

SE Swiss Estates AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 13,50 CHF (alt: 13,00 CHF)



Der Spezialist für Finanzaktien

12 | Jan | 2015

■ **Kurs (CHF)** **6,00**
52 Wochen Hoch / Tief 8,39 / 5,84

■ **Schlüsseldaten**

Land Schweiz
Branche Immobilien
Segment Wohnimmobilien-Bestandshalter
ISIN Aktie CH0023926550
WKN Aktie A0RLQ5
ISIN Partizipationsschein CH0019304531
WKN Partizipationsschein A0MJ3Y
Internet www.swiss-estates.ch
Bilanzierung nach Swiss-GAAP
Stichtag Geschäftsjahr 31/12
Marktkapitalisierung (Mio. CHF) 14,6
Aktienanzahl (inkl. PS) 4.177.545
Streubesitz 43,5%
Marktkap. Streubesitz (Mio. CHF) 6,3

■ Kennzahlen	2013	2014e	2015e	2016e
Marktkap./Umsatz	3,4	2,1	1,8	1,6
KGV	4,5	6,3	5,4	5,0
Dividendenrendite	0,0%	6,7%	7,5%	8,3%
KBV	8,2%	8,2%	8,1%	8,0%

■ Kennzahlen je Aktie*	2013	2014e	2015e	2016e
Gewinn je Aktie*	1,34	0,96	1,11	1,19
Dividende je Aktie*	0,00	0,40	0,45	0,50
NAV je Aktie*	72,85	73,41	74,06	74,76

*alle Kennzahlen je Aktie gelten analog für die ausstehenden Partizipationsscheine der Swiss Estates AG

■ Profitabilität ('000 CHF)	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	4.269	6.955	8.286	9.146
Nettokalnmieten	3.413	6.150	7.333	8.231
EBIT	8.930	5.150	5.398	6.341
Vorsteuerergebnis (EBT)	7.755	4.225	5.348	6.291
Nettokonzernergebnis	5.582	4.000	5.088	6.021
Eigenkapital	33.673	36.505	42.866	48.651
Eigenkapitalrendite (RoE)	16,6%	11,0%	11,9%	12,4%

■ **Finanzkalender**

Geschäftsbericht 2014 13. Mai 2015
Ordentliche Generalversammlung 5. Juni 2015
Halbjahresbericht 2015 30. September 2015

■ **Aktionärsstruktur**

Udo Roessig 56,5%
Streubesitz 43,5%

■ **Analyst** **Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA**

E-Mail scharff@src-research.de

Internet www.src-research.de

Swiss Estates kauft lukrative Neubau-Apartments am Genfer See bei Lausanne zum günstigen Preis - Kurszielerhöhung von 13,00 CHF auf 13,50 CHF

Der in Zürich ansässige Wohnimmobilienspezialist SE Swiss Estates AG meldete noch im alten Jahr den Ankauf eines lukrativen Immobilienportfolios in Prilly bei Lausanne in bester Hanglage zum Genfer See. Die Stadt grenzt lückenlos an Lausanne, das genau wie Genf und andere Orte am Genfer See durch die gute Arbeitsmarktsituation eine enorme Wohnraumnachfrage erfährt und dabei steigende Mietpreise in einer Größenordnung von rund 3,0% bis 3,5% pro Jahr keine Seltenheit sind.

Es handelt sich hierbei um zwei ganz neu erbaute Liegenschaften mit 22 Apartments bei höchster Energieeffizienz (Minergie P+ Standard), die uns ab Februar einen jährlichen Mietertrag von rund 1,5 Mio. CHF bis 1,6 Mio. CHF erwarten lassen. Der Kaufpreis lag nach unserer Einschätzung bei etwa 32,5 Mio. CHF, was einer für schweizerische Verhältnisse recht hohen Mietrendite im Bereich von 4,6% bis 4,9% entspricht.

Durch diesen ersten Schritt in die französische Schweiz gelingt es Swiss Estates, die Portfolio-Size um rund 25% von knapp 125 Mio. CHF auf rund 157 Mio. CHF zu steigern. Der Eigentumsantritt ist zum 1. Januar 2015 erfolgt, so dass die Erträge erstmalig zum Geschäftsjahr 2015 beitragen werden. Bereits durch den zuvor im September beurkundeten Kauf eines Portfolios im Großraum Bern war das Portfolio noch einmal deutlich um knapp 32 Mio. Euro angewachsen und hatte die 100 Mio. Schwelle überschritten. Insbesondere gefällt uns, dass SE Swiss Estates auch bei dieser Transaktion seine eigenen Aktien und Partizipationsscheine deutlich über dem aktuellen Kurs als Akquisitionswährung einsetzen konnte.

Für uns ist sowohl denkbar, dass die Gesellschaft die Wohnungen einzeln zu sehr guten Konditionen vermieten wird (schon jetzt ist ohne jegliches Marketing die Nachfrage sehr hoch) als auch die Möglichkeit, dass SE alle Wohnungen global an einen Konzern für einen langen Zeitraum von mindestens 10 Jahren vermieten wird und diese Gesellschaft dann entsprechend die Wohnungen ihren eigenen Mitarbeitern zuteilt. **In jedem Falle ist der Deal value accretive aufgrund des Kaufpreises und der Transaktionsstruktur und zeigt einmal mehr das rasante Portfoliowachstum. Die Aktie und die Partizipationsscheine sollten deutlich höher notieren, zumal der NAV fast schon 150% über dem aktuellen Kurs liegt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel nunmehr auf 13,50 CHF.**

SWOT – Analyse

Stärken

- Swiss Estates verfügt über ein diversifiziertes, überdurchschnittlich rentables Portfolio an Wohnliegenschaften in der deutschsprachigen Schweiz. Mit dem Kauf des jüngsten Portfolios gelang ein guter Eintritt in die Westschweiz.
- Die Firma verfügt mit dem Gründer und CEO Udo Roessig über einen erfahrenen Ankeraktionär mit umfangreichem Track Record im Immobiliengeschäft.
- Trotz des enormen Wachstums und der daraus resultierenden Bilanzverlängerung weist die Swiss Estates weiterhin eine sehr solide Eigenkapitalausstattung von derzeit rund 30% auf.
- Die Gesellschaft strebt zukünftig eine Ausschüttung in Form einer steuerfreien Nennwertreduktion an. Dies wird die Attraktivität der Aktie bzw. Partizipations-scheine aus Sicht vieler Investoren merklich steigern.
- Durch Investitionen außerhalb der absoluten Top-Lagen in Zürich oder Genf bzw. durch den gezielten Ankauf von bis dato schwach gemanagten Liegen-schaften gelingt es dem Unternehmen nachhaltig höhere Renditen als ver-gleichbare indirekte Immobilienanlagen für seine Investoren zu erwirtschaften.

Schwächen

- Aktuell trotz Wachstum noch recht geringe Marktkapitalisierung. Die hieraus resultierende geringe Liquidität lässt für die Mehrheit der institutionellen Anleger ein Investment in Swiss Estates noch nicht zu. Allerdings begibt Swiss Estates – nicht zuletzt im Rahmen von Portfoliokäufen – regelmäßig neue Aktien. Die Liquidität sollte sich daher mittelfristig deutlich verbessern.

Chancen

- Marktbeobachter gehen nach der Rallye bei den Preisen für Wohnimmobilien in erstklassigen Lagen und Ausstattungen von einem klaren Aufholpotential für Liegenschaften mittlerer bis gehobener Qualität für die kommenden Jahre aus.
- Der Aktien/PS-Kurs der Swiss Estates litt bis dato noch unter der im Vergleich zu großen SIX-kotierten Aktien geringen Liquidität bzw. dem weniger prominen-ten Börsenplatz Bern. Im Zuge des weiteren Wachstums sowie der positiven operativen Entwicklung sind die Partizipationsscheine der Swiss Estates seit März 2014 unter der ISIN CH0019304531 im Freiverkehr der Frankfurter Wert-papierbörse handelbar. Dies sollte die Attraktivität der Papiere weiter steigern.
- Durch den Einsatz eigener Aktien als Akquisitionswährung kann Swiss Estates zügig wachsen, ohne die Eigenkapitalausstattung merklich zu verschlechtern.
- Im Vergleich zu anderen indirekten Anlagen in Schweizer Immobilien ist Swiss Estates mit einem Abschlag von deutlich über 50% auf den inneren Wert (NAV) extrem günstig bewertet. Durch die jüngste Expansion des Bestandes sowie die geplante steuerfreie Ausschüttung in Form einer Nennwertreduktion gehen wir stark von einem Abbau dieses Discounts aus.

Risiken

- Eine Überhitzung des Marktes für Schweizer Wohnimmobilien mit anschlies-sendem Einbruch der Marktwerte könnte mittelfristig auch die Ergebnisse der Swiss Estates belasten. Wir sehen fundamental bei Bruttorenditen von über 5% sowie einem teils extremen Nachfrageüberhang nach Wohnraum hier derzeit nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für negative Wertberichtigungen.
- Der Ankauf weiterer Liegenschaften in der von Swiss Estates anvisierten Rendi-terange (> 5%) ist durch die aktuelle Hochpreisphase erschwert.
- Zinsänderungsrisiken aufgrund des derzeit extrem günstigen Zinsumfeldes für Immobilienfinanzierungen in CHF.

Wir hatten bereits in unserer letzten Studie vermutet, dass ein weiterer Zukauf noch im alten Jahr klappen könnte.

Erfolgreicher Eintritt zum vernünftigen Preis in die Westschweiz

Extreme Wohnraumknappheit und praktisch null Leerstand prägen das Bild rund um Genf und Lausanne

Vorteilhafte Deal-Struktur ermöglicht teilweise Bezahlung mit eigenen Aktien und Partizipationsscheinen

Rasanten Wachstum der Portfoliogröße und der Mieteinnahmen (allein +75% durch die beiden jüngsten Zukäufe in Bern und Lausanne)

Nach dem attraktiven Deal Flow erhöhen wir unseren Target Price auf 13,50 CHF. Die Aktie ist stark unterbewertet und immer noch sehr weit unter dem Substanzwert.

Guter Deal Flow durch attraktiven Eintritt in die französische Schweiz

Wir hatten bereits in unserer letzten Studie vom 2. Oktober darauf hingewiesen, dass sich das Unternehmen ein Kaufrecht auf zwei neu erstellte Wohnliegenschaften mit einem Verkehrswert von 32,6 Mio. CHF nahe der Stadt Lausanne in bester Hanglage gesichert hat. Umso positiver ist, dass die Transaktion Mitte Dezember noch im alten Jahr notariell beurkundet werden konnte und mit der Fertigstellung der Apartments zu Jahresbeginn 2015 eine signifikante Steigerung der Mieterträge und der Portfoliogröße im neuen Jahr einhergeht. Auch wenn das Unternehmen seinen Schwerpunkt bisher nur in der deutschsprachigen Schweiz hatte, so erachten wir doch den Kauf dieser zwei Neubauliegenschaften als eine besondere Opportunität, weil die wirtschaftlich starke und landschaftlich reizvolle Region um Genf und Lausanne am Genfer See eine ebenso extrem gute Nachfragesituation nach Mietwohnungen hat wie zum Beispiel das Finanzzentrum Zürich. Die Leerstände in der Region Genf / Lausanne liegen deutlich und dauerhaft unter 0,5% und signalisieren eine extreme Wohnraumknappheit, die auch aller Voraussicht nach in den nächsten Jahren Bestand haben wird. In den meisten Fällen beträgt daher die Insertionsdauer bei freistehenden Mietwohnungen weniger als zwei Wochen. Erst recht dann, wenn es sich wie in diesem Falle um attraktive Neubau-Apartments handelt. Der zweite Grund für die Vorteilhaftigkeit dieses Geschäfts liegt in der Deal-Struktur. Abgesehen vom Kaufpreis, der eine Brutto-Mietrendite nahe 5% erlaubt, konnte Swiss Estates nach unserer Einschätzung mindestens rund 20% bis 30% des Kaufpreises mit eigenen Aktien bzw. Partizipationsscheinen und Anleihen bezahlen.

Wie in unserer Studie vom 2. Oktober dargelegt, gingen wir von einer weiteren Steigerung des Portfoliovolumens auf insgesamt 175 bis 200 Mio. CHF innerhalb der nächsten 30 bis 36 Monate aus. Allein durch diesen Deal im Raum Lausanne steigt der Portfoliowert schon auf rund 157 Mio. CHF um über 25% an und kommt schon jetzt recht nahe an den Zielbereich, der nun wenig ambitioniert erscheint. Gemeinsam mit dem letzten Deal bezüglich des Kaufs des Portfolios aus dem Raum Bern im September ergibt sich zudem eine sehr deutliche Steigerung der Mieteinnahmen um über 3 Mio. CHF jährlich (ca. 3,2 Mio. CHF). Wenn man bedenkt, dass die Mieteinnahmen in 2013 bei knapp 4,3 Mio. CHF lagen, bedeuten diese zwei Deals ohne weitere Verbesserungen im Portfolio (die es durch Umbau- und Renovierungsmaßnahmen in der ersten Jahreshälfte 2014 gab), eine Steigerung der Ertragsbasis um 75% zu vernünftigen Preisen.

Wir hatten in unserer GuV-Schätzung vom Oktober bereits einen Deal in der Größenordnung von Lausanne für 2015 berücksichtigt, so dass wir unsere Schätzungen 2015ff für den Moment unverändert belassen, obgleich diese nun als weniger ambitioniert einzustufen sind. **Durch den attraktiven Deal Flow erhöhen wir unser Kursziel für die Aktie von 13,00 CHF auf 13,50 CHF, was immer noch fast 10% unter dem letzten NAV von 14,71 CHF je Aktie liegt.**

Gewinn- und Verlustrechnung - SE Swiss Estates AG

31/12 (CHF)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Mieteinnahmen	3.673.145	4.269.168	6.954.825	8.286.000	9.145.825	9.941.525	10.935.678
Ertragsminderungen	-488.552	-856.426	-805.120	-952.890	-914.583	-914.620	-984.211
Ertrag aus Vermietung	3.184.593	3.412.742	6.149.705	7.333.110	8.231.243	9.026.905	9.951.467
Immobilienaufwand und Drittleistungen	-582.034	-511.593	-2.345.100	-2.050.000	-2.219.063	-2.352.207	-2.219.062
Personalaufwand	-528.235	-784.809	-720.000	-730.000	-750.000	-750.000	-750.000
Sonst. Betriebsaufwand	-99.041	-122.838	-133.111	-141.098	-149.564	-158.537	-161.058
Verwaltungsaufwand	-321.531	-612.196	-402.300	-426.438	-452.024	-479.146	-492.100
Werbeaufwand	-55.655	-118.958	-85.462	-71.993	-72.713	-73.440	-74.980
Betriebsergebnis (EBITDA)	1.598.097	1.262.348	2.463.732	3.913.581	4.587.879	5.213.575	6.254.267
Abschreibungen auf Sachanlagen	-56.654	-63.844	-63.568	-65.653	-67.153	-65.653	-64.153
Gewinn aus Neubewertung Renditeliegenschaften	4.366.551	9.015.656	3.150.000	2.250.000	2.540.000	2.550.000	2.560.000
Verlust aus Neubewertung Renditeliegenschaften	-201.120	-1.284.222	-400.000	-700.000	-720.000	-750.000	-750.000
Bewertungsergebnis Renditeliegenschaften	4.165.431	7.731.434	2.750.000	1.550.000	1.820.000	1.830.000	1.810.000
Betriebsergebnis (EBIT)	5.706.874	8.929.938	5.150.164	5.397.928	6.340.726	6.977.922	8.000.114
Finanzergebnis	-799.509	-940.910	-925.410	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Ausserordentlicher und periodenfremder Erfolg							
Verlust aus Verkauf Swisshome Real Estate AG	-788.292	0	0	0	0	0	0
Erfolg aus Kursanpassungen geg. Treuhandvermögen	0	0	0	0	0	0	0
Kursverlust aus nachträgl. Kaufpreisreduktion	0	0	0	0	0	0	0
Ausserordentlicher und periodenfremder Ertrag	238.066	7.764	0	0	0	0	0
Ausserordentlicher und periodenfremder Aufwand	-240	0	0	0	0	0	0
Ausserordentlicher Aufwand in Zusammenhang mit der Generalbau Rudolf Lüthy AG	0	-1.043.137	0	0	0	0	0
Erfolg aus Anpassungen von Rückstellungen bez. Generalbau Rudolf Lüthy AG	23.100	800.910	0	0	0	0	0
Periodenergebnis vor Steuern (EBT)	4.379.999	7.754.565	4.224.754	5.347.928	6.290.726	6.927.922	7.950.114
Latente Steuern	372.250	-2.001.905	-120.000	-150.000	-150.000	-155.000	-160.000
Ertrags- und Kapitalsteuern	-315.982	-170.561	-105.000	-110.000	-120.000	-125.000	-130.000
Nettokonzernergebnis	4.436.267	5.582.099	3.999.754	5.087.928	6.020.726	6.647.922	7.660.114
Nettoergebnis je Aktie/PS	1,06	1,34	0,96	1,11	1,19	1,20	1,14
Dividende je Aktie/PS	0,00	0,00	0,40	0,45	0,50	0,55	0,55
Kennzahlen	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Margen in %							
EBITDA	43,5%	29,6%	35,4%	47,2%	50,2%	52,4%	57,2%
EBIT	155,4%	209,2%	74,1%	65,1%	69,3%	70,2%	73,2%
EBT	119,2%	181,6%	60,7%	64,5%	68,8%	69,7%	72,7%
Nettoergebnis	120,8%	130,8%	57,5%	61,4%	65,8%	66,9%	70,0%
Kostenquoten in %							
Personalkosten/Umsatz	-14,4%	-18,4%	-10,4%	-8,8%	-8,2%	-7,5%	-6,9%
Materialkosten/Umsatz	-15,8%	-12,0%	-33,7%	-24,7%	-24,3%	-23,7%	-20,3%
Abschreibungen/Umsatz	-1,5%	-1,5%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
Steuern/EBT	1,3%	-28,0%	-5,3%	-4,9%	-4,3%	-4,0%	-3,6%
Profitabilität							
Bruttomarge (EBITDA)	43,5%	29,6%	35,4%	47,2%	50,2%	52,4%	57,2%
Nettomarge	120,8%	130,8%	57,5%	61,4%	65,8%	66,9%	70,0%
Eigenkapitalrendite	17,3%	16,6%	11,0%	11,9%	12,4%	15,2%	15,8%
Bewertung							
KGV	5,65	4,49	6,27	5,42	5,04	5,02	5,27
KBV	0,57	0,43	0,40	0,34	0,30	0,33	0,30
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	6,7%	7,5%	8,3%	9,2%	9,2%
Daten je Aktie							
Aktienanzahl (inkl. PS)	509.916	552.409	4.177.545	4.595.300	5.054.829	5.560.312	6.727.978
Gewinn je Aktie (EPS)	1,06	1,34	0,96	1,11	1,19	1,20	1,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,40	0,45	0,50	0,55	0,55
EK je Aktie/PS	50,19	60,96	8,74	9,33	9,62	7,85	7,22

Quelle: Finanzberichte d. Unternehmens, SRC Research Schätzungen

SRC Research

- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -

SRC-Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstrasse 23

D-60313 Frankfurt

Germany

Fon: +49 (0)69 – 400 313-80

Mail: scharff@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	Rating	Kurs	Kursziel
Swiss Estates AG	2. Okt. 14	Buy	CHF 7,24	CHF 13,00
Swiss Estates AG	10. Sep. 14	Buy	CHF 7,46	CHF 13,00
Swiss Estates AG	19. Mai. 14	Buy	CHF 35,00	CHF 65,00
Swiss Estates AG	17. Okt. 13	Buy	CHF 37,45	CHF 60,00
Swiss Estates AG	21. Jun. 13	Buy	CHF 48,45	CHF 60,00

Wichtige Hinweise:

Der in dieser Studie genannte Kurs der SE Swiss Estates AG entspricht dem letzten Kurs der Namensaktien der SE Swiss Estates AG am Börsenplatz Bern am 9. Januar 2015. **Die in der Rating Chronik genannten Kurse und Kursziele beziehen sich teilweise auf den Zeitraum vor dem 1:5-Split der Aktien und Partizipationsscheine am 15.08.2014.** Die SE Swiss Estates AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2015 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.