

SE Swiss Estates AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 65,00 CHF (alt: 60,00 CHF)



Der Spezialist für Finanzaktien

19 | May | 2014

Kurs (CHF) **35,00**
52-W Tief / Hoch 30,00 / 51,00

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)	29,2
Aktienanzahl (inkl. PS)	835.509
Streubesitz	35,2%
Marktkap. Streubesitz (Mio. CHF)	10,3

Kennzahlen	2013	2014e	2015e	2016e
Marktkap./Umsatz	6,8	5,5	4,6	3,9
KGW	5,2	5,3	6,0	5,0
Dividendenrendite	4,3%	5,7%	7,1%	7,9%
KBV	48,0%	45,2%	43,4%	41,2%

Kennzahlen je Aktie*	2013	2014e	2015e	2016e
Gewinn je Aktie*	6,68	6,58	5,80	6,97
Dividende je Aktie*	1,50	2,00	2,50	2,75
NAV je Aktie*	72,85	77,43	80,74	84,96

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

Profitabilität ('000 CHF)	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	4.269	5.289	6.425	7.485
Nettokalmtieten	3.413	4.804	5.930	6.985
EBIT	8.930	3.988	3.995	5.094
Vorsteuerergebnis (EBT)	7.755	3.938	3.945	5.044
Nettokonzernergebnis	5.582	3.713	3.685	4.774
Eigenkapital	33.673	36.762	41.992	47.173
Eigenkapitalrendite (RoE)	16,6%	10,1%	8,8%	10,1%

Finanzkalender

Ord. Generalversammlung 2013 5. Juni 2014

Aktionärsstruktur

Udo Roessig	64,8%
Streubesitz	35,2%

Analysten

Dipl.-Vw. Denis Kuhn, CCrA
Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA

E-Mail kuhn@src-research.de
scharff@src-research.de
Internet www.src-research.de

Swiss Estates verbucht 5,6 Mio. CHF Nettogewinn in 2013 und erhöht den Substanzwert (NAV) je Aktie auf knapp 73 CHF – Wir sehen >50% Upside!

Der in Zürich ansässige Wohnimmobilienspezialist SE Swiss Estates AG veröffentlichte am 5. Mai seinen Geschäftsbericht 2013. Die Bruttomieteinnahmen aus Bestandsliegenschaften stiegen um gut 16% auf rund 4,3 Mio. CHF. Aufgrund verschiedener Sanierungsmaßnahmen, u.a. in dem zu Wohneinheiten umgewandelten Objekt Badenerstrasse 294 in Zürich, fielen die Ertragsminderungen mit rund -0,86 Mio. CHF nach -0,49 Mio. CHF im Vorjahr ebenfalls entsprechend höher aus. Der Nettoliegenschaftsertrag stieg somit trotz der temporären Mietausfälle durch die Sanierungsarbeiten von rund 3,2 Mio. auf 3,4 Mio. CHF. Das operative Ergebnis auf EBIT-Basis schoss um über 56% auf 8,9 Mio. CHF nach oben und übertraf damit auch unsere letzte Schätzung von 6,4 Mio. CHF deutlich. Das Vorsteuerergebnis legte im abgelaufenen Geschäftsjahr sogar um 77% auf 7,8 Mio. CHF zu. Der Nettoinventarwert (NAV) erhöhte sich binnen Jahresfrist von 59,16 CHF um knapp ein Viertel auf nunmehr 72,85 CHF je Aktie bzw. Partizipationsschein zum 31.12.2013. Der Ausbau des Immobilienportfolios schritt – insbesondere durch die Akquisition in Grenchen – erwartungsgemäß auch in 2013 zügig voran. Das Liegenschaftsvolumen konnte von 67,7 Mio. CHF auf 91,1 Mio. CHF ausgebaut werden, ein Plus von rund 35%.

Swiss Estates verfolgt weiterhin die Strategie der selektiven, günstigen Zukäufe von Wohnimmobilien mit Entwicklungspotenzial. Die in den Anfang letzten Jahres erworbenen Einheiten in Grenchen erfolgten Maßnahmen zur Steigerung der Objektqualität sollten die langfristigen Mieterlöse deutlich steigern. Darüber wurde in 2013 ein großer Teil der Liegenschaften in der Badenerstrasse in Zürich von Gewerbe- auf Wohnnutzung umgenutzt. Seit April sind die Partizipationsscheine ausserdem in Frankfurt handelbar. Wir bewerten die Swiss Estates weiterhin sowohl im Hinblick auf ihren Ertragswert aus Cash Flows mit Hilfe eines DCF-Modells, als auch im Rahmen einer Peer-Group-Analyse bezüglich der Bewertung im Vergleich zum Substanzwert (NAV). Die beiden Analyseansätze ergeben nach der erneuten deutlichen Steigerung des Substanzwertes einen Fair Value von 70,27 CHF bzw. 77,52 CHF je Aktie bzw. Partizipationsschein. Das Nettokonzernergebnis 2013 von rund 5,6 Mio. CHF entspricht bei aktuellen Kursen um 35 CHF einem extrem günstigen Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 5!

Daher bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie/PS der SE Swiss Estates AG mit dem Rating Buy und erhöhen das Kursziel von 60 auf 65 CHF.

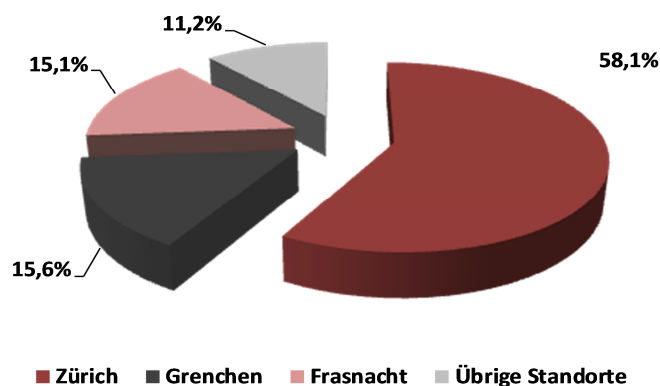
Company Profile

SE Swiss Estates AG

Industry:	Real Estate	Management Board
Sub-segment:	Residential	Udo Roessig (CEO)
Country:	Switzerland	Joachim E. Schneebeli (CFO)
Headquarters:	Zurich	Supervisory Board
Founded:	2004	Udo Roessig
IR Contact		Thomas Kokkinis
Udo Roessig		Christian Terberger
Phone: +41 (0) 848 00 60 00		
E-mail: u.roessig@swiss-estates.ch		

Die Swiss Estates AG ist eine börsennotierte Immobilienaktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Das Unternehmen wurde im Jahr 2004 von Udo Roessig gegründet und versteht sich in erster Linie als Bestandhalter im Wohnimmobiliensegment. Herr Udo Roessig ist nach wie vor Mehrheitsaktionär und CEO der Gesellschaft. Neben den stetigen Mieteinnahmen aus den Wohnliegenschaften generiert die Gesellschaft Upside für seine Investoren aus der Repositionierung von Immobilien, die bisher undermanaged waren. Hierzu versucht Swiss Estates fortlaufend interessante Mehrfamilienhäuser, die aufgrund von Sondersituationen des Verkäufers oder Renovierungsstau unter Marktwert zu erwerben. Anschliessend steigert Swiss Estates den Marktwert der Liegenschaften durch zügigen Abbau von Leerstand. Dies gelingt meist durch selektive Renovierungen und aktive Vermarktung der Wohnflächen. Der Fokus liegt hier auf Mehrfamilienhäusern mit mehr als 10 Einheiten in mittleren bis guten Lagen der Deutschschweiz. Die Gesellschaft strebt keinen signifikanten Handel mit ihren Liegenschaften an, sondern betreibt einen klaren "buy and hold" bzw. einen "buy, develop and hold"-Ansatz.

Standorte der Liegenschaften



Im Zuge der letzten Akquisitionen im ersten Halbjahr 2013 hat die Gesellschaft ihren Immobilienbestand auf nunmehr über 90 Mio. CHF ausgebaut (Stand 31.12.13). Die nach wie vor solide Eigenkapitalausstattung sowie regelmäßige Cash-Flows aus der Vermietung versetzen die Swiss Estates AG in eine gute Ausgangssituation zum weiteren Ausbau des Portfolios. Die Swiss Estates AG verfügt sowohl über börsennotierte Aktien als auch über börsennotierte Partizipationsscheine, die in gleichem Maße am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt sind, aber nicht über ein Stimmrecht verfügen. Aufgrund dieser Einschränkung ist es Ausländern trotz der sog. "Lex Koller" möglich, sich über Partizipationsscheine indirekt Eigentum an Schweizerischen Wohnliegenschaften zu sichern.

SWOT – Analyse

Stärken

- Swiss Estates verfügt über ein diversifiziertes, überdurchschnittlich rentables Portfolio an Wohnliegenschaften in der deutschsprachigen Schweiz.
- Die Firma verfügt mit dem Gründer und CEO Udo Roessig über einen erfahrenen Ankeraktionär mit umfangreichem Track Record im Immobiliengeschäft.
- Trotz diverser Zukäufe und der daraus resultierenden Bilanzverlängerung weist die Swiss Estates weiterhin eine sehr solide Eigenkapitalausstattung von derzeit rund 35% auf.
- Ab dem Geschäftsjahr 2013 strebt die Gesellschaft eine Ausschüttung in Form einer steuerfreien Nennwertreduktion an. Dies wird die Attraktivität der Aktie bzw. Partizipationsscheine 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 Liegenschaften gelingt es dem Unternehmen nachhaltig höhere Renditen als vergleichbare indirekte Immobilienanlagen für seine Investoren zu erwirtschaften.

Schwächen

- Der Schweizer Immobilienmarkt hat innerhalb der letzten Jahre bereits eine eindrucksvolle Performance gezeigt. Insgesamt wiesen Wohnliegenschaften in den vergangenen fünf Jahren eine deutliche Wertsteigerung aus. Diese Entwicklung war allerdings vor allem von den obersten Preiskategorien getrieben.
- Aktuell trotz Wachstum noch sehr geringe Marktkapitalisierung von rund 29 Mio. CHF. Die hieraus resultierende geringe Liquidität lässt für die Mehrheit der institutionellen Anleger ein Investment in Swiss Estates noch nicht zu.

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 prominenten Börsenplatz Bern. Im Zuge des weiteren Wachstums sowie der positiven operativen Entwicklung sind die Partizipationsscheine der Swiss Estates seit April unter der ISIN CH0019304531 im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse 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 gut 40% 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 von einer Reduktion dieses Discounts aus.

Risiken

- Eine Überhitzung des Marktes für Schweizer Wohnimmobilien mit anschließendem 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 Rentabilitätsrange (>5%) ist durch die aktuelle Hochpreisphase erschwert.
- Zinsänderungsrisiken aufgrund des derzeit extrem günstigen Zinsumfeldes für Immobilienfinanzierungen in CHF.

Umbau einer ehemaligen Schule zu Mietwohnungen wird die Mieteinnahmen ab sofort merklich erhöhen.

Bei einer Steigerung der Jahresmieteinnahmen von rund 1 Mio. auf 1,6 Mio. CHF p.a. ergäbe sich ein achtstelliger Wertzuwachs des Objektes.

Wir gehen von einer Bezugsfertigkeit der neugeschaffenen Wohneinheiten noch im ersten Halbjahr 2014 aus.

Rechtstreit in 2013 beendet.

Portfolio mit Entwicklungspotenzial im Volumen von rund 12 Mio. CHF in zentraler Lage der Stadt Grenchen erworben.

Meilensteine des Geschäftsjahres 2013

Umnutzung Badenerstrasse 296, Zürich:

Die Objekte Badenerstrasse 288-296 im Züricher Stadtkreis Aussersihl ist mit weiterhin das größte Einzelobjekt (bestehend aus 5 Gebäuden) im Swiss Estates-Portfolio.

Um das Ertragspotenzial der Immobilie voll ausschöpfen zu können hat sich die Swiss Estates entschlossen, die bis dato hauptsächlich an eine Privatschule vermieteten Flächen des Gebäudes Badenerstrasse 294 umfänglich zu sanieren und in Wohnungen aufzuteilen. Diese Flächen wurden zu 25 Mietwohnungen unterschiedlicher Größe (von 2,5-Zimmer-Wohnungen bis 3,5-Zimmer-Wohnungen) um- und ausgebaut und werden noch im ersten Halbjahr 2014 an die neuen Mieter übergeben. Aufgrund der enormen Nachfrage nach Wohnraum in Zürich gehen wir hier von attraktiven Mieteinnahmen bei nahezu durchgehender Vollvermietung aus. Die Lage innerhalb Zürichs ist verkehrsgünstig und zentral. Die Stadt Zürich hat Maßnahmen eingeleitet, die die weitere Entwicklung des Stadtquartiers Aussersihl unterstützen sollen, um vermehrt Studenten, Künstlern und junge Akademikern den Kreis 4 als Wohnort innerhalb Zürichs näher zu bringen. Insgesamt dürften die Mieten in Aussersihl also auf mittlere und lange Sicht wohl steigen.

Aufgrund der aktuellen Mietpreise sowie der Grundrissplanungen des Objekts gehen wir von zusätzlichen Mieteinnahmen von rund 0,6 Mio. CHF p.a. aus. Diese Wertsteigerung hat teils schon in 2013 Eingang in die Bewertung der SE Swiss Estates gefunden. Wir gehen allerdings auch im laufenden Geschäftsjahr noch von einem weiteren positiven Bewertungseffekt aus der vollständigen Fertigstellung und Vermietung aus.

Abschluss des Rechtsstreits bezüglich Generalbau Rudolf Lüthy AG

In den vergangenen Jahren belasteten Rechtsstreitigkeiten rund um den Kauf beziehungsweise eine Rückabwicklung des Kaufes der Firma Generalbau Rudolf Lüthy sowohl das Ergebnis als auch den Aktienkurs der SE Swiss Estates AG. Diese Streitigkeiten konnten nun im Geschäftsjahr 2013 abgeschlossen werden. Im aktuellen Geschäftsjahr kann der SE Swiss Estates deshalb letztmalig eine Belastung aus diesem Rechtsstreit entstehen. Wir gehen daher ab dem nächsten Geschäftsjahr 2015 von keinen weiteren Belastungen hieraus aus.

Erwerb des Liegenschaftsportfolios in Grenchen

In 2013 hat die SE Swiss Estates AG ein Liegenschaftsportfolio im Volumen von insgesamt 12 Mio. CHF in der Gemeinde Grenchen erworben. Auch hier konnte der Kaufpreis teilweise in Aktien beglichen werden. Die Liegenschaften in der Bahnhofstrasse 31-39 sowie Centralstrasse 45 enthalten überwiegend vermietete Wohneinheiten der mittleren Preiskategorie sowie einige gewerblich genutzte Flächen. Das Management der Swiss Estates geht davon aus, dass die laufenden Mieteinnahmen, und damit auch der nachhaltige Marktwert, durch selektive Sanierungsmaßnahmen sowie ein aktiveres Asset Management im Laufe der kommenden Quartale deutlich gesteigert werden können.

Gewinn- und Verlustrechnung - SE Swiss Estates AG

31/12 (CHF)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Mieteinnahmen	3,673,145	4,269,168	5,289,329	6,425,000	7,485,000	8,542,000	9,396,200
Ertragsminderungen	-488,552	-856,426	-485,000	-495,000	-500,000	-500,000	-500,000
Ertrag aus Vermietung	3,184,593	3,412,742	4,804,329	5,930,000	6,985,000	8,042,000	6,310,000
Immobilienaufwand und Drittleistungen	-582,034	-511,593	-1,975,661	-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	-71,280	-71,993	-72,713	-73,440	-74,980
Betriebsergebnis (EBITDA)	1,598,097	1,262,348	1,501,976	2,510,471	3,341,637	4,228,670	2,612,800
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	-600,000	-700,000	-720,000	-750,000	-750,000
Bewertungsergebnis Renditeliegenschaften	4,165,431	7,731,434	2,550,000	1,550,000	1,820,000	1,830,000	1,810,000
Betriebsergebnis (EBIT)	5,706,874	8,929,938	3,988,408	3,994,818	5,094,484	5,993,017	4,358,647
Finanzergebnis	-799,509	-940,910	-50,000	-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	3,938,408	3,944,818	5,044,484	5,943,017	4,308,647
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	3,713,408	3,684,818	4,774,484	5,663,017	4,018,647
Nettoergebnis je Aktie/PS	5.31	6.68	6.58	5.80	6.97	7.84	5.43
Dividende je Aktie/PS	0.00	1.50	2.00	2.50	2.75	3.00	3.00
Kennzahlen	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Margen in %							
EBITDA	43.5%	29.6%	28.4%	39.1%	44.6%	49.5%	27.8%
EBIT	155.4%	209.2%	75.4%	62.2%	68.1%	70.2%	46.4%
EBT	119.2%	181.6%	74.5%	61.4%	67.4%	69.6%	45.9%
Nettoergebnis	120.8%	130.8%	70.2%	57.4%	63.8%	66.3%	42.8%
Kostenquoten in %							
Personalkosten/Umsatz	-14.4%	-18.4%	-13.6%	-11.4%	-10.0%	-8.8%	-8.0%
Materialkosten/Umsatz	-15.8%	-12.0%	-37.4%	-31.9%	-29.6%	-27.5%	-23.6%
Abschreibungen/Umsatz	-1.5%	-1.5%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
Steuern/EBT	1.3%	-28.0%	-5.7%	-6.6%	-5.4%	-4.7%	-6.7%
Profitabilität							
Bruttomarge (EBITDA)	43.5%	29.6%	28.4%	39.1%	44.6%	49.5%	27.8%
Nettomarge	120.8%	130.8%	70.2%	57.4%	63.8%	66.3%	42.8%
Eigenkapitalrendite	17.3%	16.6%	10.1%	8.8%	10.1%	10.8%	7.3%
Bewertung							
KGV	7.05	5.61	5.69	6.45	5.37	4.77	6.90
KBV	1.22	0.93	0.85	0.75	0.66	0.60	0.57
Dividendenrendite	0.0%	4.0%	5.3%	6.7%	7.3%	8.0%	8.0%
Daten je Aktie							
Aktienanzahl (inkl. PS)	509,916	835,509	564,000	635,000	685,000	722,000	740,000
Gewinn je Aktie (EPS)	5.31	6.68	6.58	5.80	6.97	7.84	5.43
Dividende je Aktie	0.00	1.50	2.00	2.50	2.75	3.00	3.00
EK je Aktie/PS	50.19	40.30	65.18	66.13	68.87	72.45	74.02

Quelle: Finanzberichte d. Unternehmens, SRC Research Schätzungen

Bilanz - SE Swiss Estates AG							
31/12 (CHF '000)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Umlaufvermögen							
Flüssige Mittel	643,658	242,980	-5,128,608	-11,019,044	-13,882,187	-17,153,747	-24,695,400
Wertschriften	3,000,000	3,000,000	0	0	0	0	0
Forderungen aus Geschäftstätigkeit mit Liegenschaften							
Mietzinsforderungen	262,732	258,332	260,000	275,000	280,000	290,000	300,000
- Delkredere	-195,000	-187,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
Abgrenzung HK/NK-Abrechnungen	748,044	836,523	320,000	350,000	360,000	370,000	380,000
- Wertberichtigung	-8,000	-109,206	-15,000	-20,000	-20,000	-20,000	-20,000
Übrige Forderungen							
Forderungen geg. Dritten	3,152	29,146	0	0	0	0	0
Forderungen geg. Nahestehenden	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen	304	258	0	0	0	0	0
Aktive Rechnungsabgrenzungen	100,680	91,851	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Gesamt	4,555,570	4,162,884	-4,563,608	-10,414,044	-13,262,187	-16,513,747	-24,035,400
Anlagevermögen							
Renditeliegenschaften	67,650,000	91,100,000	112,000,000	134,000,000	154,000,000	175,000,000	200,000,000
Nicht konsolidierte Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Finanzanlagen							
Darlehen und Forderungen geg. Aktionären	0	0	0	0	0	0	0
Darlehen und Forderungen im Zus. mit der Generalbau Lüthy AG	1,474,451	1,164,767	0	0	0	0	0
- Wertberichtigung	-336,699	-582,000	0	0	0	0	0
Übrige Finanzanlagen	600	400	600	600	600	600	600
Sachanlagen	77,753	45,001	75,000	75,000	75,000	76,700	75,000
Gesamt	68,866,105	91,728,168	112,075,600	134,075,600	154,075,600	175,077,300	200,075,600
Aktiva Gesamt	73,421,675	95,891,052	107,511,992	123,661,556	140,813,413	158,563,553	176,040,200
Passiva							
Kurzfr. Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen aus Geschäftstätigkeit mit Liegenschaften							
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	274,614	445,421	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Verbindl. aus Geschäftstätigkeit mit Liegenschaften	192,971	1,302,381	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Verbindl. gegenüber Vorsorgeeinrichtungen	6,423	10,699	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Vorausbezahlte Mietzinsen	252,045	237,171	260,000	275,000	280,000	286,000	295,000
Vorausbezahlte Heiz- und Nebenkosten	612,925	612,781	320,000	350,000	360,000	360,000	360,000
Andere Verbindlichkeiten	49,739	151,481	10,000	10,000	10,000	11,000	10,000
Übrige kurzfristige Verbindlichkeiten	0	139,817	0	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzungen	179,903	390,235	160,000	175,000	180,000	185,000	190,000
Kurzfristige Rückstellungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Beteiligungen	124,950	0	0	0	0	0	0
Steuerrückstellungen	343,495	393,885	250,000	150,000	100,000	100,000	100,000
Gesamt	2,037,065	3,683,871	1,310,000	1,270,000	1,240,000	1,252,000	1,265,000
Langfristige Verbindlichkeiten							
Langfristige Verbindlichkeiten	45,793,817	58,534,129	69,440,000	80,400,000	92,400,000	105,000,000	120,000,000
Gesamt	45,793,817	58,534,129	69,440,000	80,400,000	92,400,000	105,000,000	120,000,000
Verbindlichkeiten Gesamt	47,830,882	62,218,000	70,750,000	81,670,000	93,640,000	106,252,000	121,265,000
Eigenkapital							
Aktienkapital	9,370,450	11,870,450	13,200,000	14,250,000	14,250,000	14,250,000	14,250,000
Partizipationsscheinkapital	14,155,000	14,155,000	15,000,000	17,500,000	20,000,000	21,850,000	22,500,000
Agio aus Kapitaleinzahlungen	8,740,750	8,740,750	8,740,750	8,740,750	8,740,750	8,740,750	8,740,750
- Eigene Aktien und Partizipationsscheine	-160	0	0	0	0	0	0
Bilanzgewinn /-verlust							
Ergebnisvortrag und Kapitalreserven	-11,111,514	-6,675,247	-2,221,148	-95,240	1,705,829	4,314,312	7,772,330
Jahresergebnis	4,436,267	5,582,099	3,713,408	3,684,818	4,774,484	5,663,017	4,018,647
Dividendenauszahlung	0	0	-1,671,018	-2,088,773	-2,297,650	-2,506,527	-2,506,527
Gesamt	25,590,793	33,673,052	36,761,992	41,991,556	47,173,413	52,311,553	54,775,200
Passiva Gesamt	73,421,675	95,891,052	107,511,992	123,661,556	140,813,413	158,563,553	176,040,200

Quelle: Finanzberichte d. Unternehmens, SRC Research Schätzungen

DCF-Bewertung SE Swiss Estates AG (Entity-WACC-Methode)

Annahmen

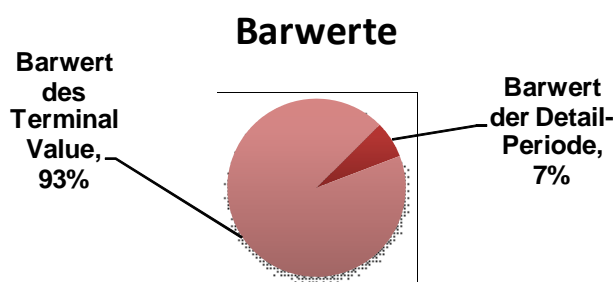
Langfristige Eigenkapitalquote	35%	Beta-Faktor	1
Eigenkapitalkosten (CoE)	7.0%	Risikoloser Zinssatz	0.5%
Fremdkapitalkosten (CoL)	2.8%	Risikoprämie	6.5%
Durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	4.3%		
Erste Auszahlung (in Jahren)	0.50		
Wachstumsrate des Terminal Value	2.0%		

CHF	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Value
Mieteinnahmen	5,289,329	6,425,000	7,485,000	8,542,000	9,396,200	9,584,124
Wachstumsrate der Mieteinnahmen	23.9%	21.5%	16.5%	14.1%	10.0%	2.0%
EBIT	3,988,408	3,994,818	5,094,484	5,993,017	4,358,647	4,445,820
EBITDA	1,501,976	2,510,471	3,341,637	4,228,670	2,612,800	2,612,800
- Finanzergebnis	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000	-51,000
Free cash flow	1,451,976	2,460,471	3,291,637	4,178,670	2,562,800	2,614,056
Barwert der free cash flows	1,307,248	2,215,220	2,963,537	3,762,155	2,307,349	90,625,635

Barwert der Detail-Periode	6,486,006
Barwert des Terminal Value	90,625,635

Summe der Free Cash Flows	97,111,641
+ Barmittel	242,980
- zinstragende Verbindlichkeiten	58,534,129
Marktwert des Eigenkapitals	38,820,492

Aktienanzahl (inkl. Partizipationsscheine)	552,409
Fair Value je Aktie in CHF	70.27



Quellen: Sw iss Estates AG, SRC Research

Unser Discounted Cash Flow Model (DCF) resultiert in einem fairer Wert der Aktie bzw. des Partizipationsscheins von 70,27 CHF. Hierbei ist zu beachten, dass wir recht konservative Annahmen getroffen haben. Beispielsweise haben wir ab dem Geschäftsjahr 2016 nur noch ein jährliches Wachstum der Mieteinnahmen von 6%, und im Terminal Value sogar nur von 2%, was im Wesentlichen einen Inflationsausgleich repräsentiert, angenommen. Neben der DCF-Analyse die uns einen fairen Wert je Aktie/PS von 70,27 CHF liefert haben wir eine Peer-Group-Analyse mit Hilfe von 12 börsennotierten Schweizer Immobiliengesellschaften durchgeführt. Dieser Ansatz soll neben der Ertragswertbetrachtung eine faire Bewertung anhand des Substanzwertes ermöglichen. Zuletzt betrug der durchschnittliche Aufschlag auf den inneren Wert (NAV) rund 6,4%. Bei dieser Betrachtung beläuft sich der Fair Value der Swiss Estates Aktie auf 77,52 CHF.

Dieser starke Anstieg ist in erster Linie auf den deutlich höheren NAV der Swiss Estates Aktie zurückzuführen (+22% von 59,24 CHF auf 72,85 CHF), und in zweiter Linie auf einen leichten Anstieg der durchschnittlichen Marktbeurteilung von Immobilienaktien. Zum Zeitpunkt unserer letzten Analyse belief sich die durchschnittliche Prämie auf den NAV noch auf weniger als 2%.

Aufgrund der geringeren Liquidität der SE Swiss Estates Papiere im Vergleich zu den großen börsennotierten Peers, wenden wir zur Bestimmung des Kurszieles weiterhin einen sehr konservativen Abschlag von rund 12% auf den Mittelwert der beiden Bewertungsansätze, was zu einem neuen Kursziel von 65,00 CHF für die Aktie/PS der Swiss Estates führt.

Peer Group Analyse Swiss Estates AG

Name	ISIN	Preis (May 2014)	52-W-Tief	52-W-Hoch	NAV	Abschlag/Prämie auf den NAV
Swiss Prime Site	CH0008038389	73,95 CHF	68,50 CHF	76,00 CHF	65,52 CHF	12,9%
PSP Swiss Property	CH0018294154	84,50 CHF	74,25 CHF	85,80 CHF	81,54 CHF	3,6%
Allreal	CH0008837566	124,10 CHF	120,20 CHF	129,30 CHF	120,15 CHF	3,3%
Mobimo	CH0011108872	188,90 CHF	183,50 CHF	198,80 CHF	193,70 CHF	-2,5%
Intershop	CH0017313948	340,00 CHF	329,50 CHF	351,25 CHF	256,80 CHF	32,4%
Zug Estates	CH0148052126	1.184,00 CHF	1.149,00 CHF	1.217,00 CHF	1.263,60 CHF	-6,3%
Espace Real Estate	CH0002557400	134,00 CHF	133,00 CHF	136,80 CHF	151,14 CHF	-11,3%
Warteck Invest	CH0002619481	1.764,00 CHF	1.705,00 CHF	1.800,00 CHF	1.368,61 CHF	28,9%
Swiss Finance & Property	CH0032816131	78,50 CHF	77,00 CHF	83,00 CHF	83,13 CHF	-5,6%
Fundamenta Real	CH0045825517	12,85 CHF	12,40 CHF	13,00 CHF	13,07 CHF	-1,7%
BFW Liegenschaften	CH0018206117	28,60 CHF	25,65 CHF	29,55 CHF	35,81 CHF	-20,1%
Zueblin Immobilien	CH0021831182	1,72 CHF	1,50 CHF	2,06 CHF	3,55 CHF	-51,5%
Pax Anlage Basel	CH0002178348	1.149,00 CHF	1.066,00 CHF	1.150,00 CHF	1.547,66 CHF	-25,8%
Gewichteter Durchschnitt						6,4%
SE Swiss Estates	CH0023926550	37,45 CHF	26,50 CHF	51,50 CHF	72,85 CHF	-48,6%
Implizierter Fair Value					77,52 CHF	6,4%

Quellen: Swiss Estates AG, Swiss Finance & Property AG, SRC Research

Name	YTD- Veränderung	Div.-Rendite	LTV (Verschuldungs- grad)	Streubesitz	Marktkapitalisierung d. Streubesitzes	Marktkapitalisierung Gesamt
Swiss Prime Site	12,3%	4,9%	60,9%	100%	4.474.202.840 CHF	4.474.202.840 CHF
PSP Swiss Property	16,2%	3,9%	42,6%	88%	3.402.597.118 CHF	3.875.836.790 CHF
Allreal	4,9%	4,4%	50,7%	65%	1.285.947.636 CHF	1.978.380.979 CHF
Mobimo	6,6%	5,0%	54,2%	100%	1.173.914.894 CHF	1.173.914.894 CHF
Intershop	7,5%	5,9%	56,3%	66%	469.954.800 CHF	714.000.000 CHF
Zug Estates	3,3%	1,4%	35,9%	74%	277.788.602 CHF	373.121.024 CHF
Espace Real Estate	-0,6%	3,2%	58,0%	100%	230.383.287 CHF	230.383.287 CHF
Warteck Invest	7,1%	3,9%	60,9%	72%	187.768.627 CHF	261.954.000 CHF
Swiss Finance & Property	3,8%	3,8%	50,8%	100%	146.949.567 CHF	146.949.567 CHF
Fundamenta Real	0,4%	3,1%	52,2%	96%	139.874.667 CHF	145.900.352 CHF
BFW Liegenschaften	12,7%	4,0%	47,2%	94%	126.334.237 CHF	134.169.750 CHF
Zueblin Immobilien	-8,5%	0,0%	72,2%	76%	77.660.944 CHF	102.726.116 CHF
Pax Anlage Basel	2,4%	1,5%	47,2%	29%	42.600.679 CHF	146.949.567 CHF
Durchschnitt	5,2%	3,5%	53,0%	81,5%	Gesamt	13.758.489.166 CHF
Swiss Estates	-13,4%	4,0%	64,9%	35,2%	7.282.076 CHF	20.687.717 CHF

Quellen: Swiss Estates AG, Swiss Property & Finance AG, SRC Research

SRC Research

- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -

SRC-Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstrasse 23

D-60313 Frankfurt

Germany

Fon: +49 (0)69 – 400 313-81

Mail: kuhn@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	Rating	Kurs	Kursziel
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 Schlusskurs des 16. Mai 2014. Die SE Swiss Estates AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2014 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.