

Brief an die Aktionäre – Januar 2024

„Ich glaube an das Pferd. Das Automobil ist eine vorübergehende Erscheinung.“

*Wilhelm II. (1859-1941), von 1888 bis 1918
letzter Deutscher Kaiser und König von Preußen.*

Köln, im Januar 2024

Sehr geehrte Aktionärinnen,
sehr geehrte Aktionäre,

mit einem Aktionärsbrief zum Jahresanfang 2024 möchten wir unseren geschätzten Aktionären, 125 Jahre nach Gründung der Gesellschaft im Jahr 1899 als Brauerei im braunschweigischen Grasleben, einen Überblick über das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 geben und zugleich einen Ausblick auf das laufende Jahr wagen. Die Erfahrung der Vergangenheit lehrt jedoch, daß der Blick in die berühmte „Kristallkugel“ gerade an der Börse selten zu valablen Ergebnissen führt. Mit zukunftsgerichteten Prognosen ist es so eine Sache, wie schon die einleitende Fehleinschätzung – Kaiser Wilhelm II. zugeschrieben – eindrucksvoll illustriert. Wir kommen auf das Thema der Prognosen im Ausblick nochmals zurück.

Rückblick 2023

Am Anfang steht ein Blick zurück. Ein Blick zurück in ein Anlagejahr, das wieder einige Überraschungen links und rechts des Weges bereithielt und erneut „herausfordernd“ war, um den vielfach überstrapazierten Begriff hier auch nochmals zu bemühen.

Im Vorjahr beschäftigten wir uns im Rahmen des Aktionärsbriefs und auch anlässlich der Hauptversammlung im Juli 2023 mit dem zeitgeistigen Phänomen der „Polykrise“, das in der Gegenwart nichts von seiner Aktualität eingebüßt hat – im Gegenteil. Gefühlt sind auch 2023 mehr neue Krisenherde dazugekommen als Krisen verschwunden sind. „Krisen“ sind offenbar gekommen, um zu bleiben. Angelehnt an das Börsenbonmot „La hausse amène la hausse“ für Schönwetterperioden gilt: „Die Krise nährt die Krise“. Es gibt aktuell wenig Hinweise darauf, dass sich an dieser Konstellation auf absehbare Zeit etwas ändern wird.

Wir wollen an dieser Stelle aber nicht zu viel Trübsal blasen, sind wir mit dem im Anlagejahr 2023 Erreichten auch angesichts der teilweise „widrigen“ Rahmenbedingungen für Neben- und Spezialwerte-Investoren mit teilweise hohen Kursabschlägen einzelner Werte zufrieden.

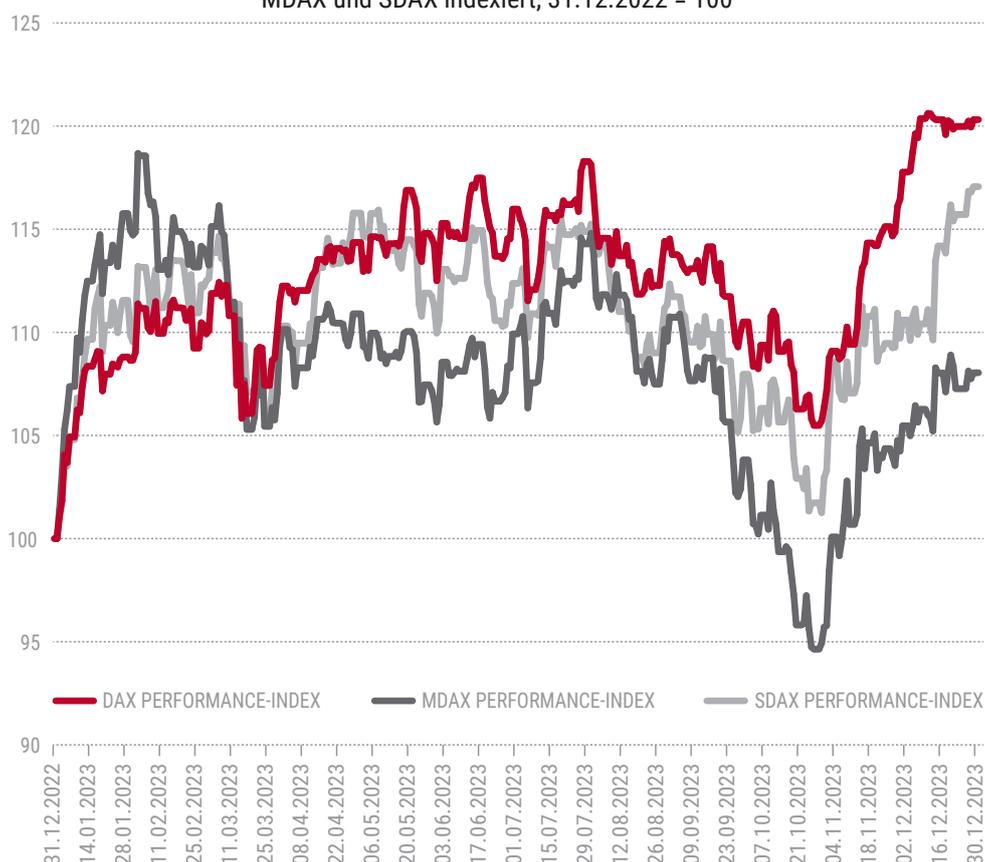
Nach den vorläufigen, ungeprüften Zahlen schließt die Allerthal-Werke AG das **Geschäftsjahr 2023** voraussichtlich mit einem **deutlich positiven Ergebnis in Höhe von rund 1.4 Mio. EUR (vorläufig, ungeprüft)** ab und konnte das Vermögen der Aktionäre steigern.

Entsprechend dem Dividendenkonzept der Gesellschaft aus dem Jahr 2013 ergibt sich damit ein **Dividendenvorschlag** an die diesjährige Hauptversammlung (HV) der Allerthal-Werke AG von **voraussichtlich 0.50 EUR** je Stückaktie (Vj. 0.50 EUR Dividende). Die HV findet plangemäß am **Mittwoch, 17. Juli 2024 um 11.00 Uhr im Industrie-Club Düsseldorf** statt.

Das **wirtschaftliche Eigenkapital je Allerthal-Aktie**, entsprechend dem anteiligen handelsrechtlichen Eigenkapital zuzüglich der Kursreserven im Wertpapierbestand des Anlage- und Umlaufvermögens, erhöhte sich im Geschäftsjahr 2023 nach den vorläufigen und ungeprüften Zahlen auf **26.69 EUR** nach 25.82 EUR zum Vorjahresstichtag. Unter Berücksichtigung der 2023 erfolgten Dividendenausschüttung von 0.50 EUR/Stückaktie würde dies im Jahresvergleich einer Steigerung von rund +5.3 % (Vj. -11.9 %) entsprechen.

Mit einem dividendenbereinigten Zuwachs um +5.3% liegt die Wertentwicklung sowohl hinter dem Dax (+20.3%) wie hinter dem SDAX (+17.1%) zurück. Deutlich geringer fällt der Abstand zum industrielastigen MDAX (+8.0%) aus. Mit Blick auf das Umfeld, die anhaltend gedrückte Verbraucherstimmung sowie die zahlreichen innen- und geopolitischen „Krisenherde“ könnten diese Kurssteigerungen in den Indizes beinahe paradox erscheinen. Die gute Stimmung in den Indizes spiegelt sich bisher (noch) nicht im Alltag von Unternehmen und Verbrauchern. Ob die Aktienmärkte als „Vorlaufindikatoren“ richtig liegen, werden die nächsten Monate zeigen.

DAX 31.12.2022 – 31.12.2023
MDAX und SDAX indexiert, 31.12.2022 = 100



Warum sind wir trotz dieser „Underperformance“ zu den einschlägigen Indizes dennoch zufrieden?

Zunächst einmal ist das Allerthal-Portfolio nicht an irgendwelchen Indizes orientiert. Damit sind wir zugleich frei von jeglichem „Benchmark-Denken“, das wir – und das gilt auch für Phasen einer „Outperformance“ – grundsätzlich eher kritisch sehen. Was nutzt etwa eine „Outperformance“ zum Index, wenn der Index -25% an Wert verliert, das eigene Portfolio aber nur -20%? Dann hat der Anleger zwar eine deutliche „relative Outperformance“, steht am Ende aber mit leeren Taschen da. Die „relative Outperformance“ wäre in diesem Fall ein teuer erkaufter Pyrrhussieg.

Aus ihrer Historie investiert die Allerthal-Werke AG zudem bekanntlich überwiegend in Nebenwerte der D-A-CH Region sowie in Unternehmen, die sich in „Sondersituationen“ befinden. Dabei ist die Gesellschaft oft in kleinen und mittelgroßen Unternehmen mit einem industriellen Kern investiert, bisweilen auch in Kombination mit einer eher geringen Handelsliquidität. Diese Kombination aus einer – relativ zu den marktbreiten Indizes – kleinen Unternehmensgröße und geringer Handelsliquidität gepaart mit einem industriellen Charakter vieler Portfolio-Unternehmen hat Aktien, insbesondere deutschen Aktien, im abgelaufenen Jahr 2023 teilweise kräftig zugesetzt. Nicht wenige auch bekannte Unternehmen haben das Jahr 2023 mit prozentual zweistelligen Kursrückgängen abgeschlossen – wie es natürlich umgekehrt auch prozentual zweistellige Gewinner gab.

Die Schere zwischen „guten“ und „schlechten“ Firmen – gemessen an ihrer Kursperformance – hat sich 2023 weiter geöffnet.

So lag die Bandbreite zwischen der besten und der schlechtesten Aktie im DAX zwischen +54% (Rheinmetall) und -36% (Zalando). Rheinmetall ist dabei sicherlich ein Profiteur der unsicheren geopolitischen Situation gewesen, während der einstige „Corona-Gewinner“ Zalando – wie viele andere Unternehmen – heute mit einer schwachen Konsumstimmung konfrontiert ist. Im Dezember 2023 zitierte die FAZ in einem Bericht über Zalando einen Analysten, wonach sich die Deutschen in einem „**Konsumentenstreik**“ befinden würden. Und weiter: „Zalando macht so weit alles richtig, was sie selbst beeinflussen können. Aber auf die Makrolage haben sie keinen Einfluss: Sie sind zur falschen Zeit im falschen Land auf dem falschen Kontinent.“ So einfach kann Börse sein.

Noch extremer präsentierte sich die Situation im MDAX mit einer Performance-Bandbreite zwischen knapp +190% (Redcare Pharmacy, ex Shop Apotheke) und -45% (Delivery Hero) sowie im SDAX mit einer Spanne zwischen +157% (Morphosys) und -60% (Adtran).

Beeindruckend war 2023 auch die zeitliche „Performance-Verteilung“ in den Indizes: die Tabelle veranschaulicht in Ergänzung zum Chart, dass ein Großteil der Indexperformance in den letzten zwei Monaten des Jahres „verdient“ wurde, während die Performance nach 10 Monaten nur zwischen +6,4% (DAX) und -4,3% (MDAX) gelegen hatte.

Periode von bis	12 Monate 31.12.2022 31.12.2023	10 Monate 31.12.2022 31.10.2023	2 Monate 31.10.2023 31.12.2023
DAX	20,3 %	6,4 %	13,1 %
MDAX	8,0 %	-4,3 %	12,9 %
SDAX	17,1 %	2,9 %	13,7 %

Quelle: VWD, eigene Abbildung

Über den Gesamtmarkt betrachtet war im abgelaufenen Jahr ein **Trend hin zu „Liquidität“ und „Größe“** zu beobachten. Der Markt favorisierte sogenannte „Big Caps“ gegenüber „Small & Mid Caps“, übrigens nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen wichtigen Märkten – insbesondere in den USA als Mutterland des Börsenkapitalismus. Klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen haben auch innerhalb der Indizes im Durchschnitt deutlich schlechter abgeschnitten als Unternehmen mit Börsenbewertungen im Bereich mehrerer Milliarden Euro. Wir werden dieses Thema nochmals vertieft im Rahmen der Hauptversammlung beleuchten.

Weitere bestimmende Themen im Markt waren „Inflation“ und – damit eng verknüpft – „Zinsen“. Als sich Ende 2023 abzeichnete, daß der Inflationsdruck möglicherweise nachlässt und es zu einer Entspannung an der Zinsfront kommt, haussierten insbesondere zinsensitive Werte etwa aus dem Technologie- oder Immobiliensegment. Insbesondere im Immobiliensektor ist die Allerthal-Werke AG jedoch nur in geringem Umfang investiert – was mit Blick auf die zurückliegenden Jahre kein Nachteil gewesen ist. Insgesamt hat sich die defensiv ausgerichtete Positionierung des Allerthal-Portfolios bewährt. Der geographische Mix mit den Schweizer Aktien (s.u.) hat das Deutschland-fokussierte Portfolio in einem attraktiven Markt ergänzt. Auch währungsseitig fand hier über den Schweizer Franken eine Diversifikation statt, die 2023 einen positiven Ergebnisbeitrag leistete.

Neben den großen und kleinen Themen auf der Makro-Ebene beschäftigten uns 2023 natürlich auch noch zahlreiche andere Themen auf der „Mikro-Ebene“ unseres Portfolios. Zu nennen sind hier stellvertretend etwa die beiden Rückkaufangebote in Sachen Centrotec SE vom Frühjahr und Herbst 2023, unser Gegenantrag bei der Deutsche Rohstoff AG vom Mai 2023 sowie das Delisting-Erwerbsangebot bei der Schumag AG vom Sommer 2023.

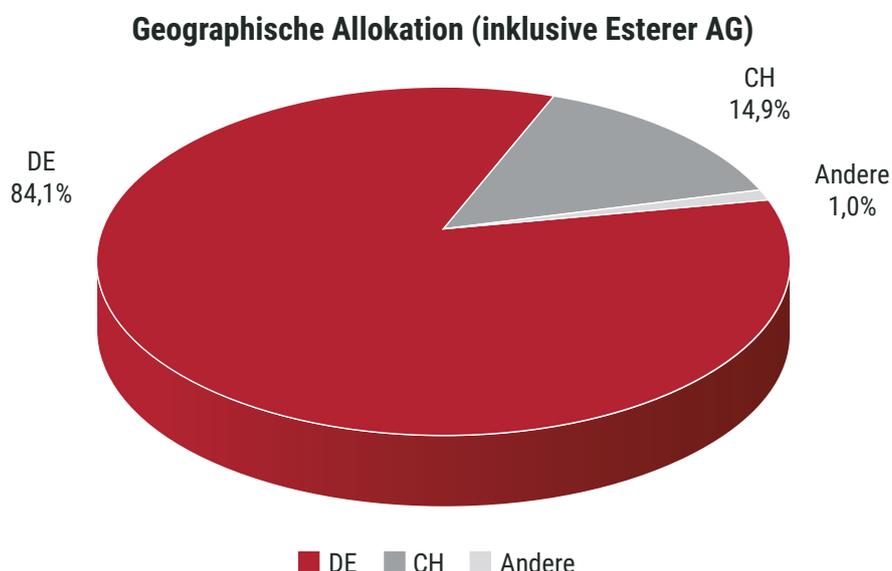
- Im März 2023 kündigte die **Centrotec SE** einen Aktienrückkauf zu einem Preis von 57.20 EUR je Aktie an, ein weiteres Aktienrückkaufangebot zu einem Preis von nur noch 44.00 EUR je Aktie wurde Ende November 2023 veröffentlicht. Die Allerthal-Werke AG hat ihr Centrotec-Exposure rund um das erste Rückkaufangebot vom Frühjahr 2023 adjustiert, bleibt aus Bewertungsüberlegungen jedoch an der Centrotec SE beteiligt. Die Posi-

tion gehört unverändert zu unseren Top 5-Positionen (s.u.). Der angemessene Wert der Centrotec SE liegt nach unserer Einschätzung weit oberhalb der aktuellen Aktienkurse.

- Am 29. Juni 2023 fand die diesjährige HV unseres langjährigen Portfolio-Werts Deutsche Rohstoff AG in Mannheim statt. Mitte Juni 2023 hatten wir der **Deutsche Rohstoff AG** einen Gegenantrag zum Gewinnverwendungsvorschlag der Verwaltung – also zur Höhe der Dividende – übermittelt. Wir stellten den Antrag an die HV der Deutsche Rohstoff AG, die Dividende von vorgeschlagenen 1.30 EUR/Aktie auf angemessene 2.60 EUR/Aktie zu erhöhen. Einerseits begründeten wir dies mit der sehr erfolgreichen, operativen Geschäftsentwicklung, andererseits mit den Risiken eines aggressiven Investitionsprogramms über 200 Mio. EUR in den Jahren 2023 und 2024 – das mittlerweile aufgrund noch größerer Investitionspläne schon längst wieder Makulatur ist! Auch wenn der Gegenantrag aufgrund der Nein-Stimmen des größten Aktionärs, zugleich Aufsichtsratsvorsitzender, vor Ort letztlich abgelehnt wurde, haben wir viele positive Rückmeldungen zum Antrag erhalten und immerhin eine Zustimmungsquote von rund 32.6% zu unserem Gegenantrag erzielt. Wir interpretieren diese Zustimmung auch als Signal und Auftrag an die Verwaltung der Deutsche Rohstoff AG, ihre Ausschüttungspolitik in Zukunft aktionärsfreundlicher zu gestalten.
- Die 2023 nur noch sehr sporadisch gehandelten Aktien der **Schumag AG**, zum Jahresende 2022 und auch zum 30. Juni 2023 noch unter den fünf größten Positionen, haben wir im 3. Quartal 2023 in das Delisting-Übernahmeangebot zu 1.36 EUR/Aktie eingereicht.

Portfolio zum 31.12.2023

Die größten Wertpapierpositionen im Anlagevermögen – ohne Berücksichtigung der Beteiligung von 89.7% an der Tochtergesellschaft Esterer AG – waren nach Kurswert Aktien von **Alexanderwerk AG, KSB SE & Co. KGaA (Vz), Centrotec SE, Siltronic AG** und **Data Modul AG**.



Der geographische Fokus des Portfolios bleibt auf den deutschen Aktienmarkt ausgerichtet, ergänzt überwiegend um verschiedene Schweizer Aktien. Zum Jahresende waren rund 84% der Wertpapiere im Anlagevermögen in Deutschland investiert, weitere knapp 15% in der Schweiz und etwa 1% des Portfolios entfielen auf andere Märkte.

In der Schweiz hielt die Allerthal-Werke AG Ende 2023 Aktienbeteiligungen u.a. am Verkehrs- und Tourismuskonzern **BVZ Holding AG**, am Baukonzern **Implenia AG**, an der Industriegruppe **CPH Chemie & Papier Holding AG**, am Industriezulieferer **Feintool Technologies AG** sowie am Medienunternehmen **TX Group AG**.

Ausblick

Zum Zeitpunkt der Entstehung dieses Aktionärsbriefs rollt eine selten gesehene Protest- und Streikwelle durch Deutschland. Bahnstreik. Bauernprotest. Klimastreik. Streik der Spediteure, Logistiker, Hausärzte... Und die Konsumenten streiken auch noch – siehe die Aussagen rund um Zalando. Wer will es den Konsumenten verdenken?

Teile der Bundesregierung warnen in diesen bewegten Januar-Tagen vor einem „Umsturz“ und drohender Instabilität des Systems, was gerade im letzten Punkt – bei näherer Betrachtung – beinahe paradox anmuten mag. Ist es nicht gerade erst die auch von der Politik – längst nicht nur in Berlin – herbeigeführte „Instabilität des Systems“ mit immer neuen Belastungen, neuer Bürokratie und neuen Unsicherheiten, vor der sich insbesondere stabilitätsverliebte Bürger fürchten? Unsicherheit geht eng einher mit Verunsicherung und Vertrauensverlust.

Man denke hier beispielsweise an die in jeder Hinsicht „volatile“ Energie- und Mobilitätswende, das Hin und Her beim „Heizungsgesetz“, den teilweise auch politisch instrumentalisierten „Klimanotstand“ oder ein neues Bürokratiemonster namens „Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz“. Dazu zahlreiche andere hausgemachte und ungelöste Problemfelder, die zu einer veränderten Sichtweise auf die Politik, ihre Handlungsfähigkeit und ihren Gestaltungswillen führen. Aus solchen politischen Initiativen – manchmal gut gemeint, aber bestenfalls „unglücklich“ in der Umsetzung – resultieren erst „Instabilitäten“, die über einen Mangel an Vertrauen (in die „Systemstabilität“) zu neuen Krisen führen. Und auf Investoren bezogen: Wer kein Vertrauen hat, investiert nicht mehr, sondern zieht sich zurück! Menschen und Märkte benötigen aber stabile, belastbare und wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen. „Bürokratieabbau“ ist ein schönes Schlagwort in Wahlkampfreden, letztlich passiert allerorten aber das genaue Gegenteil.

Als Anleger hat man eine zunehmende Routine entwickelt, um in und mit „Krisen“ bei zugleich tiefer Visibilität zu leben. Daran dürfte sich auch im laufenden Jahr 2024 wenig ändern. Von Investoren wird aber nicht nur eine gewisse Anpassungsfähigkeit an ein sich dynamisch veränderndes Umfeld mit ständig neuen Unsicherheiten erwartet. Fast wichtiger noch als die Anpassungsfähigkeit erscheint uns ein hohes Maß an Widerstandsfähigkeit. Über beide Eigenschaften verfügt die Allerthal-Werke AG, wobei wir die Widerstandsfähigkeit – auch in der Eigenwahrnehmung – noch höher gewichten würden.

„Anpassungsfähigkeit“ darf nicht dazu führen, dass man sich verbiegt und dem Zeitgeist und wechselnden Moden hinterherjagt – um dann letztlich doch feststellen zu müssen, daß der „Zeitgeist“ oder das, was nach den wechselnden Launen der Börse dafür gehalten wird, wieder einmal schneller war. Deshalb bleiben wir uns auch 2024 im Grundsatz treu in unserer eher defensiven Anlagephilosophie mit Nebenwerte-Fokus, ohne dabei „neue Technologien“ und Geschäftsmodelle aus den Augen verlieren.

Um auf Kaiser Wilhelm II. aus dem Eingangszitat zurückzukehren: hätte der letzte Deutsche Kaiser an der Börse – rein hypothetisch – auf steigende Kurse von Pferdefuhrwerksunternehmen spekuliert und die Aktien von Autobauern „leerverkauft“, so hätte er kurzfristig vermutlich ein glückliches Händchen gehabt, langfristig mit seiner historischen Fehleinschätzung aber Schiffbruch erlitten. Das Schwierigste an einer Prognose ist immer auch die zeitliche Komponente, gepaart mit einer Kombination aus sich verändernden, ex-ante – erfahrungsgemäß – aber nur schwer antizipierbaren sozialen, wirtschaftlichen, politischen oder regulatorischen Rahmenbedingungen.

Deshalb gilt unser Augenmerk vor allem der Gegenwart. Der Welt, in der wir leben. Aus diesem Grund sind wir mit Prognosen auch zurückhaltend und würden in Anlehnung an Wilhelm II. beispielsweise nie behaupten, daß wir etwa an das Automobil glauben und das Lastenfahrrad nur eine vorübergehende Erscheinung ist...

Mit freundlichen Grüßen

Thorsten Grimm
Vorstand Allerthal-Werke AG