

Allerthal-Werke

DER VERDREISSIGFACHER

Die Allerthal-Werke unter der Leitung von Vorstand Alfred Schneider zeichnen sich durch eine seit Jahren kontinuierliche Gewinnentwicklung aus. Mit der diesjährigen 15. Dividendenzahlung in Folge setzte sich die Serie aktionärsfreundlicher Ausschüttungen fort.

Normalerweise würde eine Titelgeschichte nicht mit einem Rückblick starten. Die Allerthal-Werke wurden im Jahr 1899 zunächst als Brauerei in Grasleben bei Helmstedt gegründet. Die übermächtige Brauerkonkurrenz in Magdeburg und Braunschweig zwang die AG ab 1921 zum Aufbau eines zweiten Standbeins in Form der Produktion von technischen Gummiartikeln. Dieser Bereich wurde Mitte der 1990er Jahre ausgegliedert. Um die Leistung von Alleinvorstand Alfred Schneider, der seit nunmehr 20 Jahren die Geschicke der Allerthal-Werke AG lenkt, richtig einordnen zu können, ist dieser Blick in die Vergangenheit unerlässlich. Im Jahr 1998 startete er, der als Vorstand maßgeblich für die Umstrukturierung und Neuausrichtung als Beteiligungsholding verantwortlich zeichnet, mit einem Grundkapital von € 0.5 Mio. In den Jahren 1999 und 2001 folgten zwei Kapitalerhöhungen im Gesamtvolumen von € 3.8 Mio., die mit kumuliert € 3.3 Mio. mehr oder weniger zeitgleich weitgehend für die Aufgabe des damaligen Produktionsstandorts in Grasleben aufgewendet werden mussten. Viel Zeit, die Mittel gewinnbringend an der Börse zu investieren, blieb Schneider folglich nicht.

Eigenkapital mehr als verdreifacht

Umso beachtlicher fällt die Eigenkapitalentwicklung aus. Mit rechnerisch kaum mehr als € 1 Mio. im Jahr 1998 gestartet, kletterte diese Bilanzposition per 31.12.2017 auf

€ 20.9 (17.4) Mio. – grob gerechnet mehr als eine Verzwanzigfachung, wobei in der Rechnung noch eine Kapitalerhöhung aus dem Jahr 2012 im Volumen von knapp € 1 Mio. zu berücksichtigen ist. Hinzuzurechnen sind des Weiteren die kumulierten Dividendenzahlungen von inzwischen mehr als € 10 Mio. Nach vielen Jahren der Dividendenlosigkeit konnten im Jahr 2004 die ersten Früchte der neuen Unternehmenspolitik mit Wiederaufnahme der Dividendenzahlung geerntet werden. Seit dieser Zeit schüttet Allerthal als eine der wenigen Beteiligungsgesellschaften regelmäßig eine Dividende aus. Ohne diese Auszahlungen stünde das Eigenkapital heute eher bei € 30 Mio. – das entspricht einer Verdreifachung in nur 20 Jahren. Und selbst dies ist noch nicht die ganze Wahrheit, denn es blendet die vorhandenen stillen Reserven aus, die auf Grund der HGB-Bilanzierung erst beim Verkauf sichtbar werden. Wie Schneider in seiner HV-Präsentation ausführte, müssten gedanklich weitere € 5 Mio. hinzu addiert werden. Außerdem sind die Nachbesserungsrechte nicht berücksichtigt. Ein derartiger Erfolg über einen solch langen Zeitraum ist uns daher eine Titelgeschichte wert.

Immer unter den Top 3

Ebenfalls zu einem positiven Ergebnis kommt wenig überraschend auch die Solventis Beteiligungen GmbH in ihrem Research. Die Analysten haben die bereinigte Wertentwicklung deutscher, börsennotierter Beteiligungsgesellschaften über unterschiedliche Zeiträume verglichen. Danach zählte Allerthal stets zum Spitzentrio. Seit 2005 erwirtschaftete Schneider durchschnittlich eine Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital (Return on Capital Employed, kurz ROE) von 21.7 % p. a. Mit 22 %

war nur Sparta (s. NJ 7/18) einen Hauch besser. 25 % hatte sich die Deutsche Bank in alten Zeiten auf die Fahnen geschrieben und nicht erreicht. In diesem Zeitraum stieg der DAX um 10.9 %, der MDAX um 15.8 % und der SDAX um 13.9 %. Im Zehnjahreszeitraum seit 2008, das Jahr der Finanzkrise, summiert sich der ROE von Allerthal auf 14.8 % p. a. Nur Shareholder Value mit 17.1 % und Sparta mit 16.6 % waren besser. Der DAX mit +7 % wurde um Längen geschlagen. Lediglich der MDAX mit +13.6 % konnte mithalten. In der Fünfjahresbetrachtung belegt Allerthal mit einem ROE von 19.3 % p. a. wiederum Platz drei hinter Spitzenreiter Shareholder Value (+25 %) und Heliad (+20.8 %), aber vor Sparta (+18.7 %). Als bester von drei Vergleichsindizes schaffte der SDAX einen ROE von 18.2 %. Auch der MDAX machte mit 17.8 % eine sehr gute Figur. Es lässt sich festhalten: Der Investmentansatz von Allerthal war bisher dauerhaft erfolgreich (s. a. Interview auf S. 10).

Enorme Hebelwirkung

Im Hinblick auf die eigene Bewertung hat Allerthal mit den seit Jahren im Fokus stehenden Nachbesserungsrechten einen Joker in der Tasche. Diese Nachbesserungsrechte werden wie bei Beteiligungsgesellschaften üblich bilanziell nicht erfasst. Im Jahr 2017 stieg das Volumen leicht auf € 40.2 (38.9) Mio. Es gab bei zwei Abgängen im Volumen von € 666 000 eine Nachbesserung einschließlich Zinsen von € 71 000. Damit wurde mit dem Bestand an Harpen-Aktien, bezogen auf das Andienungsvolumen, ein Gewinn von 7 % und bei der im oberösterreichischen Laakirchen beheimateten Miba sogar ein Gewinn von 29 % erzielt. Die Zugänge beim Nachbesserungsvolumen beliefen sich im Jahr 2017 auf € 2 Mio. Wenn

Allerthal-Werke AG, Köln

Branche: Beteiligungsgesellschaft

Tel.: 0221/82032-0, Internet: www.allerthal.de

ISIN DE0005034201,

1.2 Mio. Stückaktien, AK € 1.2 Mio.

Aktionäre: A&B Verm.-verw. GmbH 26.25 %, Scherzer & Co. AG 20.66 %, Streubesitz (darunter mehrere Privataktionäre mit höherem Bestand) 53.09 %

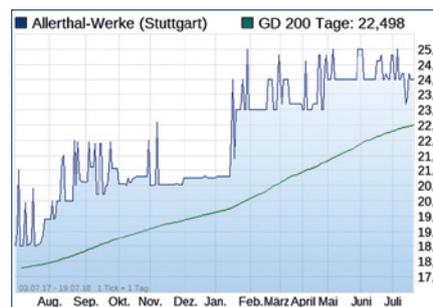
Kennzahlen	2017	2016
Erträge aus		
WP-Verkäufen	4.4 Mio.	2.7 Mio.
Dividendenerträge	423 000	282 000
Jahresergebnis	4.1 Mio.	1.7 Mio.
Ergebnis je Aktie	3.44	1.41
EK-Quote	91.7 %	89.1 %

Kurs am 19.07.2018:

€ 24 (Stu.), 26 H / 18.50 T

KGV 2018e 16, KBV 1.4 (12/17)

Börsenwert: € 28.8 Mio.



Der Aktienkurs folgte bisher unter geringen Schwankungen der Entwicklung des NAV.

FAZIT: Von den bisherigen Leistungen von Alfred Schneider, Alleinvorstand der Kölner Beteiligungsgesellschaft **Allerthal-Werke AG**, und seiner rechten Hand Patric Moritz können wir nur den virtuellen Hut ziehen. In 20 Jahren gelang nicht weniger als eine Verdreifachung des eingesetzten Kapitals in Kombination mit regelmäßigen Dividendenzahlungen von kumuliert € 10 Mio. Eine solche Konstellation ist eine Seltenheit auf dem deutschen Kurszettel. Auch wenn Erträge der Vergangenheit keinerlei Gewähr dafür bieten, dass auch in Zukunft Geld verdient wird, lässt jedoch darauf hoffen. Nebenwerteaffine Anleger mit Dividendenfokus, die auf das glückliche Händchen des Duos bei der Auswahl der Einzeltitel setzen, sind hier richtig aufgehoben. **PWS/CS**



Statistik-Bulle:
Operativ brummt's nachhaltig. Das eingesetzte Kapital wird sehr gut vermehrt, mit viel Gespür für interessante Titel, die zuweilen auch unter dem Radar laufen.

sich aus dem Nachbesserungsvolumen keinerlei Erträge ergeben sollten (wenig wahrscheinlich), läge der Nettovermögenswert je Aktie (Net Asset Value, kurz NAV) zum Bilanzstichtag 2017 bei € 21.92. Bei einem Kurs von € 24 per 19.07.2018 errechnet sich daraus ein leichtes Aufgeld. Bei einer durchschnittlichen Nachbesserung von 10 % stiege der NAV je Aktie auf € 25.92, bei 20 % auf € 28.63 und bei 30 % auf € 31.98. Mögliche weitere Kursgewinne wie in den vergangenen 20 Jahren kämen hinzu. Insofern vermögen wir keine Überbewertung der Allerthal-Aktie auszumachen – ein weiterer Grund für eine Titelgeschichte in durchaus unsicheren Börsenzeiten.

Top-Performer Biotest

Zurück zur Gegenwart: Schneider konnte in der HV im altehrwürdigen Düsseldorfer Industrie-Club am 23.07.2018 den zahlreich erschienenen Aktionären einen Rekordabschluss für 2017 präsentieren. Der auf € 4.1 (1.7) Mio. hochgeschneelte Jahresüberschuss erlaubte neben einer hohen Zuführung zu den Gewinnrücklagen von € 2.1 (0.8) Mio. eine kräftige Dividendenanhebung auf € 1.35 (0.50) je Aktie. Damit wurde in der fast 120-jährigen Geschichte des Traditionsunternehmens die bisher höchste Ausschüttung je Aktie erreicht.

Die Erträge aus Wertpapierverkäufen kletterten auf € 4.4 (2.7) Mio. Diese Position setzte sich zusammen aus Gewinnen aus dem Verkauf von Wertpapieren des Anlagevermögens von € 4.3 Mio., aus Nachbesserungserlösen von € 58 000 und Gewinnen aus dem Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens von € 52 000. Den größten Kursgewinn steuerte Biotest (Stämme und Vorzüge) mit € 1.8 Mio. bei. Es folgten Diebold Nixdorf mit € 410 000, First Sensor mit € 197 000, Norcom mit € 161 000 und Zur Rose mit € 128 000.

Esterer jetzt ein verbundenes Unternehmen

Die Position Aufwendungen aus Wertpapierverkäufen resultiert ausschließlich aus Verkäufen mit Verlust von Wertpapieren des Anlagevermögens von € 138 496 (21 234). Sonstige betriebliche Erträge, die in Erfüllung der gesetzlichen Norm des § 253 Abs. 5 HGB auf in Vorjahren gebildete Abschreibungen im Wertpapierbestand und in Anteilen an verbundenen Unternehmen wertaufgeholt werden müssen, stiegen kräftig auf € 1.04 (0.24) Mio. Hierbei handelt es sich um die Esterer AG, die nun als verbundenes Unternehmen bilanziert wird. Eine Verkaufsabsicht besteht somit nicht mehr. Der Jahresüberschuss von € 4.1 (1.7) Mio. führte nach Gewinnrücklagenzuführung

von € 2.1 (0.8) Mio. zu einem Bilanzgewinn von € 2 (0.9) Mio., von dem € 1.6 (0.6) Mio. zur Ausschüttung der Dividende dienten, der Rest wurde durch HV-Beschluss in die Gewinnrücklagen eingestellt. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich auf € 3.44 (1.41).

Solides Bilanzbild

Im Umlaufvermögen sank die Position Wertpapiere nach der Umbuchung der Beteiligung an der Esterer AG auf nur noch € 74 000 (3.7 Mio.). Der Wertpapierbestand im Anlagevermögen stellte sich zum Jahresultimo 2017 auf € 16.8 (15) Mio. Das Eigenkapital betrug € 20.9 (17.4) Mio. Die EK-Quote belief sich zum Jahresultimo 2017 auf komfortable 91.7 (89.1) %. Der Finanzsaldo gegenüber den finanzierenden Banken sank auf nur noch € 755 000 (956 000). Nach Schneiders Worten ist auch künftig nicht geplant, in größerem Rahmen Wertpapiergeschäfte auf Kredit zu tätigen.

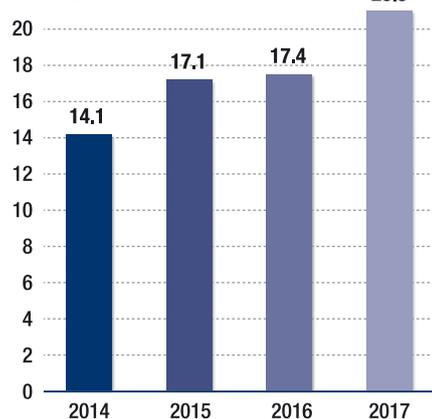
Im H1 2018 Geld verdient

Bei der Aufstellung des Halbjahresabschlusses zum 30.06.2018 zeichnet sich ein vorläufiger Halbjahresüberschuss (ungeprüft) von € 1.1 (3.4) Mio. ab. Auf Grund der Wesensart des Geschäftsmodells können unterjährig erzielte Ergebnisse nicht auf das Gesamtjahr (oder andere Zeiträume) hochgerechnet werden. Das Jahresergebnis per Ultimo kann daher sowohl höher, aber auch niedriger als das Halbjahresergebnis ausfallen, schreiben die Kölner in einer knapp gehaltenen Pressemitteilung vom 18.07.2018. Dem haben wir nichts hinzuzufügen, denn über die berühmte Glaskugel, die treffsicher anzeigt, wie die Kurse zum Jahresultimo notieren, verfügt auch ein Alfred Schneider nicht. Nur dann wüsste er im Vorfeld, wieviel Geld er wieder verdient hätte. Dass er auch 2018 einen Gewinn erwirtschaften wird, halten wir jedoch für hochwahrscheinlich – so wie fast immer in den vergangenen 20 Jahren auch.

**Peter Wolf Schreiber/
Carsten Stern**

BASIS WIRD TROTZ ERGEBNISSCHWANKUNGEN IMMER STÄRKER

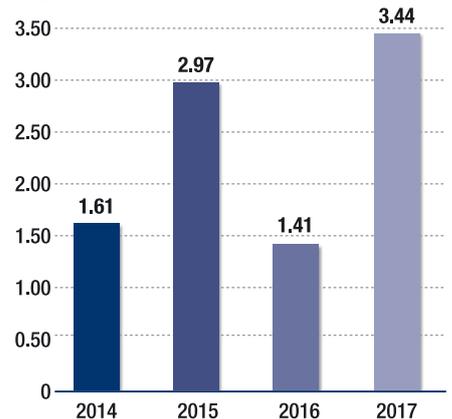
Eigenkapital
in Mio. €



Finanzanlagen
in Mio. €



Ergebnis je Aktie
in €



Quelle: Allerthal-Werke AG

Allerthal-Werke

„LASS‘ 1000 BLUMEN BLÜHEN“

Seit 20 Jahren lenkt Alfred Schneider die Geschicke der Kölner Allerthal-Werke AG. In dieser Zeit formte er aus einer ehemaligen Brauerei und Gummifabrik mit einem Eigenkapital von € 0.5 Mio. eine mehr als € 20 Mio. schwere Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Nebenwerte. Über sein Erfolgsgeheimnis sprach er mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Schneider, die erste Frage liegt quasi auf der Hand: Wie sieht ein typischer Investmentprozess von der ersten Überlegung bis zum Kauf – gerne an einem konkreten Beispiel – aus?

Schneider: Lassen Sie mich vorab sagen: Wir sind gerne Wiederholungstäter. Heißt, wenn wir uns mit der Gesellschaft ein- oder auch mehrmals intensiv beschäftigt haben, investieren wir gerne häufiger. Ansonsten haben wir einen extrem breiten Fokus ohne Branchenorientierung. Was wir mögen, sind Investments mit Aussicht auf eine Strukturmaßnahme. Sonst käme kein Portfolio mit Nachbesserungswerten im Volumen von mehr als € 40 Mio. zusammen.

NJ: Gibt es dann nicht den typischen Investmentfall?

Schneider: Im Grunde genommen nein. Lassen Sie es mich so ausdrücken: Wir sammeln Anlageideen aus diversen Quellen und verifizieren sie im Nachhinein. Solche Quellen sind z. B. HV-Besuche und -Berichte, Kapitalmarktkonferenzen und auch aus der Presse entnehmen wir die eine oder andere Idee. Wenn ich das Nebenwerte-Journal als Beispiel bemühen darf, sind wir durch Sie auf Werte wie Muehlhan und Bechstein aufmerksam geworden. Natürlich darf ein Hinweis auf unser Netzwerk nicht fehlen. Oder um es mit den Worten Mao's auszudrücken: Lass' 1000 Blumen blühen.

NJ: Danke für die Blumen, aber mehr als einen Anfangsimpuls können wir nicht geben, oder?

Schneider: Genauso ist es, aber das reicht schon aus. Wir verlangen nicht, dass Ihr Journal ein umfangreiches Research ersetzen können muss. Aber wenn wir auf eine Aktie aufmerksam geworden sind, dann geht unsere eigentliche Arbeit erst los. Dann gilt es Kontakt zum Management aufzunehmen. Dann gilt es die Interessenlage des Großaktionärs zu hinterfragen. Diese Liste könnten wir beliebig verlängern, aber letztlich geht es auch darum, zumindest ein Stück weit den gesunden Menschenverstand walten zu lassen.

NJ: Um dann doch bei Unternehmen, die sich in Umbruchsituationen befinden, zu landen?

Schneider: Ja und nein. Wir müssen uns die Frage stellen, wie wir Geld verdienen können und wollen. Und vor diesem Hintergrund machen Investments in die sogenannten Fallen Angels viel Sinn, denn wenn ein an sich gutes Unternehmen die Kurve kriegt, wenn Sie mir den saloppen Ausdruck gestatten, sind die Chancen immer besonders hoch. Eines dürfen Sie nicht vergessen: Wir müssen jedes Jahr unsere Kosten verdienen. Überschlagsweise können Sie mit € 0.6 Mio. kalkulieren. Bei einem Eigenkapital von € 20 Mio. entspricht dies einer hohen Quote von 3 %. Was nutzt mir da ein Investment, von dem wir uns einen maximalen Ertrag von 10 % p. a. mit ungewisser Eintrittswahrscheinlichkeit versprechen. Nicht viel jedenfalls.

NJ: Wie federn Sie das damit verbundene hohe Risiko ab?

Schneider: Über die Positionsgröße. Selbstverständlich wissen wir, dass niemand immer richtig liegen kann. Aber ein einzelnes Geschäft darf nicht die Jahresperformance oder gar das gesamte Unternehmen gefährden. Bei uns machen die sechs größten Einzelpositionen zurzeit nur 25 % des Depotvolumens aus.

NJ: Wären Kapitalerhöhungen denkbar, um die Kosten von € 0.6 Mio. p. a. auf mehr Eigenkapital zu verteilen?

Schneider: Eine schöne Idee, wir haben diese Frage unseren Großaktionären bisher nicht gestellt. Wir werden folglich mit dem Eigenkapital auskommen müssen, das wir momentan zur Verfügung haben. Und wie Sie an den Ergebnissen sehen können, lassen sich damit solide Gewinne erwirtschaften.

NJ: Durch die Dividendenzahlungen sinkt ihr Eigenkapital. Warum schütten Sie als eine der wenigen Beteiligungsgesellschaften trotzdem aus?

Schneider: Ganz einfach: Wir wollen als Aktionäre auch eine Dividende erhalten. Dann können wir doch nicht hingehen und bei uns selbst andere Maßstäbe anlegen. Es gibt eine klare Dividendenstrategie. Gewinne bis € 0.6 Mio. bzw. € 0.50 je Aktie werden vollständig ausgeschüttet. Gewinne zwischen € 0.6 und 2 Mio. werden thesauriert. Gewinn von mehr als € 2 Mio. werden wiederum hälftig geteilt.

NJ: Noch ein Wort zum Thema Nachbesserung. Teilen Sie meine Beobachtung, dass ein Trend zu niedrigeren Nachbesserungen besteht?

Schneider: Eindeutiges Ja. Nicht zuletzt, weil sich die IDW-Standards im Lauf der Zeit nicht unbedingt zugunsten des Streubesitzes verän-



Alfred Schneider: „Wir schauen uns gerne Unternehmen in Umbruchsituationen an.“

dert haben, um es vorsichtig auszudrücken. Beispiel Mannesmann: Hier wurde dem Streubesitz erstinstanzlich nach dem alten IDW-Standard eine Nachbesserung zugesprochen, die mit Verweis auf den neuen Standard letztinstanzlich wieder einkassiert wurde. Es wurden sozusagen nachträglich die Spielregeln geändert. Ende vom Lied: Keine Nachbesserung.

NJ: Erst wollten Sie Ihre Anteile an der Esterer AG verkaufen, jetzt wird die Gesellschaft im Anlagevermögen geführt, warum?

Schneider: Wenn wir einen Käufer für den Mantel gefunden hätten, der sich um Grundstücke und Pensionslasten kümmern wollte, wären wir heute schon am ursprünglichen Ziel. Da nun einmal kein Mangel an Börsenmäntel vorliegt, ist das nicht gelungen. Also haben wir selbst Hand angelegt und haben das vorhandene Anfangsvermögen in festverzinslichen Wertpapieren von € 3 auf heute 5 Mio. in Aktien gesteigert. Die Erträge daraus genügen, um die Pensionslasten von € gut 150 000 p. a. bedienen zu können. Und über die Dividendenzahlungen floss uns mehr als unser Einstand zurück. Lassen Sie es mich so ausdrücken: Eine äußerst komfortable Situation.

NJ: Was mich zur Abschlussfrage führt: In Ihren vorläufigen H1-Zahlen, nach denen sich das Periodenergebnis auf € 1.1 Mio. stellt, kann die jüngste Ersterer-Dividende von € 32 je Aktie bzw. kumuliert € 450 000 nicht enthalten sein. Korrekt?

Schneider (schmunzelt): Richtig. Die Esterer-HV fand am 10.07.2018 statt – 10 Tage nach dem Bilanzstichtag.

NJ: Danke für das Gespräch.

Das Interview führten Carsten Stern und Peter Wolf Schreiber