

# SE Swiss Estates AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 12,00 CHF (alt: 13,50 CHF)



Der Spezialist für Finanzaktien

27 | Mai | 2015

## Gute operative Erfolge, aber Abschreibungen und Sonderbelastungen drücken das Nettoergebnis - Rückgang des NAV – neues Kursziel bei 12,00 CHF

■ **Kurs (CHF)** **4,46**  
52 Wochen Hoch / Tief 7,99 / 4,39

### ■ Schlüsseldaten

Land	Schweiz
Branche	Immobilien
Segment	Wohnimmobilien-Bestandshalter
ISIN Aktie	CH0023926550
WKN Aktie	AORLQ5
ISIN Partizipationsschein	CH0019304531
WKN Partizipationsschein	A0MJ3Y
Internet	www.swiss-estates.ch
Bilanzierung nach	Swiss-GAAP
Stichtag Geschäftsjahr	31/12
Marktkapitalisierung (Mio. CHF)	22,3
Aktienanzahl (inkl. PS)	4.989.345
Streubesitz	37,4%
Marktkap. Streubesitz (Mio. CHF)	8,3

■ Kennzahlen	2014	2015e	2016e	2017e
Marktkap./Umsatz*	3,6	2,9	2,7	2,5
<b>KGV</b>	<b>neg.</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>
Dividendenrendite	4,5%	5,6%	7,8%	10,1%

**KBV** 51,1% 48,9% 45,4% 41,4%

■ Kennzahlen je Aktie*	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Gewinn je Aktie*</b>	<b>0,00</b>	<b>0,77</b>	<b>0,87</b>	<b>0,90</b>
Dividende je Aktie*	0,20	0,25	0,35	0,45
NAV je Aktie*	13,15	13,67	14,19	14,78

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

■ Profitabilität ('000 CHF)	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>6.120</b>	<b>7.626</b>	<b>8.156</b>	<b>8.852</b>
Nettokaltmieten	5.325	6.675	7.170	7.931
<b>EBIT</b>	<b>7.197</b>	<b>5.112</b>	<b>6.073</b>	<b>6.730</b>
<b>Vorsteuerergebnis (EBT)</b>	<b>1.105</b>	<b>4.547</b>	<b>5.533</b>	<b>6.099</b>
<b>Nettokonzernergebnis</b>	<b>-12</b>	<b>4.287</b>	<b>5.263</b>	<b>5.819</b>
Eigenkapital	43.576	45.479	49.022	53.784
<b>Eigenkapitalrendite (RoE)</b>	<b>neg.</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,8%</b>

### ■ Finanzkalender

Ordentliche Generalversammlung	4. Juni 2015
<b>SRC Forum Financials &amp; Real Estate</b>	<b>10. September 2015</b>
Halbjahresbericht 2015	30. September 2015

### ■ Aktionärsstruktur

Udo Roessig	62,6%
Streubesitz	37,4%

■ **Analysts** **Thilo Gorlt, Exec. MBA (HSG), CIIA**  
**Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA**

E-Mail [gorlt@src-research.de](mailto:gorlt@src-research.de)  
[scharff@src-research.de](mailto:scharff@src-research.de)

Internet [www.src-research.de](http://www.src-research.de)

Der in Zürich ansässige Wohnimmobilienspezialist SE Swiss Estates veröffentlichte am 13. Mai seinen 2014er Geschäftsbericht und überraschte trotz positiver operativer Entwicklung mit einem geringen Nettoverlust. Durch zahlreiche Objektakquisitionen in den Kantonen Bern, Solothurn und Waadt konnte der Wert des Immobilienportfolios von 91 Mio. CHF auf über 160 Mio. CHF gesteigert werden. Darüber hinaus gelang es der Gesellschaft dadurch eine breitere Portfoliodiversifikation zu erreichen, was wir insgesamt positiv bewerten. Durch eine deutliche Ausweitung der Mieterlöse um 42% auf 6,1 Mio. CHF konnte trotz höherer Aufwendungen für Drittleistungen das EBITDA auf 2,9 Mio. CHF mehr als verdoppelt werden. Deutlich reduzierte Gewinne aus der Neubewertung auf lediglich 4,3 Mio. CHF (2013: 9,0 Mio. CHF) sowie ein im Zuge höherer Aufwendungen für Hypothekendarlehen deutlich negatives Finanzergebnis führten zu einem Rückgang des Vorsteuerergebnisses (EBT) vor Sondereffekten auf nur noch 5,1 Mio. CHF (2013: 7,9 Mio. CHF). Ferner belasteten Abschreibungen auf eine Unternehmensbeteiligung in Höhe von 3 Mio. CHF die weitere Ergebnisentwicklung, was zu einem marginalen Nettoverlust von 12 Tausend CHF führte. Darüber hinaus überraschte uns die deutliche Reduktion des inneren Wertes (NAV) auf lediglich 13,15 CHF, was unter unserer Erwartung eines steigenden NAV lag. Positiv werten wir hingegen den Vorschlag des Managements für 2014 eine Dividende von 0,20 CHF je Aktie ausschütten zu wollen. Da es u.E. zunehmend schwieriger werden dürfte, in der Schweiz attraktive Renditeobjekte zu finden, gehen wir zukünftig von einem niedrigeren Wachstum aus und reduzieren unsere Schätzungen für 2015ff.

**Insgesamt bewerten wir die rein operative Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr positiv. Die Ausweitung des Portfolios und die breitere Diversifikation dürften sich langfristig als richtige Entscheidung erweisen. Die erfolgten Abschreibungen betrachten wir vor dem Hintergrund der insgesamt positiven Entwicklung als Einmaleffekt, was sich im laufenden Geschäftsjahr nicht wiederholen dürfte. Im Zuge des von uns zukünftig aus Vorsichtsgründen angenommenen geringeren Gewinnwachstums sowie unserer reduzierter NAV Prognosen für die Folgejahre senken wir auch unser Kursziel leicht von 13,50 CHF auf 12,00 CHF. Der immense aktuelle NAV-Abschlag von weit über 50% lässt die Aktie attraktiv erscheinen. Daher bestätigen wir unsere Kaufempfehlung mit dem Rating Buy.**

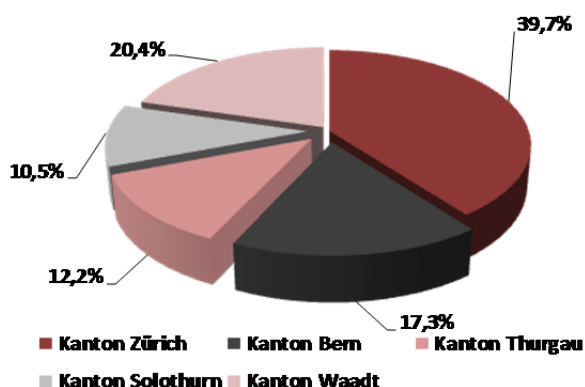
## Company Profile

### SE Swiss Estates AG

<b>Industry:</b>	Real Estate	<b>Management Board</b>
<b>Sub-segment:</b>	Residential	Udo Roessig (CEO)
<b>Country:</b>	Switzerland	Joachim E. Schneebeili (CFO)
<b>Headquarters:</b>	Zürich	<b>Supervisory Board</b>
<b>Founded:</b>	2004	Udo Roessig (President)
<b>IR Contact</b>		Thomas Nikolaus Kokkinis
Udo Roessig		Christian Terberger
Phone: +41 (0) 848 00 60 00		Peter Grote
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 in 2014 hat die Gesellschaft ihren Immobilienbestand auf nunmehr über 160 Mio. CHF ausgebaut (Stand 31.12.14). 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.

Quellen: Unternehmensangaben, SRC Research

## SWOT – Analyse

### Stärken

- Swiss Estates verfügt über ein gut diversifiziertes, überdurchschnittlich rentables Portfolio an Wohnliegenschaften in der deutschsprachigen Schweiz. Mit dem Kauf des jüngsten Portfolios gelang ein guter Eintritt in die Westschweiz, was die Diversifikation noch weiter verbessert hat.
- 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 für 2014 von rund 27% auf.
- Die Gesellschaft strebt zukünftig eine Ausschüttung in Form einer steuerfreien Nennwertreduktion an. Dies dürfte die Attraktivität der Aktie bzw. Partizipations-scheine aus Sicht vieler Investoren weiter erhöhen.
- 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 schrittweise 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.
- Die Vornahme umfangreicher Abschreibungen, die das Nettoergebnis 2014 deutlich belastet haben, betrachten wir jedoch auch positiv da sich hieraus für die Zukunft ein möglicher Ergebniseffekt aus Zuschreibungen ergeben könnte.

### Risiken

- Eine Überhitzung des Marktes für Schweizer Wohnimmobilien mit anschließen-dem 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.

**Operative positive Entwicklung mit höheren Mieteinnahmen und deutlich ausgebauten Portfolio .**

**... und verbesserter Portfolio-diversifikation durch Liegenschaften in den Kantonen Bern, Solothurn und Waadt.**

**Objekte im Kanton Bern und Solothurn bereits vollständig vermietet**

**Deutlicher Anstieg der Mieterlöse in 2014 um 42% auf 6,1 Mio. CHF.**

**Trotz operativ positiver Entwicklung führten hohe Abschreibungen und Wertberichtigungen für 2014 zu einem geringen Nettoverlust.**

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 gestaltete sich für SE Swiss Estates AG unter rein operativer Betrachtung insgesamt recht positiv. Die Unternehmung konnte durch zahlreiche hochrentierliche Objektkäufe ihr Liegenschaftsportfolio von 91 Mio. CHF (Stand 31.12.2013) auf über 160 Mio. CHF deutlich ausbauen. Nach dem deutlichen Überhang von Objekten im Kanton Zürich (2013) gelang es der Gesellschaft durch Objektkäufe in anderen Kantonen eine verbesserte Portfoliodiversifikation zu erzielen. Konkret wurden 2014 neben den vier Objekten im Kanton Bern mit einem Objektvolumen von insgesamt 25,8 Mio. CHF, ein weiteres Objekt im Kanton Solothurn (Volume: 5,6 Mio. CHF), sowie im Kanton Waadt in der Gemeinde Prilly, oberhalb von Lausanne mit einem Volumen von 32,6 Mio. CHF akquiriert. Diese deutliche Ausweitung des Immobilienportfolios dürfte sich vollumfänglich jedoch ertragswirksam erst in 2015 niederschlagen.

Ort	Strasse	31.12.2014 CHF	31.12.2013 CHF
<u>Kanton Zürich</u>			
Zürich	Rautistrasse 10, 10a, 10b	13'810'000.00	13'750'000.00
Zürich	Badenerstrasse 288 - 296	35'200'000.00	31'200'000.00
Zürich	Regensbergstrasse 92	2'250'000.00	2'200'000.00
Zürich	Josefstrasse 103 / Langstrasse 209	10'500'000.00	10'300'000.00
Obergengstringen	Rebbergstrasse 74	1'700'000.00	1'700'000.00
<u>Kanton Bern</u>			
Ostermundigen	Schiessplatzweg 16 - 30	17'140'000.00	erworben 2014
Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 18	1'703'000.00	erworben 2014
Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 41	4'190'000.00	erworben 2014
Krauchthal	Eichmatt 2	2'810'000.00	erworben 2014
Oberbipp	Oltenstrasse 10b - 10e	1'800'000.00	1'800'000.00
<u>Kanton Thurgau</u>			
Istighofen	Buhwilerstrasse 21	1'600'000.00	1'600'000.00
Matzingen	Juchstrasse 13 - 17	3'900'000.00	3'800'000.00
Frasnacht	Egnacherstrasse 69 - 79	13'800'000.00	13'250'000.00
Kreuzlingen	Tägermoosstrasse 7	250'000.00	250'000.00
<u>Kanton Solothurn</u>			
Grenchen	Bahnhofstrasse 33 - 35 / 39	9'600'000.00	9'400'000.00
Grenchen	Centralstrasse 45	1'600'000.00	1'600'000.00
Grenchen	Bettlachstrasse 34 - 36 / Kappelstrasse 3	5'580'000.00	erworben 2014
<u>Kanton Waadt</u>			
Prilly	Route du Mont 3	32'610'000.00	erworben 2014
Zwischentotal bewertete Liegenschaften per 31.12.2013			90'850'000.00
Grenchen	Anzahlung für Grundstück	0.00	250'000.00
<b>Total Renditeliegenschaften SE Swiss Estates AG (Konzern)</b>		<b>160'043'000.00</b>	<b>91'100'000.00</b>

Quelle: Unternehmensangaben

Die in 2014 neu erworbenen Objekte im Kanton Bern sind ebenso wie das Objekt in Solothurn nach Angaben des Managements bereits vollständig vermietet und dürften somit bereits 2015 zu einem deutlichen Anstieg der Mieteinnahmen führen. Bei der Liegenschaft im Kanton Waadt befindet sich das Management in bereits intensiven Gesprächen zur Vermietung.

**Erfolgreiches Listing der Partizipationsscheine an der Frankfurter Wertpapierbörse**

Infolge der intensiven Akquisitionstätigkeit konnten in der Berichtsperiode die Mieterlöse von 4,3 Mio. CHF auf 6,1 Mio. CHF signifikant gesteigert werden.

**Die Abschreibung einer Unternehmensbeteiligung führt zu erheblicher Ergebnisbelastung in 2014.**

Neben der deutlichen Ausweitung des Immobilienportfolios führte die Gesellschaft zum 15. August 2014 einen Aktiensplit im Verhältnis 1:5 durch. Ferner wurden die Partizipationsscheine der SE Swiss Estates AG an der Frankfurter Wertpapierbörse mit Wirkung vom 31. März 2014 in den Handel eingeführt.

**Mögliche Belastungen für 2015ff aus einer Eventualverbindlichkeit**

Neben diesen insgesamt positiv zu wertenden Entwicklungen wirkten sich jedoch diverse, zum Teil betriebsfremde Positionen die wertberichtigt werden mussten, negativ auf die Ergebnisentwicklung aus. In diesem Zusammenhang ist die Beteiligung an einer Mining Gesellschaft (ML Trading AG) in einem Volumen von knapp 3,0 Mio. CHF, deren Aktien die Gesellschaft seit 2012 im Bestand hält, zu nennen. Da die Aktien der ML Trading AG noch nicht an der Börse gelistet sind, erfolgte vorsorglich eine vollständige Abschreibung, wobei eine spätere Aufwertung der Position bei erfolgreichem Listing an der Börse nach unserer Einschätzung durchaus denkbar ist.

Darüber hinaus besteht eine Eventualverbindlichkeit aus einem Totalunternehmer-Vertrag in Höhe von ca. 1,7 Mio. CHF. Da die SE Swiss Estates die Forderung vollumfänglich bestreitet und ihrerseits gegen die Klägerin eine Gegenforderung in annähernd gleichem Umfang geltend macht, gehen wir davon aus, dass es im Rahmen eines außergerichtlichen Vergleichs durchaus auch zu einer Belastung für die Gesellschaft kommen könnte.

**Deutlicher Rückgang des NAV überraschte und negativ**

Ferner überraschte uns das Ergebnis der NAV Berechnung vor Rückstellungen und latenten Steuern negativ. Für die Berichtsperiode 2014 wurde der innere Wert je Aktie (NAV) lediglich mit einem Wert von 13,15 CHF angegeben und lag damit deutlich unter unserer bisherigen Erwartung, die von einem NAV je Aktie in einer Größenordnung von rund 15 CHF ausgegangen war..

**Die Ausweitung des Immobilienportfolios spiegelt sich auch in einer positiven operativen Entwicklung wider.**

Ausgehend von der deutlichen Ausweitung der Mieteinnahmen um 42% auf 6,1 Mio. CHF sowie einem Ertrag aus dem Liegenschaftsgeschäft in Höhe von 5,3 Mio. CHF (+56% gegenüber Vorjahr) wirkten sich höhere Aufwendungen für Immobilien und Dritteleistungen negativ auf die Entwicklung des EBITDA aus, das in der Berichtsperiode einen Wert von 2,9 Mio. CHF markierte. In Folge deutlich geringerer Gewinne aus der Immobilienbewertung, die von 9,0 Mio. CHF auf lediglich 4,3 Mio. CHF sanken, reduzierte sich das operative Ergebnis (EBIT) auf 7,2 Mio. CHF. Durch die verstärkte Akquisitionstätigkeit erhöhten sich trotz des niedrigen Zinsumfeldes auch die Aufwendungen für Hypothekarzinsen was wiederum zu einem deutlich rückläufigen Finanzergebnis in Höhe von minus 2,1 Mio. CHF (2013: -0,9 Mio. CHF) führte. Die oben bereits erwähnte Abschreibung auf

**Abschreibungen und die negative Entwicklung beim Finanzergebnis führen zu Nettoverlust für 2014.**

**Auf Grund eines zunehmend schwieriger werdenden Marktfeldes in der Schweiz reduzieren wir unsere Top- und bottom-line Schätzung.**

**Wir bestätigen unser Buy-Rating, reduzieren jedoch das Kursziel leicht auf 12 CHF.**

die Beteiligung an der Mining-Gesellschaft ML Trading AG in Höhe von nahezu 3 Mio. CHF belastete das Vorsteuerergebnis nach Sondereffekten deutlich und sank auf nur noch 1,1 Mio. CHF, was nach Berücksichtigung der Steuern zu einem negativen Nettoergebnis für 2014 von 12 Tausend CHF führte.

Im Zuge der oben beschriebenen operativen Entwicklung, die für sich betrachtet ausgesprochen positiv zu werten ist, wirken sich jedoch die angesprochenen Abschreibungen extrem negativ auf die Ergebnisentwicklung aus. Zusätzlich überraschte uns der überraschend deutliche Rückgang des NAV, was wir zum Anlass genommen haben unsere Schätzung für die Folgejahre zu korrigieren. Für 2015 reduzieren wir unsere Annahme der Mieteinnahmen von bisher 8,3 Mio. CHF auf 7,6 Mio. CHF, was im Wesentlichen mit der aktuellen Vermietungssituation im Objekt der Gemeinde Prilly zu sehen ist. Ferner gehen wir in unserer neuen Schätzung von leicht gestiegenen Kosten sowie einem deutlich erhöhten negativem Finanzergebnis aus. Für 2015 erwarten wir daher lediglich ein Vorsteuerergebnis nach außerordentlichen Positionen von 4,5 Mio. CHF nach bisher 5,3 Mio. CHF. Da das Börsenlisting der ML Trading AG bisher noch nicht erfolgt ist, haben wir auch eine mögliche Aufwertung der Position in 2015 auch nicht berücksichtigen können. Für 2016 reduzierten wir die Schätzung für die Mieteinnahmen von 9,1 Mio. CHF auf 8,2 Mio. CHF und gehen nun von einem EBT von 5,5 Mio. CHF nach 6,3 Mio. CHF aus. Die Gründe für die nötige Anpassung sehen wir in der Tatsache, dass es auf Grund der angespannten Marktsituation in der Schweiz für SE Swiss Estates zukünftig schwieriger werden könnte interessante Objekte zu attraktiven Renditen zu finden.

**Insgesamt bewerten wir die in 2014 erzielten operativen Ergebnisse positiv, gehen aber für die Folgejahre von einem weniger starken top-line Wachstum aus. Im Rahmen unserer Bewertung ergibt sich somit ein reduziertes Kursziel von 12,00 CHF, nach zuvor 13,50 CHF. Unsere Kaufempfehlung mit einem Buy Rating halten wir jedoch auf Grund des aktuell weiter sehr hohen NAV-Abschlags von mehr als 50% und des schon bestehenden attraktiven Portfolios an Wohnimmobilien in den Ballungszentren der Schweiz für gerechtfertigt.**

## Gewinn- und Verlustrechnung - SE Swiss Estates AG

31/12 (CHF)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Mieteinnahmen</b>	<b>3.673.145</b>	<b>4.269.168</b>	<b>6.120.393</b>	<b>7.626.000</b>	<b>8.155.825</b>	<b>8.851.525</b>	<b>9.950.620</b>
Ertragsminderungen	-488.552	-856.426	-795.587	-950.990	-985.520	-920.750	-895.556
<b>Ertrag aus dem Liegenschaftsgeschäft</b>	<b>3.184.593</b>	<b>3.412.742</b>	<b>5.324.806</b>	<b>6.675.010</b>	<b>7.170.305</b>	<b>7.930.775</b>	<b>9.055.064</b>
Immobilienaufwand und Dritteleistungen	-582.034	-511.593	-942.928	-1.370.560	-1.255.820	-1.437.270	-1.437.130
Personalaufwand	-528.235	-784.809	-786.609	-787.200	-790.100	-805.240	-810.730
Sonst. Betriebsaufwand	-99.041	-122.838	-143.594	-159.740	-169.700	178.100	-187.050
Verwaltungsaufwand	-321.531	-612.196	-476.232	-422.100	-412.780	-572.900	-532.400
Werbeaufwand	-55.655	-118.958	-82.080	-85.110	-88.730	-90.100	-92.100
Abschreibungen	-56.654	-63.844	-35.001	-38.563	-60.153	-43.563	-48.153
<b>Betriebsergebnis vor Erfolg aus Neubewertung (EBITDA)</b>	<b>1.541.443</b>	<b>1.198.504</b>	<b>2.858.362</b>	<b>3.811.737</b>	<b>4.393.022</b>	<b>5.159.802</b>	<b>5.947.501</b>
Gewinn aus Neubewertung Renditeliegenschaften	4.366.551	9.015.656	4.338.920	2.350.000	2.540.000	2.280.000	2.460.000
Verlust aus Neubewertung Renditeliegenschaften	-201.120	-1.284.222	0	-1.050.000	-860.000	-710.000	-580.000
<b>Bewertungsergebnis Renditeliegenschaften</b>	<b>4.165.431</b>	<b>7.731.434</b>	<b>4.338.920</b>	<b>1.300.000</b>	<b>1.680.000</b>	<b>1.570.000</b>	<b>1.880.000</b>
<b>Betriebsergebnis nach Erfolg aus Neubewertung (EBIT)</b>	<b>5.706.874</b>	<b>8.929.938</b>	<b>7.197.282</b>	<b>5.111.737</b>	<b>6.073.022</b>	<b>6.729.802</b>	<b>7.827.501</b>
Finanzergebnis	-799.509	-940.910	-2.053.218	-565.130	-540.150	-630.640	-760.900
<b>Ergebnis vor ausserordentlichem Aufwand und Steuern (EBT)</b>	<b>4.907.365</b>	<b>7.989.028</b>	<b>5.144.064</b>	<b>4.546.607</b>	<b>5.532.872</b>	<b>6.099.162</b>	<b>7.066.601</b>
<b>Ausserordentlicher und periodenfremder Erfolg</b>							
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	5.310	0	0	0	0
Ausserordentlicher und periodenfremder Aufwand	-240	0	-1.973	0	0	0	0
Ausserordentlicher Aufwand in Zusammenhang mit der Generalbau Rudolf Lüthy AG	0	-1.043.137	0	0	0	0	0
Bildung von Rückstellungen	0	0	-460.000	0	0	0	0
Wertberichtigung auf Wertschriften	0	0	-2.999.999	0	0	0	0
Erfolg aus Anpassungen von Rückstellungen bez. Generalbau Rudolf Lüthy AG	23.100	800.910	-582.766	0	0	0	0
<b>Periodenergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>4.379.999</b>	<b>7.754.565</b>	<b>1.104.636</b>	<b>4.546.607</b>	<b>5.532.872</b>	<b>6.099.162</b>	<b>7.066.601</b>
Latente Steuern	372.250	-2.001.905	-848.199	-150.000	-150.000	-155.000	-160.000
Ertrags- und Kapitalsteuern	-315.982	-170.561	-268.909	-110.000	-120.000	-125.000	-130.000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4.436.267</b>	<b>5.582.099</b>	<b>-12.472</b>	<b>4.286.607</b>	<b>5.262.872</b>	<b>5.819.162</b>	<b>6.776.601</b>
Nettoergebnis je Aktie/PS	<b>0,89</b>	<b>1,63</b>	<b>0,00</b>	<b>0,77</b>	<b>0,87</b>	<b>0,90</b>	<b>0,99</b>
Dividende je Aktie/PS	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>	<b>0,35</b>	<b>0,45</b>	<b>0,50</b>
<b>Kennzahlen</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Margen in %</b>							
EBITDA	42,0%	28,1%	46,7%	50,0%	53,9%	58,3%	59,8%
EBIT	155,4%	209,2%	117,6%	67,0%	74,5%	76,0%	78,7%
EBT	119,2%	181,6%	18,0%	59,6%	67,8%	68,9%	71,0%
Nettoergebnis	120,8%	130,8%	-0,2%	56,2%	64,5%	65,7%	68,1%
<b>Kostenquoten in %</b>							
Personalkosten/ Umsatz	-14,4%	-18,4%	-12,9%	-10,3%	-9,7%	-9,1%	-8,1%
Immobilienaufwand/ Umsatz	-15,8%	-12,0%	-15,4%	-18,0%	-15,4%	-16,2%	-14,4%
Abschreibungen/ Umsatz	-1,5%	-1,5%	-0,6%	-0,5%	-0,7%	-0,5%	-0,5%
Steuerquote	1,3%	-28,0%	-101,1%	-5,7%	-4,9%	-4,6%	-4,1%
<b>Profitabilität</b>							
Bruttomarge (EBITDA)	42,0%	28,1%	46,7%	50,0%	53,9%	58,3%	59,8%
Nettomarge	120,8%	130,8%	-0,2%	56,2%	64,5%	65,7%	68,1%
Eigenkapitalrendite	17,3%	16,6%	0,0%	9,4%	10,7%	10,8%	11,7%
<b>Bewertung</b>							
KGV	5,02	2,74	neg.	5,82	5,13	4,95	4,49
KBV	0,87	0,66	0,51	0,49	0,45	0,41	0,39
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,5%	5,6%	7,8%	10,1%	11,2%
<b>Daten je Aktie</b>							
Aktienanzahl (inkl. PS)	509.916	552.409	4.989.345	5.595.300	6.054.829	6.460.312	6.827.978
Gewinn je Aktie (EPS)	0,89	1,63	0,00	0,77	0,87	0,90	0,99
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,20	0,25	0,35	0,45	0,50
EK je Aktie/PS	50,19	60,96	8,73	8,13	8,10	8,33	8,46

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 – 400 313-79

Mail: gorlt@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	Rating	Kurs	Kursziel
Swiss Estates AG	12. Jan. 15	Buy	CHF 6.00	CHF 13.50
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 Namenaktien der SE Swiss Estates AG am Börsenplatz Bern am 26. Mai 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](http://www.src-research.de) abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.