

**HV-Bericht**

# **Allerthal-Werke AG**

WKN 503420    **ISIN DE0005034201**

am 23.07.2018 in Düsseldorf

***Über 4,1 Mio. Euro Ergebnis und Rekorddividende von 1,35 Euro  
für Geschäftsjahr 2017***

## Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts sowie des Berichts des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2017
2. Verwendung des Bilanzgewinns für das Geschäftsjahr 2017  
(Vorschlag: Dividende von 1,35 Euro je Stückaktie)
3. Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2017
4. Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2017
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2018  
(Vorschlag: Formhals Revisions- und Treuhand-GmbH, Wipperfürth)
6. Beschlussfassung über die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern  
(Vorschlag: Herren Karl-Heinz Berchter, Mönchengladbach; Rolf Hauschildt, Meerbusch; Dr. Markus Linnerz, Bonn)

## HV-Bericht Allerthal-Werke AG

Zu ihrer 117. ordentlichen Hauptversammlung hatte die Allerthal-Werke AG ihre Anteilseigner am 23. Juli 2018 wie bereits in den Vorjahren in den Industrie-Club e.V. in Düsseldorf eingeladen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Markus Linnerz begrüßte die rund 70 Aktionäre, Gäste und Vertreter der Presse, darunter Alexander Langhorst von GSC Research, und erteilte nach Erledigung der üblichen einleitenden Hinweise und Formalien dem Alleinvorstand Alfred Schneider das Wort.

### Bericht des Vorstands

Nach Begrüßung des Auditoriums zeigte sich Herr Schneider mit dem Geschäftsjahr 2017 sehr zufrieden da das bisherige Rekordergebnis aus dem Jahr 2015 nochmals signifikant übertroffen werden konnte. Angesichts des erzielten Ergebnisrekordes wies er zugleich darauf hin, dass sich ein solches Ergebnis nach dem Stand der Dinge für das jetzt laufende Jahr 2018 wohl nicht wiederholen lässt. Konkret kletterte der Jahresüberschuss 2017 auf 4,124 (Vorjahr: 1,69) Mio. Euro. Der 2015er Ergebnisrekord lag bei 3,563 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie gemäß DVFA erreichte 3,44 (1,41) Euro. Auch mit Blick auf die vergangenen fünf Jahre zeigt sich nach Überzeugung von Herrn Schneider, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft funktioniert. So konnte insgesamt ein Ertrag von über 13,3 Mio. Euro realisiert werden. Die Eigenkapitalquote liegt mit 91,7 (89,1) Prozent auf einem sehr hohen Niveau und seit 2004 können sich die Anteilseigner auch über die Ausschüttung einer Dividende freuen. Die summierte Ausschüttung beläuft sich auf 8,80 Euro je Anteilsschein. Der Aktienkurs entwickelt sich dabei nach seiner Angabe analog zur Entwicklung des Eigenkapitals je Aktie und hat zuletzt sogar den inneren Wert leicht übertroffen.

Gemäß der am 09. Dezember 2013 bekannt gegebenen Dividendenpolitik der Allerthal-Werke AG schlagen Vorstand und Aufsichtsrat für das Jahr 2017 eine Ausschüttung von 1,35 (0,50) Euro je Aktie vor. Bezogen auf die vergangenen fünf Geschäftsjahre hat das Unternehmen ein Ergebnis je Aktie von 11,13 Euro erwirtschaftet und daran die Anteilseigner in Form einer Dividende von 4,50 Euro beteiligt, die vorgeschlagene Ausschüttung für 2017 mit eingerechnet.

Das sogenannte Andienungsvolumen bei Nachbesserungsrechten bei Strukturmaßnahmen erhöhte sich durch Zugänge leicht auf 40,24 (38,8) Mio. Euro. Zugängen aus neuen Strukturmaßnahmen von 2.027 Mio. Euro standen entsprechende Abgänge im Volumen von 666 TEUR gegenüber. Mit den erzielten Ergebnissen im Jahr 2017 aus den abgeschlossenen Spruchverfahren zeigte sich der Allerthal-Chef indes nicht wirklich zufrieden. So ist die Nachbesserung inklusive erhaltener Zinsen im Fall der Harpen AG mit 39 TEUR oder 7 Prozent doch eher überschaubar ausgefallen. Deutlich besser war die Quote im Fall der österreichischen Miba AG, dort lag die Nachzahlung inklusive Zinsen bei 32 TEUR was einer Verzinsung von 29 Prozent auf das eingereichte Volumen entsprach. Bezogen auf das "abgegangene" Nachbesserungsvolumen lag die erzielte Rendite bei 10,6 Prozent.

Aktuell sehr unerfreulich bewertete der Allerthal-Chef die Entscheidungen des OLG Düsseldorf zu den schon seit vielen Jahren laufenden Spruchverfahren der Vodafone Deutschland AG aus der Übernahme der früheren Mannesmann AG. Diese sind letztlich ohne Nachbesserung in einem nunmehr fast 17 Jahre dauernden Verfahren abgeschlossen worden. Eigentlich hatte sich Allerthal vom Ausgang dieses Verfahrens einiges versprochen und dort auch einiges an Arbeit hineingesteckt. Ebenfalls eher zäh gestaltet sich auch der Fortgang des Verfahrens bei der BA-CA in Wien. Hier kommt es laut Schneider erstmals für Österreich wohl nicht zu einem Vergleich, sondern das Gremium hat den Fall zur Beschlussfassung an das Handelsgericht in Wien zurückgegeben. Die im Raum stehende Nachbesserung um 1,77 Euro ist jedoch ebenfalls als eher überschaubar anzusehen. Positives gibt es indes vom Spruchverfahren bei der MAN SE zu berichten. Hier wurde inzwischen rechtskräftig durch das OLG München eine Anhebung der jährlich fälligen Garantiedividende festgelegt. Diese Position wurde nicht angedient sondern gehalten, so dass diese nicht im Andienungsvolumen enthalten ist. Der Ertrag aus der festgelegten Nachbesserung bei der Garantiedividende wird sich bei Allerthal und Esterer auf ein Volumen von rund 250 TEUR belaufen.

Eine belastbare Prognose zum Ausgang der noch laufenden Verfahren ist nach Angabe von Herrn Schneider naturgemäß nicht möglich. Die größten Posten bei den Nachbesserungen zum Bilanzstichtag sind nach wie vor AXA Konzern Stämme (58.528 Stück) mit 8,46 Mio. Euro, HVB mit 5,75 Mio. Euro (150.200 Stücke), Vodafone mit 3,62 Mio. Euro (15.866 Stück), BA-CA im Volumen von 3,45 Mio. Euro (26.650 Stücke), AXA Konzern Vorzüge (19.150 Stück) mit weiteren 2,8 Mio. Euro Volumen sowie Dresdner Bank in Größen-

ordnung von 2,52 Mio. Euro oder 48.847 Stück. Nennenswerte Fortschritte bei den Verfahren mit Ausnahme der Vodafone-Entscheidung sind im Vergleich zur letztjährigen Hauptversammlung nicht erzielt worden. Herr Schneider erinnerte jedoch daran, dass etwaige Nachbesserungen einer ordentlichen Verzinsung unterliegen und für den Fall, dass es einen Nachschlag gibt, eine lange Verfahrensdauer auch ihre Vorteile besitzt.

Im weiteren Verlauf seiner Ausführungen erläuterte der Allerthal-Chef sodann die wesentlichen Eckdaten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz. Die Erträge und Aufwendungen aus Wertpapierverkäufen belaufen sich auf 4,419 (2,683) Mio. Euro. Erträgen in Höhe von 15,49 Mio. Euro stehen dabei Einstandskosten im Volumen von 11,13 Mio. Euro gegenüber. Hinzu kommen Erlöse aus Nachbesserungen von 58 TEUR aus dem bereits berichteten Verfahren bei der Harpen AG und der Miba AG. Größte realisierte Kursgewinner des Jahres 2017 waren nach Vorstandsangabe Biotest Stamm- und Vorzugsaktien mit 1,814 Mio. Euro, Diebold Nixdorf AG mit 410 TEUR, First Sensor mit 197 TEUR, Norcom mit 161 TEUR sowie Zur Rose AG mit 128 TEUR. Die Aufwendungen aus Wertpapierverkäufen gab Schneider mit 138 TEUR an.

Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen bei 1,056 (0,271) Mio. Euro, in denen nach Vorstandsangabe Zuschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von 1,036 Mio. Euro enthalten sind. Im Vorjahresvergleich annähernd konstant geblieben sind die Abschreibungen auf Wertpapiere, die eine Größenordnung von 0,77 (0,77) Mio. Euro erreichen. Diese entfallen mit 645 TEUR auf Wertpapiere des Anlagevermögens und 35 TEUR auf Wertpapiere des Umlaufvermögens. Nennenswerte Positionen sind dabei Delticom (167 TEUR), M.A.X. Automation AG (157 TEUR), Softing (52 TEUR), Mologen (45 TEUR) und die Mobotix AG (44 TEUR). Die Abschreibungen von 132 TEUR im Bereich der Wertpapiere des Anlagevermögens beziehen sich nach Verwaltungsangabe vorwiegend auf KTG-Anleihen.

Weitere Positionen der Erfolgsrechnung sind der Personalaufwand mit 558 (416) TEUR, worin auch eine nennenswerte erfolgsbezogene Komponente enthalten ist, die angesichts des Rekordergebnisses im Vorjahresvergleich auch zu einem entsprechenden Anstieg dieser Position geführt hat. An dieser Stelle dankte Herr Schneider auch insbesondere Herrn Moritz als einzigem operativem Mitarbeiter neben dem Vorstand sowie den Damen, die zeitweilig im Büro in der Friesenstraße für die Gesellschaft tätig sind. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen bei 251 (257) TEUR und konnten nochmals leicht abgesenkt werden. Herr Schneider stellte allerdings in Aussicht, dass auf der Kostenseite die Einsparpotenziale inzwischen weitgehend ausgeschöpft worden sind und hier in Zukunft nicht mit weiteren Rückgängen zu rechnen sein wird. Die Einnahmen aus Dividenden lagen mit 423 (282) TEUR deutlich über dem Vorjahr und untermauern damit die Einschätzung aus der Vergangenheit, dass mit eher steigenden Zuflüssen gerechnet wird. Sonstige Zinsen und Erträge erreichten eine Größenordnung von 28 (7) TEUR, die Zinsen und ähnliche Aufwendungen lagen bei 19 (36) TEUR und damit nochmals deutlich unter dem bereits geringen Vorjahreslevel. Herr Schneider erinnerte daran, dass dieser Wert 2007 noch bei über 500 TEUR gelegen hat und sich darin auch das anhaltend niedrige Zinsniveau widerspiegelt.

Unter dem Strich ergibt sich bei der Allerthal-Werke AG ein Jahresüberschuss von 4,12 (1,68) Mio. Euro. Auch bilanziell steht die Gesellschaft nach Angabe des Vorstands ausgesprochen solide da. Das bilanzielle Eigenkapital beträgt 20,893 (17,369) Mio. Euro, die Eigenkapitalquote liegt bei äußerst soliden 91,7 (89,1) Prozent. Die Finanzverbindlichkeiten betragen 1,19 (1,62) Mio. Euro.

Wie in jedem Jahr berichtete der Allerthal-Chef sodann über die sechs größten Depotpositionen per 31. Dezember 2017 nach Kurswert. Die Wertpapiere des Anlagevermögens machen zum Bilanzstichtag insgesamt ein Volumen von 16,8 Mio. Euro aus. Größte Werte waren dabei MAN SE, Alexanderwerk AG, Diebold Nixdorf AG, Audi AG, Stada und Oldenburgische Landesbank (OLB) AG. Zwischenzeitlich wurden die Diebold Nixdorf AG Aktien zu Kursen von über 70 Euro vollständig veräußert. Die Beteiligung an der Esterer AG wird in der Bilanz unter "Anteile an verbundenen Unternehmen" ausgewiesen und ist in der genannten Übersicht nicht enthalten. Das Unternehmen, an dem man mit etwas über 85 Prozent beteiligt ist, entwickelt sich ebenfalls erfreulich und weist ein Eigenkapital von rund 5 Mio. Euro auf. Jüngst hat die Hauptversammlung der Esterer AG die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 32 Euro je Aktie beschlossen, dies entspricht einem Mittelzufluss von rund 450 TEUR bei der Allerthal-Werke AG.

Durchaus zufrieden zeigte sich Herr Schneider auch mit dem Geschäftsverlauf im ersten Halbjahr 2018. Ausweislich der bisherigen Zahlen zeichnet sich ein Ergebnis von rund 1,1 Mio. Euro ab. Der Rückgang gegenüber dem ausgesprochen erfreulichen 2017er Wert von gut 3,4 Mio. Euro resultiert aus den im Vorjahr enthaltenen Effekten aus dem Übernahmeangebot für die Biotest AG. Der ausführliche Halbjahresbericht wurde am 01. August 2018 veröffentlicht.

Zum Abschluss seiner Ausführungen berichtete der Vorstand noch über die Entwicklung des inneren Wertes der Aktie sowie der Wertentwicklung in den vergangenen Jahren. So stieg der Nettoinventarwert (NAV) von 15,56 Euro zu Beginn des Jahres 2015 über 16,31 Euro per Jahresresultato 2015 und 16,60 Euro per Ende 2016 auf 19,20 Euro per Ende März 2017 und überschritt per 30.06.2017 mit 20,34 Euro erstmals die 20 Euro Marke. Per ultimo 2017 lag der NAV bei 21,92 Euro. Per Ende März 2018 nannte Herr Schneider einen Wert von 21,52 Euro und für Ende Juni 2018 einen solchen von 21,71 Euro. Bei Beurteilung der Entwicklung sind die im Juli 2015 gezahlte Dividende von 0,50 Euro, die im Juli 2016 gezahlte Dividende von 1,15 Euro sowie die Dividende von 0,50 Euro im Juli 2017 zu berücksichtigen. Um den Aktionären ein Gefühl für die möglichen Effekte aus den Nachbesserungen zu geben, zeigte der Vorstand auch noch eine Projektion verschiedener Szenarien.

Ohne Berücksichtigung des Nachbesserungsvolumens im NAV liegt dieser zum Jahresresultato bei 21,92 Euro. Setzt man das Nachbesserungsvolumen mit 10 Prozent an, was einer entsprechenden Rendite von 10 Prozent auf das Volumen gleichkommt, beträgt der NAV 25,28 Euro je Aktie. Bei einem Wertansatz von 20 Prozent steigt der NAV auf 28,63 Euro je Anteilsschein und bei einer Rendite von 30 Prozent ergibt sich ein Wert von 31,98 Euro je Allerthal-Werke-Aktie.

Anlässlich seines nunmehr 20. Geschäftsjahres als Vorstand der Gesellschaft blickte Herr Schneider auf die Entwicklung des Unternehmens in den vergangenen zwei Jahrzehnten zurück und unterlegte dies mit einigen interessanten Eckdaten. So lag das bilanzielle Eigenkapital per Ende 1997 bei 494,7 TEUR. In den Jahren 1999, 2001 und 2012 wurden drei Kapitalerhöhungen mit einem Mittelzufluss von 4,798 Mio. Euro durchgeführt, woraus sich ein Eigenmittelbestand von 5,293 Mio. Euro ergeben hat.

Diesem Bestand und den Zuflüssen standen Aufwendungen aus der industriellen Vergangenheit und Dividendenzahlungen in Größenordnung von insgesamt 11,15 Mio. Euro gegenüber. Konkret ergaben sich Aufwendungen für den ehemaligen Industriestandort Grasleben in 2001 von 1,295 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Insolvenz der damaligen Tochtergesellschaft, Abschreibungen auf das Grundstück in Grasleben von 470,6 TEUR für die Jahre 2002 bis 2006, ein Vergleich mit dem Insolvenzverwalter der früheren Tochtergesellschaft awg elastomer AG über 1 Mio. Euro im Jahr 2006 und ein negativer Kaufpreis für den Verkauf des Grundstücks von 490 TEUR, in Summe 3,255 Mio. Euro.

Überdies erfolgten signifikante Dividendenzahlungen an die Aktionäre. Für die Jahre 2004 bis 2011 erreichte die Ausschüttungssumme eine Größenordnung von 4,71 Mio. Euro und für 2012 bis 2017 weitere 3,78 Mio. Euro. Im Ergebnis beläuft sich das bilanzielle Eigenkapital der Gesellschaft dennoch inzwischen auf erfreuliche 20,89 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote beträgt solide 91,7 Prozent. Inklusive stiller Reserven beläuft sich das wirtschaftliche Eigenkapital per Ende 2016 auf 26,05 Mio. Euro. Der Vorstand erinnerte auch daran, dass in den vergangenen 20 Jahren zudem rund 1 Mio. Euro an die Betriebsrentner der Allerthal-Werke AG gezahlt worden sind. Dieser Posten ist in der Auflistung gar nicht gesondert aufgeführt.

Vereinfacht gerechnet lag der Anfangsbestand bei 5,29 Mio. Euro. Von diesem sind im Zeitablauf insgesamt 11,75 Mio. Euro aus dem Unternehmen abgeflossen. Dennoch ist ein positiver Eigenkapitalbestand von 20,89 Mio. Euro zu Buch- und von etwas über 26 Mio. Euro zu Marktwerten vorhanden. Auch die bisherige Geschäftsentwicklung im aktuellen Geschäftsjahr 2018 ist erfreulich verlaufen, wenngleich aus heutiger Sicht wohl nicht an das Rekordjahr 2017 angeknüpft werden kann.

## Allgemeine Aussprache

Als erster Redner im Rahmen der Generaldebatte meldete sich Aktionär Dr. Landrock zu Wort und interessierte sich wie auch noch weitere Redner im Rahmen der Aussprache für den Grundstücksbestand der Esterer AG in Altötting und die Chancen für eine gewinnbringende Vermarktung derselben. Nach Angabe von Herrn Schneider verfügt die Esterer in Altötting über insgesamt drei Grundstücke, die mit insgesamt 1,4 Mio. Euro in den dortigen Büchern stehen. Dabei handelt es sich einem Fall um eine Fläche von rund 25.000 Quadratmetern, die derzeit für einen Betrag von 350 Euro pro Jahr an einen Erdbeerbauern verpachtet ist. Bei dieser Fläche handelt es sich um das Grundstück, bei dem immer auch eine Nutzung für den geplanten Bau einer zweiten Ausfallstraße in Altötting im Raume steht. Hierzu bestehen aber derzeit trotz der bereits jahrzehntelangen Überlegungen und Planungen noch nicht die erforderlichen Voraussetzungen. Es wurden auch schon erfolgversprechende Gespräche mit der Gemeinde geführt, sofern die Umsetzung der geplanten Straße möglich wird. Eine Prognose zu dem dafür erforderlichen Zeithorizont wollte Herr Schneider jedoch nicht abgeben und verwies darauf, dass auch hier die Weisheit "Gut Ding will Weile haben" gilt.

Bei einem zweiten Grundstück handelt es sich um eine Fläche die in einem "Gebüsch" liegt und bei der man sich keine allzu großen Verwertungshoffnungen machen sollte. Die dritte Grundstücksfläche ist rund 2.500 Quadratmeter groß und liegt in unmittelbarer Nähe zum früheren Werksgelände. Derzeit erfolgt eine Nutzung der Fläche als Parkplatz. Hier ist man laut Herrn Schneider mit einem Immobilienentwickler im Gespräch, der versucht das zur Nutzung erforderliche Baurecht zu schaffen. Sollte dies gelingen, steht man einer Veräußerung durchaus positiv gegenüber. In diesem Zusammenhang hob der Allerthal-Chef noch hervor, dass die Struktur der Esterer mit den beiden weiteren größeren Aktionären Herrn Fey, der auch im dortigen Aufsichtsrat vertreten ist, und der Familie Esterer, die zusammen rund 8 Prozent der Esterer-Aktien halten, sehr gut ist, da auf diese Weise eine Präsenz vor Ort gegeben ist und man sich bietende Chancen bei den Grundstücken auch zeitnah mitbekommt und möglicherweise nutzen kann. Wie wichtig dies ist, rief Herr Schneider mit Blick auf die früheren Liegenschaften der Allerthal-Werke in Grasleben in Erinnerung, die aufgrund der großen räumlichen Entfernung zum Verwaltungssitz in Köln eher wenig Freude bereitet haben.

Des Weiteren interessierte sich Dr. Landrock dafür, ob bei Spruchverfahren, die für die Allerthal-Werke von Bedeutung sind, in Bälde Entscheidungen zu erwarten sind. Derzeit gibt es solche Entwicklungen laut Herrn Schneider nicht. Insbesondere im Fall des Spruchstellenverfahrens beim AXA Konzern haben sich seit der Vorlage des Gutachtens noch keine weiteren Erkenntnisse ergeben. Sofern es relevante Sachverhalte zu berichten gäbe, würde dies mutmaßlich auch ad-hoc-pflichtig sein und dann entsprechenden vermeldet werden. Im Fall der HVB Spruchstelle steht derzeit eine Nachbesserung von 8 Prozent im Raum, eine aus Vorstandssicht eher enttäuschende Größenordnung. Das Spruchverfahren in Sachen Dresdner Bank befindet sich derzeit in der zweiten Instanz. Als Enttäuschung bewertete der Vorstand den Ausgang des Spruchverfahrens bei der Vodafone Deutschland AG, der früheren Mannesmann AG, das unlängst vom OLG Düsseldorf ohne Nachbesserung rechtskräftig entschieden worden ist. Hier habe man viel Arbeit investiert, und er sei auch davon überzeugt gewesen, dass etwas dabei herauskommen wird.

Wenngleich sich Dr. Landrock mit der Geschäftsentwicklung durchaus zufrieden zeigte, mahnte er an, dass die Verwaltung mit Blick auf mögliche Risiken und auch vor dem Hintergrund der nun seit über acht Jahren andauernden Aufwärtsentwicklung an der Börse von Abenteuern in den USA, China oder auch dem nahen Osten absehen möge. Hierzu antwortete Herr Schneider, dass er im vergangenen Jahr im Rahmen der Monsanto-Übernahme durch den Bayer-Konzern einige Monsanto-Aktien gekauft hat. Einen Blick wert werden könnten nach seiner Einschätzung bei einer operativen Erholung auch durchaus die Papiere von Diebold Nixdorf Inc., der Obergesellschaft der deutschen Diebold Nixdorf AG. Derzeit ist die Eigenkapitalausstattung dort für seinen Geschmack allerdings noch zu schwach ausgeprägt. Investments im Nahen Osten sind für Schneider indes kein Thema. „Da kriegt mich keiner hin“, brachte er es klar auf den Punkt. Zum Thema von Engagements in China erinnerte er an die Erfahrungen mit derartigen Investments bei der RM Rheiner Management AG, die sich in der Vergangenheit an vier chinesischen Unternehmen beteiligt hat und bei allen Engagements letztlich einen weitgehenden Verlust der Investments zu verkräften hatte. Außerhalb von Deutschland engagiert sich die Allerthal-Werke AG nach Vorstandsangabe vornehmlich im deutschsprachigen Raum wie der Schweiz oder Österreich.

Als zweiter Redner meldete sich Herr Erlebach, Sprecher der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) zu Wort und zeigte sich mit dem vorgelegten Ergebnis und auch dem Dividendenvorschlag sehr zufrieden. Positiv wertete der Redner auch das erzielte Ergebnis von rund 1,1 Mio. Euro im ersten Halbjahr. Hier wünschte er sich aber noch mehr Details zur Prognose. Eine solche ist nach Vorstandsangabe aufgrund der geschäftlichen Struktur nicht in seriöser Weise möglich, da die Gesellschaft sich mit dem An- und Verkauf von Wertpapieren befasst und die künftige Kursentwicklung noch vorhersehbar ist. Auf die ergänzende Frage nach der aus der Esterer Beteiligung zufließenden Dividende nannte Herr Schneider einen Betrag von rund 450 TEUR, die im Juli 2018 ausgezahlt worden sind. Bei diesem Betrag handelt es sich nach seiner Angabe „um einen großen Schluck aus der Pulle“. Bereits in der Vergangenheit, konkret in den Jahren 2007 bis 2009 hatte die Esterer mit einer kumulierten Dividendenzahlung von 1.100 Euro je Aktie erfreut und seinerzeit trotz der Effekte der Finanzkrise insbesondere selbst im Jahre 2008 bei der Allerthal-Werke AG zu einem positiven Jahresergebnis geführt. Vor diesem Hintergrund ist die dauerhafte Fortführung der Beteiligung an der Esterer AG aus seiner Sicht auch kein belastender Faktor für die Allerthal-Werke, wie kritisch hinterfragt wurde.

Weitere Informationen wünschte sich der DSW-Sprecher wie auch weitere Debattenredner in Bezug auf die aktuell größten Positionen im Portfolio. Herr Schneider erläuterte hierzu, dass er sich mit diesen Angaben durchaus immer etwas schwer tut. Per Ende 2017 waren die größten Positionen Biotest AG, Wincor Nixdorf AG, MAN SE, First Sensor AG, Geratherm AG und Fortec Electronic AG. Per aktuell sind die größten

Positionen nach Vorstandsangabe MAN SE, Alexanderwerk AG, Diebold Nixdorf AG, Audi AG, Stada AG, MAN SE, comdirect bank AG sowie die Renk AG.

Verschiedene Redner befassten sich mit der Frage, inwieweit das Geschäftsmodell mit den Nachbesserungsrechten auch in Zukunft noch funktionieren wird, und wollten hierzu vom Vorstand eine entsprechende Einschätzung. Der Allerthal-Werke-Chef zeigte sich durchaus nachdenklich über die weitere Zukunft des Minderheitenschutzes im deutschen Aktienrecht. Leider hat sich die Situation bei der „plünderungsoffenen deutschen Aktiengesellschaft“ in den vergangenen Jahren nicht zum Besseren verändert und auch die Rechtssprechung der Gerichte erweist sich überwiegend konzern- und großaktionärsfreundlich. Dennoch ist es nach Überzeugung von Herrn Schneider weiterhin wichtig und wird immer wichtiger, etwas für die „Kapitalmarkthygiene“ zu tun und sich auch weiterhin im Rahmen von Spruchstellenverfahren einzu-bringen. Eine Prognose über die künftig erzielbaren Renditen ist naturgemäß nicht in seriöser Weise möglich, während Verfahren wie etwa Vodafone Deutschland AG zu null ausgehen, können sich Verfahrensausgänge auch sehr positiv gestalten, wie in 2015 der Fall Bayer Schering Pharma gezeigt hat, so Schneider weiter. Neben möglichen Nachbesserungen in Folge von Übernahmesituationen ist es aber aus Performancegründen auch wichtig, immer wieder einmal Werte wie eine Zapf Creation AG oder eine Alexanderwerk AG frühzeitig zu entdecken und zu kaufen.

Aktionär Dahmann regte mit Blick auf die Portfoliotheorie eine breitere Streuung der Vermögenswerte der Allerthal-Werke AG an und konnte prinzipiell vor diesem Hintergrund auch nichts Negatives an Investitionen in den USA oder in Fernost erkennen. Hierzu antwortete Herr Schneider, dass es nicht das Geschäftsmodell der Gesellschaft ist, Gelder im Rahmen der modernen Portfoliotheorie zu investieren, bei denen maximale Renditen zwischen 5 und 6 Prozent erzielt werden können. Für einen solchen Ansatz ist die Kostenquote der Allerthal-Werke letztlich zu hoch, so dass aktiveres investieren erforderlich ist. Auf die Frage, ob die Gesellschaft noch an der schweizerischen Repower beteiligt ist, antwortete der Vorstand, dass diese leider zwischenzeitlich verkauft worden ist.

Des Weiteren interessierte sich Herr Dahmann für eine Einschätzung des Vorstands zu den Aussichten des zu erwartenden Spruchverfahrens bei der Oldenburgischen Landesbank AG (OLB), insbesondere auch mit Blick auf mögliche stille Reserven im Immobilienbestand des Unternehmens. Hierzu verwies Herr Schneider darauf, dass der angebotene Abfindungspreis von 24,86 Euro deutlich unter dem ausgewiesenen Eigenkapital der OLB von knapp 30 Euro je Aktie liegt. Hinzu kommen nach Vorstandsangabe noch stille Reserven in den Wertpapierbeständen der Bank zwischen 50 und 60 Mio. Euro. Inwieweit auch im Immobilienbestand noch Reserven vorhanden sind, sollte nach seiner Auffassung auch Gegenstand des Spruchverfahrens sein. Wie er bereits selbst auf der Hauptversammlung gefordert hat, sollte das ausgewiesene bilanzielle Eigenkapital der OLB die absolute Untergrenze bei der Wertermittlung des Abfindungspreises darstellen, dies sieht Schneider auch als eine Marschrichtung in der Argumentation im Rahmen des Spruchstellenverfahrens an. Auf weitere Nachfrage teilte der Allerthal-Werke-Chef mit, dass bereits auf Basis des gezahlten Abfindungskurses ein positiver Ergebnisbeitrag aus dem Engagement erzielt worden ist.

Befragt nach der Anzahl der Mitarbeiter der Gesellschaft antwortete der Vorstand, dass neben seiner Person noch Frau Schneider als Sekretärin der Friesenstraße und Herr Lankes ebenfalls als Mitarbeiter in der Friesenstraße teilweise für die Gesellschaft tätig sind. Einziger operativer Mitarbeiter neben dem Vorstand ist Herr Patric Moritz.

Aktionär Wilm Müller beantragte im Rahmen seines Wortbeitrages unter anderem die Verlosung einer Aktie der Reederei Herbert Ekkenga anstelle der Ausschüttung einer Dividende in Euro. Hierzu antwortete Herr Schneider, dass nach seinem Kenntnisstand die weit überwiegende Mehrheit der Aktionäre der Gesellschaft eine Dividendenausschüttung in der Währung Euro bevorzugt. Zudem gab er zu bedenken, dass jene Aktionäre, die bei der vorgeschlagenen Verlosung leer ausgehen, entsprechend enttäuscht sein werden. Im weiteren Versammlungsverlauf wurde das Abstimmungsverfahren vom Aufsichtsratsvorsitzenden Dr. Linnerz dergestalt festgelegt, dass zunächst über den Antrag von Herrn Müller und für den Fall einer nicht ausreichenden Mehrheit der dafür abgegebenen Stimmen sodann über den Antrag der Verwaltung abgestimmt werden soll.

Auf Nachfrage von Aktionär Volker Graf nach Engagements der Gesellschaft etwa in Polen - hier hatte der Fragesteller eine Aussage von Herrn Schneider in einer früheren Hauptversammlung der Sektkellerei Schloss Wachenheim zitiert - bestätigte der Allerthal-Chef, dass man Aktien der Wachenheim-Tochtergesellschaft AMBRA hält. Mit diesem Investment fühlt er sich nach eigenen Angaben weiterhin ausge-

sprochen wohl. Neben einer Diversifizierung in den Währungsbereich des polnischen Zloty hält Schneider auch eine vollständige Übernahme der Tochter durch die Muttergesellschaft für durchaus denkbar, da eine eigenständige weitere Börsennotierung erfahrungsgemäß zusätzlichen Aufwand mit sich bringt.

Befragt nach dem Bestehen einer Beteiligung an der Thurella Immobilien in der Schweiz bestätigte der Vorstand auch dieses Engagement. Bei der Gesellschaft handelt es sich um eine sehr kleine Gesellschaft mit einer Immobilie am Bodensee. Möglicherweise kann sich dieses Unternehmen einmal als Keimzelle eines größeren Immobilienunternehmens erweisen, sofern sich ein entsprechender Investor hierfür findet. Bis dahin handelt es sich in gewisser Weise um ein Los, das jedoch durch die vorhandene Substanz gut abgesichert ist, so Schneider weiter. Auf die Frage nach dem Engagement bei der Weleda AG bestätigte Herr Schneider auch dieses, aufgrund der Struktur ist dort für außenstehende Investoren aber nur der Partizipationsschein investierbar. Dieser ist nach herkömmlichen Bewertungskriterien ausgesprochen günstig und weist umgerechnet ein KGV im einstelligen Bereich auf. Die Produkte sind weithin bekannt und bei den Verbrauchern ausgesprochen beliebt, ein gewisses Manko stellt laut Schneider jedoch der Umstand dar, dass die Hauptanteilseigner keine Gewinnerzielungsabsicht mit ihrem Unternehmen verfolgen.

Aktionär von Meer interessierte sich unter anderem für die aktuelle Höhe der vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge bei der Allerthal-Werke AG. Diese belaufen sich bei der Körperschaftsteuer auf rund 8 Mio. Euro und bei der Gewerbesteuer auf rund 4 Mio. Euro. Sodann interessierte sich der Redner dafür, inwieweit auch die Allerthal-Werke AG Aktien der Eisen- und Hüttenwerke AG (EHW) hält, auf deren Hauptversammlung Herr Schneider nach Beobachtung des Redners vertreten gewesen ist. Nach Vorstandsangabe hat er dort die Aktien der Esterer AG vertreten und ist dort in seiner Funktion als Vorstand der Esterer AG aufgetreten. Bei der Esterer AG hat er jedoch die deutlich steigenden Kurse im Vorfeld der Hauptversammlung zum Ausstieg genutzt und bis auf 1.000 Stücke alle EHW-Aktien zu Kursen im Bereich von 28 Euro veräußert.

Auf die Frage, ob das Engagement bei der Deutsche Steinzeug AG noch besteht, die von Aktionär Hachenberg gestellt wurde, teilte der Vorstand mit, dass dieses zwischenzeitlich veräußert worden ist. Bezogen auf die gehaltenen Aktien bei der Splendid Medien AG erläuterte er, dass man dort hellhörig geworden sei, als bekannt geworden ist, dass die Vermarktung der Inhalte unter anderem durch freenet erfolgt. Nach seiner Einschätzung könnte sich dies erfolgreich entwickeln und positive Impulse für das Zahlenwerk und damit letztlich auch für die dortige Kursentwicklung liefern. Des Weiteren interessierte sich der Redner dafür, ob man weiterhin bei der MARNA Beteiligungen AG (*Anm. des Verfassers*: frühere Marenave Schifffahrts AG) beteiligt ist oder ob das vorgelegte Abfindungsangebot angenommen worden ist. Nach Vorstandsangabe ist man dort weiterhin engagiert. Gleiches gilt auch für die Mühl AG, bei der nach Abschluss des Insolvenzverfahrens Ende August 2018 eine Hauptversammlung stattfinden soll.

Angesprochen auf die von der Allertahl-Werke geführten Prozesse antwortete Herr Schneider, dass dies den Beitrag der Allerthal-Werke AG zur Kapitalmarkthygiene darstellt. Zum einen betrifft dies die Zapf Creation AG, dort ist aktuell eine Klage gegen ein von der Hauptversammlung beschlossenes genehmigtes Kapital anhängig. Konkret geht es dabei um die Möglichkeit zum Ausschluss des Bezugsrechts auch über die üblichen 10 Prozent hinaus. Sollte sich so etwas durchsetzen, würde dies nach Ansicht von Herrn Schneider einen Dambruch darstellen, den es zu verhindern gilt. Die erste Instanz vor dem Landgericht Nürnberg ist verloren gegangen, nun steht die zweite Instanz vor dem OLG Nürnberg an. Angesichts der grundsätzlichen Bedeutung hält Schneider hier auch den Gang vor den BGH für denkbar. Nicht so glücklich ist das Verfahren im Zusammenhang mit einer Sachkapitalerhöhung bei der Delticom AG gelaufen, daher habe man dieses auch nicht mehr weiterverfolgt.

Aktionär Johannes Schröter interessierte sich für die Methoden des Risikomanagements bei der Allerthal-Werke AG insbesondere mit Blick auf den bereits recht lange laufenden Aufwärtszyklus an der Börse. Ein Teil der Risikosteuerung findet durch Investments in Abfindungswerte und abfindungsnahen Werte statt, die erfahrungsgemäß weniger schwankungsanfällig sind. Um an der Börse erfolgreich zu sein, müssen aber auch Risiken in Kauf genommen werden, so der Vorstand weiter. Ein weiterer Mechanismus ist die Gewichtung der einzelnen Engagements im Portfolio. So ist die Positionsgröße auf 10 Prozent des Portfolios begrenzt, bei Überschreiten dieses Wertes ist eine entsprechende Genehmigung des Aufsichtsrates einzuholen. Letztlich gilt aber die Erkenntnis, dass man immer zu viel Aktien hat, wenn die Kurse sinken, und zu wenig, wenn die Kurse steigen.

Nicht ganz nachvollziehbar erschien dem Redner auch die verfolgte Dividendenstrategie, weshalb er wissen wollte, ob diese so sinnvoll ist oder ob eine vollständige Thesaurierung nicht sinnvoller wäre. Laut Herrn Schneider folgt die Dividendenpolitik einem entsprechenden Beschluss der Verwaltung und wird seit



dem Jahre 2013 auch so praktiziert. Letztlich liegt die Entscheidung über die Gewinnverwendung bei den Aktionären, aus Sicht von Herrn Schneider ist die Dividendenpolitik aber plan- und vorhersehbar für die bestehenden und potenziellen weiteren Investoren. Mit Blick auf das vorhandene gezeichnete Kapital von 1,2 Mio. Euro im Verhältnis zum bilanziellen Eigenkapital von über 20 Mio. Euro und dem wirtschaftlichen Eigenkapital von über 26 Mio. Euro interessierte sich der Aktionär für etwaige Überlegungen der Verwaltung zur Ausgabe von Berichtigungsaktien. Eine solche Notwendigkeit sieht Schneider derzeit "ehrlich gesagt nicht", auch erfordert der Kurs von rund 25 Euro noch keine solche Maßnahme. Üblicherweise werden solche Aktiensplitts erst im Bereich von dreistelligen Kursniveaus vorgenommen. Auch das Argument eines steigenden Handelsvolumens hält der Vorstand für nicht wirklich belastbar und verwies darauf, dass jüngst durchaus einige Stücke an der Börse umgegangen sind.

## Abstimmungen

Nach Beendigung der allgemeinen Aussprache um 13:45 Uhr wurde die Präsenz mit 618.185 Aktien oder 51,32 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals festgestellt. Sämtliche Beschlussvorschläge der Verwaltung wurden mit überwältigenden Mehrheiten verabschiedet. Der von Aktionär Wilm Müller vorgeschlagene abweichende Gewinnverwendungsvorschlag mit Verlosung einer Aktie der Reederei Herbert Ekkenga AG, über den der Versammlungsleiter zuerst abstimmen ließ, hat lediglich zwei Jastimmen erhalten und wurde somit abgelehnt.

Im Einzelnen beschlossen wurde die Ausschüttung einer Dividende von 1,35 Euro je Aktie (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Wahl der Formhals Revisions- und Treuhand GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Wipperfürth zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2018 (TOP 5) sowie die Wahl der Herren Karl-Heinz Berchter, Rolf Hauschildt und Dr. Markus Linnerz in den Aufsichtsrat der Allerthal-Werke (TOP 6). Der Versammlungsleiter konnte die Hauptversammlung nach einer Dauer von knapp drei Stunden um 13:59 Uhr schließen.

## Fazit

Nicht zuletzt dank des Übernahmeangebots für die bis dato größte Depotposition Biotest AG im Jahr 2017 konnte die Allerthal-Werke AG für 2017 ein Rekordergebnis erzielen und erstmals in der Unternehmensgeschichte einen Jahresüberschuss von mehr als 4 Mio. Euro erzielen. Damit hat Alleinvorstand Alfred Schneider in seinem zwanzigsten Amtsjahr sogar das bisherige Rekordjahr 2015 deutlich übertreffen können. Trotz des zuletzt schwieriger gewordenen Börsenumfelds konnte auch im ersten Halbjahr 2018 mit rund 1,1 Mio. Euro erneut ein solides Ergebnis erzielt werden, wenngleich jedem Investor klar sein muss, dass sich das 2017er oder auch das 2015er Niveau nicht so ohne weiteres wiederholen lassen dürften.

Einen gewissen Rückschlag im Bereich der abgeschlossenen Spruchstellenverfahren stellt sicherlich die Entscheidung des OLG Düsseldorf in Sachen Vodafone Deutschland AG aus dem Jahr 2018 dar - eine Nachbesserung wurde hier nicht festgesetzt, obwohl viele Beobachter im Markt hier mit einem gerichtlichen Nachschlag gerechnet hatten. Positiv ausgegangen ist hingegen das Spruchverfahren bei der MAN SE, hier wird Allerthal und der Tochter Esterer eine Nachbesserung von rund 250 TEUR zufließen. Trotz der immer bestehenden Risiken, dass ein Verfahren "zu Null" ausgeht, enthält das bestehende Nachbesserungsportfolio aus Sicht des Verfassers einige interessante Chancen. Hierbei sei insbesondere an das bereits im Markt bekannte Gutachten in der AXA Konzern-Spruchstelle erinnert, in dem der Gutachter eine deutliche Nachbesserung um die 90 Euro ermittelt hat. Klar stellt ein Gutachten noch keine Entscheidung dar, aber zumindest die Tendenz geht in die richtige Richtung. Da AXA bei Allerthal-Werke auch die größte Nachbesserungsposition ist, würde sich eine Anhebung auf genannten Wert sehr positiv auf der Ergebnisseite auswirken (*vgl. hierzu auch unseren [HV-Bericht 2017](#)*).

Die vom Vorstand gegebene Einschätzung des NAV zuzüglich der Chancen aus den Nachbesserungsrechten gibt einen guten Überblick über den möglichen Wert. Die Bandbreite des NAV per Ende 2017 bewegt sich somit zwischen 21,92 Euro ohne jede weitere Nachbesserung bis hin zu 31,98 Euro für den Fall einer durchschnittlichen Rendite von 30 Prozent.

Auf dem aktuellen Kursniveau bietet die Allerthal-Aktie eine Dividendenrendite von immerhin 5,8 Prozent auf Basis der Ausschüttung von 1,35 Euro. Für 2018 sollte je nach Geschäftsverlauf wieder mindestens ein Ausschüttungsbetrag im Bereich der "Sockeldividende" von 0,50 Euro erreicht werden können, woraus sich

eine Rendite von rund 2,2 Prozent errechnet. Zusätzlich erhält der Investor noch eine gewisse Ertragsfantasie aus dem bestehenden Nachbesserungsportfolio, das bei Kursen um 22,50 Euro fast nicht eingepreist ist, da der NAV je Anteilsschein in der Nähe des Börsenkurses liegt und der Allerthal-Aktie damit auf dem aktuellen Kursniveau durchaus noch gewisse Fantasie verleiht.

## **Kontaktadresse**

Allerthal-Werke 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.allerthal.de](http://www.allerthal.de)  
E-Mail: [info@allerthal.de](mailto:info@allerthal.de)

Investor Relations

E-Mail: [investor.relations@allerthal.de](mailto:investor.relations@allerthal.de)

Hinweis: Der Verfasser besitzt Aktien der Allerthal-Werke AG.



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](mailto:info@gsc-research.de)  
Internet: [www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)