

## Interview

# „Spielen Sie nicht zu nahe an der Außenlinie“

Smart Investor sprach mit **Dr. Olaf Hein**, Vorstand der Beteiligungsgesellschaft Elbstein AG, über die Attraktivität von Immobilienaktien und die aktuell interessantesten Marktnischen.



*Dr. Olaf Hein ist seit 2014 Vorstand der Beteiligungsgesellschaft Elbstein AG, die sich mehrheitlich im Besitz der Familie Ehlerding befindet. Zuvor war Hein Vorstand der FALKENSTEIN Nebenwerte AG und der SPARTA AG, einer der ersten deutschen Nebenwertebeteiligungsgesellschaften. Er verfügt über ein breites Kapitalmarkt-Know-how und jahrzehntelange Börsenerfahrung. Insbesondere Immobilienaktien sind seit Jahren eine seiner Kernkompetenzen, was sich aktuell auch in Elbsteins Portfolio widerspiegelt.*

**Smart Investor: Herr Dr. Hein, historisch bedingt haben Sie bei der Elbstein AG einen Bestand an Grundstücken. Auch Ihr Aktienportfolio ist zuletzt sehr immobilienlastig. Was reizt Sie am Btongold?**

*Hein:* Man kann es wohl nicht besser als Mark Twain formulieren: „Kaufen Sie Land – es wird nicht mehr hergestellt.“ Auf lange Sicht macht aber nicht der „Beton“ eine Immobilie wertvoll, sondern der Grund und Boden, auf dem diese steht. Die meisten gewerblichen Immobilien haben nach spätestens 30 Jahren ohne Grundsanierung ohnehin keinen kommerziellen Wert mehr. Unsere Tochter HCK besitzt aktuell auch lediglich unbebaute Grundstücke. Wichtige Argumente, die aber gleichwohl aus meiner Sicht für Immobilienaktien sprechen, sind der häufig stabile Aktionärskreis, die fortschreitende Branchenkonsolidierung, die verglichen mit dem Marktdurchschnitt historisch geringeren Kursschwankungen und das geringe Risiko einer sogenannten Disruption des Geschäftsmodells.

**Smart Investor: Besonders niedrig waren die Kursschwankungen zuletzt aber nicht. Wie die Diskussion um Enteignung oder den Mietpreisdeckel in Berlin zeigt, sind Immobilien zuletzt zu einem hoch politischen Thema geworden. Auch größere Player wie die Deutsche Wohnen sind dadurch enorm unter Druck geraten ...**

*Hein:* Das ist richtig – die Geschäftsmodelle vieler Branchen sind in den letzten

Jahren in den politischen Fokus geraten, darunter Automobilhersteller, Banken, Energieunternehmen oder zuletzt auch Fluggesellschaften. Grundsätzlich sollten sich Anleger an den Rat von Donald Keough, dem ehemaligen CEO von Coca-Cola, halten, der in seinem Buch „Die 10 Gebote für geschäftlichen Misserfolg“ auf die Gefahr hinweist, man dürfe als Unternehmen „nicht zu nahe an der Außenlinie spielen“. Denn wenn diese politisch verschoben wird, steht man plötzlich im Aus. Zum Leidwesen vieler Sicherheit suchender Anleger sind nun auch die Bestandhalter von Wohnimmobilien zum Spielball der Politik geworden.

**Smart Investor: Nicht wenige dieser Bestandhalter haben mit ihrer Konzentration auf (vorzugsweise Berliner) Citylagen offenbar sehr nahe an der politischen Berliner Außenlinie investiert. Sind diese Aktien damit nicht mehr attraktiv?**

*Hein:* Nicht unbedingt; hier sollten Anleger weiterdenken. Viele Immobilitentitel waren bereits relativ hoch bewertet. Dann kamen die Diskussion um Enteignung und schließlich der Entwurf zum Mietpreisdeckel. Da verschiedene Restriktionen in dem Senatsentwurf im Zweifel sogar kontraproduktiv für die Wohnungsknappheit sind, stellt sich die Frage, ob all dies so heiß gegessen wird, wie es zuletzt gekocht wurde. Die Deutsche-Wohnen-Aktie notiert ca. 25% unter ihrem ausgewiesenen NAV, ADO Properties wird sogar mit einem Abschlag von 30% ge-

handelt. Wie hoch mag auf diesem Niveau noch das Downside-Risiko sein? Vermutlich ist eine Obergrenze von 6 bis 10 EUR Kaltmiete je Quadratmeter bereits eingepreist. Wenn diese Regelungen am Ende aber weniger eng ausgelegt werden, ist hier Musik drin.

**Smart Investor: Die Bewertung von Immobilienaktien ist eine komplexe Materie. Auf welche Punkte und Kennzahlen achten Sie bei den Unternehmen?**

*Hein:* Regelmäßig wird den Investoren ja ein ganzer Strauß von Kennzahlen angeboten, vom EPRA-NAV über FFO, LTV oder WALT. Bewegen sich diese Zahlen etwa im Branchendurchschnitt, z.B. eine Eigenkapitalquote von etwa 50%, kann man darauf mit der Analyse aufbauen. Der zweite Teil wird dann aber schon erheblich schwieriger. Sie haben vorhin die Deutsche Wohnen angesprochen. Die Gesellschaft bewertet ihre 115.000 Wohnungen in Berlin mit dem 30,2-Fachen der Jahresmiete. Ist das zu hoch? An der Börse wird die Aktie der Deutschen Wohnen aber wie erwähnt mit einem Abschlag von rund 25% zum ausgewiesenen EPRA-NAV von 43,41 EUR bewertet. Ist das zu niedrig? Grundsätzlich darf man die Immobiliengesellschaften an der Börse – gerade in der Analyse – aber nicht über einen Kamm scheren. Branchengrößen wie Vonovia, LEG oder TAG werden u.a. daran gemessen, ob sie in einem hochpreisigen Markt noch sinnvolle Wachstumsmöglichkeiten finden, wobei die Finanzierung dieses Wachstums bislang kein Problem war. Kleine, noch nicht etablierte Immobiliengesellschaften stehen vor ganz anderen Herausforderungen. Diese finden vielfach zwar noch attraktive Investitionsmöglichkeiten in B- und C-Städten, haben aber Mühe, das nötige Eigenkapital zu beschaffen. Aber nur mit einem soliden Eigenkapitalpolster werden Sie im Immobilienbereich eine Wachstumsstory stricken können, wie sie die Börse sehen möchte.

**Smart Investor: Häufig fängt es jedoch schon beim Zahlenmaterial an, kompliziert zu werden. Viele Immobilienunternehmen bilanzieren nach IFRS**

**und haben in den letzten Jahren ihr Ergebnis vor allem durch eine bilanzielle Aufwertung des Immobilienbestandes erzielt. Wie gehen Sie mit diesem Thema um?**

*Hein:* Grundsätzlich habe ich mit den branchenüblichen Aufwertungen kein Problem, solange diese tatsächlich die Marktentwicklung nachzeichnen. Dies muss man im Einzelfall natürlich prüfen. Immer wieder erstaunt bin ich allerdings, wenn Käufer direkt nach dem Erwerb einer Immobilie von einem sogenannten Lucky Buy sprechen. Offensichtlich verschenkt ja kein Verkäufer seine Objekte.

**Smart Investor: Ihr Großaktionär und Aufsichtsrat Karl Ehlerding war mit der WCM einer der Pioniere bei börsennotierten Immobilien-AGs in Deutschland. Konnten Sie bei Ihren Investments von seinem Erfahrungsschatz profitieren?**

*Hein:* Absolut. Herr Ehlerding fokussiert sich auf den Immobiliensektor und damit exakt auf seinen „Circle of Competence“. Er verfügt über ein bemerkenswertes Detailwissen bei seinen Beteiligungen und unterstützt diese häufig intensiv über mehrere Jahre. Das heißt, er investiert in Unternehmen und spekuliert nicht mit ihnen. Sein besonderes Talent, unterbewertete Assets aufzuspüren, lässt sich allerdings kaum duplizieren.

**Smart Investor: Spektakuläre Renditen waren zuletzt eher bei Gewerbeimmobilien zu erzielen. Dieses Segment beinhaltet aber ein völlig anderes Risikoprofil als Wohnimmobilienbestandshalter. Viele Unternehmen aus diesem Bereich sind aber ebenfalls schon sehr sportlich bewertet. Gibt es noch interessante Nischen?**

*Hein:* Ich finde den Einzelhandelsbereich derzeit interessant. Natürlich gewinnt der Onlinehandel an Bedeutung, aber dass wir auch in Deutschland ein Mall-Sterben wie in den USA sehen werden, wage ich zu bezweifeln. Immer mehr Einkaufszentren entwickeln sich zu Eventflächen, die neben Geschäften auch mit einem gastronomischen Angebot, Wellness und Unterhaltungsmöglichkeiten punkten. Bislang lässt sich kein Rückgang der Besucherzahlen in den etablierten Centern feststellen. Auf mittlere Sicht könnte da z.B. die Deutsche EuroShop interessant sein: Die Aktie notiert mittlerweile bei lediglich 56% des ausgewiesenen NAVs und bringt es auf eine Dividendenrendite von mehr als 6%.

**Smart Investor: Darf ich also annehmen, dass sich diese Aktie schon im Portfolio der Elbstein AG befindet?**

*Hein:* Wir haben sie auf der Watchlist, genau wie die vorhin angesprochenen Berliner Bestandhalter. Investiert sind wir aktuell in die Godewind Immobilien AG, wobei uns die Konzentration auf sogenannte A-Städte und die günstigen Finanzierungskosten von ca. 1,4% gefallen. Die noch junge ERWE Immobilien AG begleiten wir seit Anfang 2018 intensiv. Sie entwickelt in B- und C-Städten für den Eigenbestand sogenannte Value-Add-Objekte – ein Schwerpunkt ist dabei die Entwicklung von gemischt genutzten Innenstadtimmobilien. Daneben halten wir Aktien der Helma Eigenheimbau AG, wo uns besonders der erhebliche Bestand von Vorratsgrundstücken für die zukünftige Vermarktung gefällt.

**Smart Investor: Womit wir wieder bei Mark Twains Eingangszitat wären: „Kaufen Sie Land.“ Herr Dr. Hein, vielen Dank für das interessante Gespräch.**

*Interview: Christoph Karl*

”

„Kaufen Sie Land – es wird nicht mehr hergestellt“

”