

HV-Bericht

Elbstein AG

WKN A1YDGT ISIN DE000A1YDGT7

virtuelle HV am 18.08.2022

Positives Jahresergebnis 2021 – 2022 belastet Portfoliowert Corestate

Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses der Elbstein AG zum 31. Dezember 2021 und des Lageberichtes für das Geschäftsjahr 2021 sowie des Berichtes des Aufsichtsrats
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns aus dem Geschäftsjahr 2021
3. Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2021
4. Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2021
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2022
(Vorschlag: Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,, Hamburg)

HV-Bericht Elbstein AG

Zu ihrer diesjährigen Hauptversammlung hatte die Elbstein AG ihre Anteilseigner wie bereits in den beiden Vorjahren zu einer virtuellen Hauptversammlung am 18. August 2022 eingeladen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Winfried Gathmann begrüßte die zugeschalteten Teilnehmer und bat um Verständnis dafür, dass man mit Blick auf die anhaltende Pandemielage aus Gründen des Schutzes der Gesundheit aller Beteiligten erneut das virtuelle Versammlungsformat gewählt hat. Hervorzuheben ist, dass die Aktionäre während der gesamten HV die Möglichkeit hatten, dem Vorstand schriftliche Fragen zukommen zu lassen.

Für GSC Research berichtet Alexander Langhorst.

Nach Erledigung der einleitenden Hinweise und Formalien erteilte er den beiden Vorstandsmitgliedern Volker Lemke und Dr. Olaf Hein das Wort.

Bericht des Vorstands

Nach Begrüßung der Teilnehmer gab Vorstandsmitglied Volker Lemke zunächst einen Überblick über das Zahlenwerk des abgelaufenen Geschäftsjahres 2021. Die wesentliche Position in der Bilanzsumme bilden weiterhin die Finanzanlagen, welche 35,97 Mio. Euro ausmachen. Kernelemente dieser Position sind noch vorhandene Grundstücksflächen im Umfang von 52.000 Quadratmetern, die Beteiligung an der ERWE Immobilien AG mit rund 5 Mio. Euro zum Bilanzstichtag welche 2022 noch weiter aufgestockt worden ist, sowie die Beteiligung an der HCK mit einem Wert von rund 15 Mio. Euro. In der HCK sind laut Herrn Lemke inzwischen keine Immobilien und Grundstücke enthalten, die vorhandenen Mittel dienen auch der Anlage in Wertpapieren. Über die HCK wird auch die Beteiligung an der Traumhaus AG gehalten.

Zudem hob der Vorstand hervor, dass die Bilanz überwiegend über Eigenkapital finanziert wird. Auf die Gesamtbilanzsumme von 44 Mio. Euro entfallen lediglich Rückstellungen von 294,28 (Vorjahr: 214,4) TEUR sowie Verbindlichkeiten von 1,57 (1,55) Mio. Euro.

In der Gewinn- und Verlustrechnung für das Jahr 2021 wird ein Rohergebnis von 0,151 (3,519) Mio. Euro ausgewiesen. Hinzu kommen Erträge aus Beteiligungen von 2,469 (0) Mio. Euro. Nach Abzug der verschiedenen Kostenpositionen ergibt sich daraus ein Jahresüberschuss von 1,906 (2,829) Mio. Euro. Zusammen mit dem Gewinnvortrag aus dem Vorjahr von 4,38 Mio. Euro ergibt sich daraus ein Bilanzgewinn von 6,293 Mio. Euro.

Ferner berichtete Herr Lemke über die Aufstockung der Beteiligung an der ERWE Immobilien AG im laufenden Jahr 2022. So hat Elbstein im Rahmen der dort im Verhältnis 3 zu 1 zu 1,50 Euro durchgeführten Kapitalerhöhung ihren zuvor 12,5-prozentigen Anteil erhöht und durch Ausübung der Bezugsrechte sowie Übernahmegarantie aller nicht bezogenen Aktien aus der Transaktion eine Beteiligungsquote von über 33,6 Prozent erreicht. Damit wurde die Abgabe eines entsprechenden Pflichtangebots nach WPÜG erforderlich. Dieses wurde in Verbindung mit einem Delisting aus dem regulierten Markt zu einem Preis von 2,36 Euro sodann auch umgesetzt. Im Zuge des Angebots wurden bei der Elbstein AG weitere 866.466 Aktien eingereicht, so dass sich die Beteiligung der Elbstein AG am Unternehmen auf nunmehr 37,29 Prozent beläuft. Aus Sicht der Elbstein AG beträgt der durchschnittliche Einstandskurs rund 1,90 Euro je ERWE-Aktie. Mit Blick auf einen geschätzten NAV von 3,0 bis 3,5 Euro sieht der Vorstand hier für die Zukunft noch signifikantes Potenzial beim Aktienkurs.

Hinsichtlich des Delisting hob Herr Lemke hervor, dass es sich hierbei nicht um ein „echtes Delisting“ handelt, vielmehr wird ein Handel im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse angestrebt. Hierdurch verringert sich der regulatorische Aufwand und der daraus resultierende Kostenblock bei der ERWE Immobilien deutlich, zugleich bleibt aber die hohe Transparenz und offene Kommunikation mit Investoren erhalten.

Im zweiten Teil der Ausführungen berichtete Dr. Hein über verschiedene Entwicklungen und Entscheidungen im Portfolio. 2020 hat man sich rechtzeitig und mit zumeist guten Ergebnisbeiträgen von Engagements getrennt und hatte in der Spitze nach Umsetzung der Kapitalerhöhung rund 29 Mio. Euro in Cash.

Wenig erfreulich ist allerdings das 2021 eingegangene Engagement bei der Corestate Capital Holding AG verlaufen, wie Dr. Hein einräumte. Im Grundsatz ist Elbstein in der Vergangenheit mit Investments im Immobilienbereich etwa bei WCM, Godewind und anderen gut gefahren. Insoweit ist eine gewisse Affinität zu In-

vestments in diesem Sektor auch gut zu erklären. Vor diesem Hintergrund wurde im vergangenen September erstmals die Idee eines Investments bei der Corestate Capital Holding SA an die Elbstein AG herangebracht. Dabei wurde angeboten – zusammen mit anderen bekannten Immobilieninvestoren die teilweise auch Großaktionäre der Elbstein AG sind – im Rahmen einer gemeinsamen Platzierung Anteile an dem Unternehmen zu erwerben. Daraufhin wandte sich Dr. Hein den damals aktuellen Corestate-Präsentationen vom November 2021 zu. Er befand die Aktie daraufhin als „sicherlich nicht aggressiv bewertet“. Der Immobilienmarkt erschien zu dieser Zeit relativ problemfrei. Übersehen bzw. zu wenig beachtet hat man bei der Recherche aber z.B. die hohen Adjustierungspositionen bei den Ertragsgrößen.

Corestate hatte akzeptable Q3-Zahlen veröffentlicht und zielte bei einer gesunkenen Marktkapitalisierung von 310 Mio. Euro auf einen adjustierten Jahresüberschuss von 50 bis 75 Mio. Euro für das gesamte Geschäftsjahr. Hinzu kam, dass die Einladung an der Platzierung mitzuwirken von Leuten mit einem hervorragenden track-record kam. Bis dahin war Corestate von Aktionärsgruppen, die eigene Aktivitäten wie die HFS eingebracht hatten, „eher schlecht“ geführt worden.

Leider erwiesen sich die Prognosen des Unternehmens als „Schall und Rauch“ und die Bewertungen sich als zu aggressiv, als der Immobilienmarkt in schwereres Wasser kam. Die aktuell engagierten Aktionäre versuchen nun zu retten, was zu retten ist. Die immateriellen Vermögenswerte von 800 Mio. Euro, die die Aktivseite dominieren, belasten. Verbunden sind sie mit Schulden von etwa 500 Mio. Euro. „Da hätten mehr Warnleuchten angehen müssen, das darf nicht vorkommen“, sagte Dr. Hein und vermied dabei explizit andere als sich selbst für das Fehlinvestment verantwortlich zu machen.

Die Zukunft von Corestate ordnete er, hauptsächlich aufgrund der schwachen Kapitalausstattung als „nicht zu rosig“ ein. Das Unternehmen liegt mit schwachen Lebenszeichen auf der Intensivstation, formulierte er. Die Aktie ist nach wie vor im Besitz der ConValue, vielleicht ist die Upside jetzt aber größer als die Downside. Mit „Mea Culpa“, beendete er seinen Vortrag zu diesem Thema.

Beantwortung der eingereichten Aktionärsfragen

Aktionär Michael Frick erkundigte sich unter anderem nach der Höhe etwaiger 6b-Rücklagen sowie dem Volumen der Verlustvorträge bei Gewerbe- und Körperschaftssteuer. Nach Angabe von Herrn Lemke bestehen keine 6b-Rücklagen. Der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag beträgt 141 Mio. Euro, der bei der Gewerbesteuer 140 Mio. Euro. Ergänzend wies Dr. Hein darauf hin, dass man durchaus überlegt, wie der Verlustvortrag gegebenenfalls genutzt werden kann, da eine Beteiligungsgesellschaft derzeit steuerlich nicht besonders belastet ist. Hierbei handelt es sich allerdings um ein recht komplexes Thema, welches man aber im Auge hat.

Mit Blick auf den hohen Anteil des Mehrheitsaktionärs an der Elbstein AG interessierte sich der Fragesteller des Weiteren dafür, ob irgendwelche Strukturmaßnahmen wie etwa ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder ein Squeeze-out geplant ist. Solche Pläne sind nach Vorstandsangabe nicht bekannt und nach seinem Kenntnisstand auch keine in Frage kommende Option.

Verschiedene Fragen befassten sich mit etwaigen stillen Lasten und stillen Reserven im Portfolio der Elbstein AG. In der Position der ERWE Immobilien sieht der Vorstand bezogen auf den durchschnittlichen Einstandspreis von rund 1,90 Euro stille Reserven, bei der Corestate wird mit einer stillen Last von rund 6 Mio. Euro gerechnet.

Der zu Corestate erfragte Einstiegspreis lag laut Vorstandsangabe bei 9 Euro, die im Zuge der außerbörslichen Transaktion gezahlt worden sind. Mit Blick auf den seither erfolgten deutlichen Kursrückgang merkte Dr. Hein an, dass es auf dem aktuellen Niveau auch wenig Sinn mache, die Aktien noch zu verkaufen, auch wenn diese nunmehr natürlich nur noch eine Art Optionsscheincharakter aufweisen.

Auf ergänzende Frage zur aktuellen Bilanzierung der Corestate Holding-Aktien führte Herr Lemke aus, dass man unterjährig keine Zu- oder Abschreibungen bildet und dies daher bisher auch noch nicht erfolgt ist. Die Bewertung erfolgt jeweils zum Stichtag. Auch wurden keine Umgliederungen von Umlauf- zu Anlagevermögen oder ähnliches vorgenommen. Nach derzeitigem Stand ist jedoch davon auszugehen, dass bei einem anhaltenden Kursniveau bei Corestate auch zum Jahresende hin hier entsprechende Abschreibungen erforderlich werden. Aktuell würde sich ein mögliches Abschreibungsvolumen bei etwa 6 Mio. Euro bewegen. Insoweit ist man mit der Entwicklung des Engagements naturgemäß auch nicht zufrieden.

Eine weitere Frage beschäftigte sich mit den Hintergründen, warum im Lagebericht keine näheren Ausführungen zur Corestate Holding und der eingetretenen Entwicklung zu finden sind. Hierzu erläuterte Herr Lemke, dass sich die Ereignisse dort „scheibchenweise“ entwickelt haben und erst Ende Juni die letzten Entwicklungen veröffentlicht wurden. Der eigene Lagebericht wurde jedoch bereits im Februar 2022 erstellt und der Lagebericht und der Jahresabschluss im März geprüft und fertiggestellt.

Befragt zum Engagement bei der ERWE Immobilien AG und der jüngst erhöhten Beteiligung führte Herr Lemke aus, dass man mit diesem Engagement sehr zufrieden ist. Mit dem Vollzug des Delisting und dem Wechsel ins Segment Scale der Frankfurter Börse werden in Zukunft einige Kosten gespart werden. Auch der Einstandspreis von 1,90 Euro, der deutlich unter dem NAV der ERWE Immobilien AG liegt, sollte in der Zukunft weitere Ertragschancen bieten.

Eine weitere Fragestellerin bat um weitergehende Erläuterungen zu den Aussichten des Investments Traumhaus AG. In der Frage wurde insbesondere auf Risiken aus steigenden Zinsen und Baupreisen verwiesen und inwieweit sich daraus möglicherweise ein Problem beim Verkauf der Objekte ergeben könnte. Laut Dr. Hein bewegt sich die Traumhaus im Fertighaussegment preislich im „Einstiegssegment“, so dass hier die Gefahr beim Absatz deutlich geringer sein dürfte als dies bei anderen Anbietern im Markt der Fall sein dürfte. Neben Einfamilienhäusern ist Traumhaus auch im Reihenhausbau oder Geschossflächenbau tätig und wäre auch für den Fall, dass Einfamilienhäuser vom Gesetzgeber nicht mehr erlaubt werden, hier entsprechend aufgestellt und verfügt über entsprechende Alternativen. „Sie kann auch nicht über Wasser gehen“, wird aber eine Krise vergleichsweise besser meistern können als andere Mitbewerber, brachte Dr. Hein seine Einschätzung prägnant auf den Punkt.

Auf die Frage nach den fünf größten Vermögenspositionen erläuterte Herr Lemke, dass dies per 31. Dezember 2021 die Beteiligung an der HCK mit 15 Mio. Euro, das Aktienpaket an der Corestate Holding SA mit 15 Mio. Euro, daneben die ERWE Immobilien AG mit 5 Mio. Euro, über die HCK die mittelbare Beteiligung an der Traumhaus AG und Cash. Zum Tag der Hauptversammlung ist ERWE mit 17 Mio. Euro die größte Position, Corestate (vor den zu erwartenden Abschreibungen zum Jahresende) und über HCK die Beteiligung an der Traumhaus AG und daneben noch verschiedene kleiner Wertpapierpositionen sowie Cash.

Mehrere Fragen befassten sich mit der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft und es wurde gamutmaßt, dass es sich hierbei um einen „Geldspeicher der Familie“ Ehlerding handelt. Hierzu antwortete Dr. Hein, dass seitens der Familie Ehlerding im Sommer 2020 im Rahmen einer Kapitalerhöhung rund 14,5 Mio. Euro frisches Kapital zur Verfügung gestellt wurden und die neuen Aktien zu über 90 Prozent von der Familie gezeichnet wurden. In Bezug auf die Kritik einzelner Fragesteller in Bezug auf die strategische Ausrichtung der Investitionen bzw. des Portfolios hielt es Dr. Hein für im Grundsatz für denkbar, dass einmal im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms den Anteilseignern eine Möglichkeit zur Anteilsabgabe geboten werden könnte. Überlegungen zu einem solchen Vorgehen befinden sich aber noch in einem sehr frühen Stadium und eine Meinungsbildung dazu hat bislang nicht stattgefunden.

Von Interesse war überdies, warum keine Dividende gezahlt wird, obwohl sich die Ausschüttung von 0,05 Euro je Aktie aus dem vorliegenden Geschäftsbericht ableiten lässt. Laut Herrn Lemke war eine Ausschüttung geplant. Wie bereits in den Vorjahren war auch in diesem Jahr ein Verzicht der Aktionäre der Familie Ehlerding auf die Zahlung vorgesehen. Nach Vorstandsangabe haben jedoch die Steuerberater hierbei einen Strich durch die Rechnung gemacht. Die Verzichtserklärung hätte bereits im Dezember des Jahres 2021 geschlossen werden müssen, um eine solche Verfahrensweise umsetzen zu können. Da dies leider nicht der Fall gewesen ist, wäre eine Dividendenzahlung nur an alle Aktionäre möglich gewesen. Da der Großaktionär jedoch gesagt hat, dass er keine Dividende möchte, ist nunmehr der Vortrag des Bilanzgewinns auf neue Rechnung unter Tagesordnungspunkt 2 vorgeschlagen worden.

Abstimmungen

Nach Beendigung der allgemeinen Aussprache um 11:27 Uhr wurde die Präsenz mit 27.851.036 Aktien oder 92,84 Prozent festgestellt. Sämtliche Beschlussvorschläge der Verwaltung wurden mit sehr großer Mehrheit bei maximal 0,09 Prozent Gegenstimmen verabschiedet.

Im Einzelnen beschlossen wurde der Vortrag des Bilanzgewinns auf neue Rechnung (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4) sowie die Wahl der Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft Hamburg zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2022 (TOP 5).

Der Versammlungsleiter konnte die Hauptversammlung nach einer Dauer von knapp zwei Stunden um 11:55 Uhr schließen.

Fazit

2021 hat die Elbstein AG mit 1,9 Mio. Euro nach 2,83 Mio. Euro im Vorjahr erneut ein positives Ergebnis erzielt. Positiv ist aus Sicht des Verfassers auch die Aufstockung der Beteiligung an der ERWE Immobilien AG im laufenden Jahr im Wege einer Kapitalerhöhung und bei dem folgenden WpÜG- und Delistingangebot. Bei einem durchschnittlichen Kaufpreis von 1,90 Euro je ERWE-Aktie und einem ausgewiesenen NAV zwischen 3,0 bis 3,5 Euro verfügt die Position noch über einigtes Wertsteigerungspotenzial.

Rückblickend ist das Engagement bei der Corestate Holding SA natürlich als unglücklich einzustufen. Letztlich hat Elbstein hier von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, sich mit anderen, sehr renommierten Investoren aus dem Immobilienbereich am Unternehmen zu beteiligen und damit letztlich auch die operative Kontrolle dort zu übernehmen. In der Vergangenheit haben die beteiligten Investoren – die ja zum Teil auch hinter der Elbstein AG selbst stehen – bei ihren Transaktionen ein sehr gutes Händchen bewiesen. Möglicherweise erschienen in dieser Konstellation die sich bietenden Chancen die vorhandenen Risiken deutlich zu übersteigen. Inzwischen wissen alle, dass es anders gekommen ist und ein bilanzielles Risiko von rund 6 Mio. Euro für den Fall der zu realisierenden Abschreibungen besteht. Dies würde sich negativ im Zahlenwerk niederschlagen, angesichts der sehr soliden Bilanzrelationen ist dies aber problemlos verkraftbar.

Investoren sollten bei etwaigen Dispositionen in der Elbstein-Aktie das vergleichsweise geringe Handelsvolumen der Aktie beachten und deshalb stets nur mit Limit im Markt agieren. Verglichen mit den Spitzenkursen von 3,48 Euro im Sommer 2021 hat sich der Kurs im Tief auf 1,09 Euro reduziert und liegt derzeit bei 2,00 Euro. Insbesondere an schwächeren Tagen und bei Kursen unter 2 Euro könnten sich hier durchaus (Nach-)Kaufgelegenheiten ergeben, sollte das Corestate-Thema doch im Kurs inzwischen weitestgehend abgebildet sein

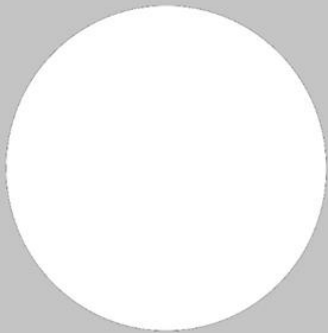
Kontaktadresse

Elbstein AG
Brook 1
D-20457 Hamburg

Tel.: +49 (0)40 / 30 03 23-50
Fax: +49 (0)40 / 30 03 23-51

Internet: www.elbstein.com
E-Mail: info@elbstein.com

Hinweis: Der Verfasser ist Aktionär der beschriebenen Gesellschaft.



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