eigene Geschäftsmodell hält der Vorstand mit einem wirtschaftlichen Eigenkapital für durchaus sehr stabil, die Zahlung einer Dividende setzt aber entsprechende Cashflows voraus, beim Geschäftsmodell der Scherzer & Co. setzt dies dann aber entsprechende Gewinnrealisierungen oder Zuflüsse aus Dividenden und Zinsen voraus. Der Fokus bei den Investments liegt aber auf der Nutzung von Chancen, manchmal sind hier aber eben auch längere Zeithorizonte einzuplanen, in denen keinen Realisierungen der Position erfolgen, um von der erwarteten Wertsteigerung optimal profitieren zu können. Daher ist die Festlegung auf eine „Mindestdividende“ nicht sinnvoll.

Des Weiteren interessierte sich Herr Erlebach für den Stand bei der 21,535-prozentigen Beteiligung an der Arcandor AG i. L. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass, wie bereits im vergangenen Jahr gemeldet, die beauftragte Machbarkeitsstudie positiv ausgefallen ist und dort aufgezeigt wurde, dass eine Reaktivierung und Nutzung der Verlustvorträge grundsätzlich möglich ist. Nunmehr ist es die vornehme Aufgabe, hierfür geeignete Investoren zu finden, für die ein solcher Mantel interessant ist. Das seit 2009 laufende Insolvenzverfahren ist bereits weit fortgeschritten, geleitet wird dies vom Insolvenzverwalter Jauch, der das Verfahren vom leider zwischenzeitlich verstorbenen Herrn Görg übernommen hat.

Befragt von Dr. Clemens Scholl von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) nach dem Wunschkandidaten zur Nutzung des Mantels antwortete Dr. Issels, dass man hier für mögliche Investoren ein offenes Ohr hat. Der potenzielle Interessent sollte möglichst international aufgestellt sein und steuerlich relevante Erträge in Deutschland erzielen, um dann die Arcandor mit ihren steuerlichen Verlustvorträgen als rechtliche Hülle zu nutzen.

Auf die ergänzende Frage nach dem strategischen Hintergrund der Renaissance GmbH, welche als hundertprozentige Tochtergesellschaft der Scherzer & Co. AG agiert, antwortete Dr. Issels, dass diese ursprünglich für das Arcandor-Projekt und die Beauftragung der Machbarkeitsstudie gegründet worden ist. Die Gesellschaft verfügt über eine schlanke Kostenstruktur, als Geschäftsführer agieren dort die beiden Vorstände der Scherzer & Co. AG, die von einer Mitarbeiterin unterstützt werden. Daneben ist Renaissance auch Kapitalmarktpartner der Börse Düsseldorf und agiert hier auch in der Beratung von Reverse-IPO-Transaktionen. Auf derartige Transaktionen ist die Börse Düsseldorf spezialisiert, und hier ergeben sich auch durchaus Chancen aus dem bestehenden eigenen Netzwerk.

Angesprochen auf die Gründe für die erforderlich gewordene Abschreibung auf den Beteiligungsansatz von Renaissance nannte Dr. Issels eine Größenordnung von 308 TEUR, die aus den zu leistenden Aufwendungen für die Erstellung der Machbarkeitsstudie resultiert.

Ferner interessierte sich Herr Erlebach für die weiteren Optionen beim Portfoliowert Rocket Internet SE nach dem Delisting der Aktie. Dr. Issels findet den Wert – der weiterhin an der Börse in Hamburg handelbar ist – insbesondere mit Blick auf den deutlichen Abschlag auf den NAV spannend. Nach seiner Auffassung haben die Großaktionäre der Familie Samwer hier bewusst die Marktschwäche im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie ausgenutzt, um das Delisting vorzunehmen und dabei als Abfindungspreis lediglich den Sechs-Monats-Durchschnittskurs von 18,57 Euro anzubieten. In diesem Kursbereich erfolgten auch entsprechende Zukäufe von Scherzer & Co.

Zusätzlich spannend wird der Fall auch dadurch, dass zwischenzeitlich der aktivistische Investor Elliott dort eingestiegen ist und einen Anteil von rund 19 Prozent der Aktien hält. In der Vergangenheit war das Wirken von Elliott für den verbliebenen Streubesitz zumeist auch positiv. Den fairen Wert der Rocket Internet SE-Aktie verortet Dr. Issels im Bereich von 40 Euro. Daher wird man an dem Engagement weiterhin festhalten, zumal er davon ausgeht, dass die Großaktionäre von Rocket Internet versuchen werden, soviel Stücke wie möglichst noch zu günstigeren Kursen als dem NAV einzusammeln.

Dr. Scholl und ein weiterer Fragesteller erkundigten sich auch nach einer Einschätzung zum Squeeze-out bei der MAN SE. Bereits bei Erhalt der Barabfindung zum Squeeze-out-Preis ergibt sich bei Scherzer & Co. laut Dr. Issels ein positiver Ergebniseffekt von rund 5 Mio. Euro. Je nach zu erwartendem Zeithorizont und ob die Maßnahme noch 2021 im Handelsregister eingetragen wird oder sich diese eventuell durch Anfechtungsklagen noch verzögert, werden die Mittel dann spätestens 2022 zufließen. Nach erster Durchsicht der Gutachten zum Squeeze-out ergeben sich laut Dr. Issels durchaus einige Ansatzpunkte für das zu erwartende Spruchstellenverfahren. Derzeit sammelt man noch weitere Informationen und wertet diese aus, Gleiches gilt auch mit Blick auf die am 29. Juni 2021 angesetzte virtuelle Hauptversammlung bei der MAN SE.

Mit Blick auf die unter Tagesordnungspunkt (TOP) 6 vorgeschlagene Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien erläuterte Herr Neuroth, dass es sich dabei um einen Vorratsbeschluss handelt. Erfreulicherweise hat sich der zu beobachtende Abschlag auf den NAV zuletzt wieder verringert und beträgt rund 15 Prozent. 2020 lag dieser Wert mit gut 20 Prozent zeitweilig deutlich darüber. Für den Fall, dass von der Ermächtigung Gebrauch gemacht werden sollte, geht der Vorstand davon aus, dass etwaige Rückkäufe über die Börse erfolgen werden, dabei sind aber nur Erwerbe zu Preisen unterhalb des NAV denkbar.

Verschiedene Fragen von DSW-Sprecher Erlebach sowie Aktionär Schnirch befassten sich mit dem Format der virtuellen Hauptversammlung und den künftigen Plänen der Scherzer & Co. AG zur Durchführung der Versammlungen. Mit Blick auf das aktuelle Jahr erklärte Herr Neuroth, dass man sich aus Gründen der Planungssicherheit für das virtuelle Format entschieden hat, da aktuell noch nicht absehbar ist, wann wieder größere Veranstaltungen gesichert durchgeführt werden können. Angesichts der Erfahrungswerte aus den vergangenen Jahren ist in der Regel mit einer Teilnehmerzahl von um die 100 Personen zu rechnen. In der Zukunft wird aber wieder ein klassisches Format mit einer Präsenz-Hauptversammlung präferiert. Ein hybrides Modell sieht der Vorstand hier eher nicht, da die Kosten hierfür deutlich höher als für eine reine Präsenz-Hauptversammlung oder eine reine virtuelle Hauptversammlung liegen würden.

Auf ergänzende Fragen zu den Kosten und Teilnehmerzahlen der vergangenen Hauptversammlungen antwortete Dr. Issels, dass die Kosten für die Präsenzhauptversammlung inklusive Aktionärgeschenk oder „Behältli“ bei 28,5 TEUR lagen, im vergangenen Jahr wurde für die virtuelle Hauptversammlung ein Betrag von 33 TEUR aufgewendet, mit einer ähnlichen Größenordnung rechnet er auch für das laufende Jahr. Zu den Anmeldezahlen nannte Dr. Issels ein angemeldetes Kapital von 11,5 Mio. Euro 2019, von 12,6 Mio. Euro

2020 und 17,1 Mio. Euro 2021. Die Zahl der angeforderten Eintritts- bzw. Zugangskarten lag 2019 bei 329, 2020 bei 241 und 2021 bei 263. Die Teilnehmerzahl betrug in 2019 114 Personen, 2020 haben 110 Personen die virtuelle Hauptversammlung verfolgt, aktuell liegt die Teilnehmerzahl bei 77.

Eine weitere Frage befasste sich mit dem RM Rheiner Fondskonzept GmbH, einer hundertprozentigen Tochter der Scherzer & Co. Laut Herrn Neuroth bewegt sich das verwaltete Volumen hier bei 14,5 Mio. Euro und ermöglicht der beratenden RM Rheiner Fondskonzept positive Ergebnisbeiträge. Dennoch freut man sich über jeden weiteren Mittelzufluss, hierbei hofft er auch von der zuletzt guten Performance des Fonds auf der Vertriebsseite profitieren zu können.

Erklärungsbedürftig erschien einem Fragesteller auch die erforderliche Abschreibung auf Darlehensforderungen gegenüber der POLUN Holding AG. In seiner Antwort erinnerte Dr. Issels zunächst kurz an die Entstehungsgeschichte der Gesellschaft. Dabei handelt es sich um die ehemaligen Immobilien der Biella in Polen und Ungarn, die im Rahmen der Übernahme durch einen französischen Wettbewerber nicht mitgekauft wurden. Um den ehemaligen Anteilseignern die Chance zu eröffnen, an deren Wertentwicklung und Verwertung weiter zu partizipieren, wurden diese in die POLUN Holding AG eingebracht und seitens der Aktionäre zur Finanzierung jeweils auch Darlehen an die Gesellschaft ausgereicht. Da sich durch die Covid-19-Pandemie die ursprünglichen Pläne für die Vermietung und Weiterentwicklung verzögert haben und entsprechende Verluste angefallen sind, hat sich dies auf die ohnehin sehr überschaubare Eigenkapitalausstattung der AG negativ ausgewirkt. Um dieses Thema zu bereinigen, wurde den Darlehensgebern vom Management eine entsprechende Stundung vorgeschlagen, der alle Darlehensgeber zugestimmt haben. Dr. Issels zeigte sich vorsichtig optimistisch, dass es am Ende gelingt, in der erhofften Weise von der dortigen Verwertung der Immobilien zu profitieren.

Ein letzter Fragenkomplex befasste sich mit den Konditionen der in Anspruch genommenen Fremdmittel. Laut Dr. Issels bewegen sich diese aktuell im Bereich von leicht über bis leicht unter 1 Prozent. Perspektivisch strebt der Vorstand an, die Fremdmittelinanspruchnahme eher zu reduzieren, da dies auch durchaus ein Aspekt in Bezug auf die Risikominimierung ist. Gleichzeitig sollen aber entsprechende Linien immer vorgehalten werden, damit man die finanzielle Kraft hat, um bei etwaigen Spruchverfahrenskandidaten oder besonderen Opportunitäten Positionen aufbauen zu können.

Abstimmungen

Nach Beantwortung der eingereichten Aktionärsfragen stellte der Versammlungsleiter um 13:15 Uhr die Präsenz mit 11.904.336 Aktien oder 39,76 Prozent des stimmberechtigten Kapitals fest. Ferner lagen 4.441.138 Briefwahlstimmen vor, woraus sich eine Gesamtpräsenz von 54,6 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals ergibt. Sämtliche Beschlussvorlagen der Verwaltung wurden mit sehr großer Mehrheit bei maximal 1,24 Prozent Neinstimmen zu TOP 5 verabschiedet.

Im Einzelnen beschlossen wurde die Ausschüttung einer Dividende von 0,05 Euro je Aktie (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Wahl der Formhals Revisions- und Treuhand-GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Wipperfürth zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2021 (TOP 5) sowie die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien und zu deren Verwendung (TOP 6).

Der Versammlungsleiter konnte die Hauptversammlung nach einer Dauer von knapp zweidreiviertel Stunden um 13:41 Uhr schließen.

Fazit

Wie bereits anlässlich des letztjährigen HV-Berichts in Aussicht gestellt, sind im Jahr 2020 sehr erfreuliche Erträge aus den Nachbesserungsrechten der AXA Konzern AG sowie der Umsetzung des Squeeze-outs bei der Audi AG zugeflossen. Damit konnte auch unter dem Strich für 2020 wieder ein deutlich positives Ergebnis ausgewiesen und die Rückkehr zur Zahlung einer Dividende von 0,05 Euro geschafft werden. Auch das aktuelle Geschäftsjahr 2021 begann dank des nunmehr tatsächlich anstehenden Squeeze-outs bei der MAN SE insgesamt erfreulich. Sollte auch dieser noch im weiteren Jahresverlauf wirksam werden, ergäben sich weitere Ergebnisbeiträge von rund 5 Mio. Euro aus der Zwangsabfindung. Perspektivisch

sieht der Vorstand hier mit Blick auf ein Spruchverfahren durchaus noch Ansatzpunkte für eine entsprechende Nachbesserung.

Analog zu unserer Herangehensweise im Research sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – derzeit bei etwa 3,32 Euro und setzen unser Kursziel dementsprechend an. Auf dieser Basis stufen wir den Titel unverändert mit „Halten“ ein. Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende ergibt sich beim Aktienkurs von rund 3 Euro zudem eine Dividendenrendite von knapp 1,7 Prozent. Dabei könnten sich vor allem an schwächeren Börsentagen auch (Nach-) Kaufgelegenheiten ergeben.

Kontaktadresse

Scherzer & Co. AG
Friesenstraße 50
D-50670 Köln

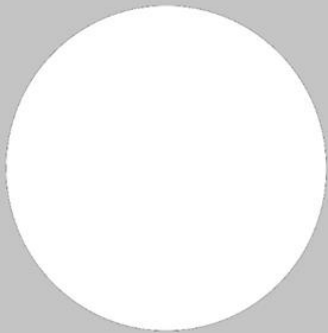
Tel.: +49 (0)2 21 / 8 20 32-0
Fax: +49 (0)2 21 / 8 20 32-30

Internet: www.scherzer-ag.de
E-Mail: info@scherzer-ag.de

Investor Relations

E-Mail: ir@scherzer-ag.de

Hinweis: Der Verfasser ist Aktionär der beschriebenen Gesellschaft, zudem ist Dr. Georg Issels Vorsitzender des Aufsichtsrats der GSC Holding AG, der Muttergesellschaft der GSC Research GmbH.



GSC Research GmbH
Tiergartenstr. 17
D-40237 Düsseldorf

Postanschrift:
Postfach 48 01 10
48078 Münster

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26
Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

Email: info@gsc-research.de
Internet: www.gsc-research.de