AlsterResearch

Swiss Estates AG - Partizipationsscheine

Schweiz | Immobilien | Marktkapitalisierung CHF 12,8 Mio.

5-Oct-23

COVERAGEAUFNAHME



Der Schweizer Immobilienmarkt – Der Hafen der Glückseligen

KAUFEN (NEUAUFNAHME)

Kursziel	**CHF 7,70 (n.a.)**
Aktueller Kurs	CHF 1,90
Kurspotenzial	305,3%

ResearchHub

SCAN ME

What's it all about?

Wir nehmen die Coverage der Swiss Estates AG mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von CHF 7,70 auf. Das Unternehmen konzentriert sich auf Wohnimmobilien auf dem Schweizer Markt - einem Markt, der seiner eigenen Dynamik folgt, mit einer strukturell wachsenden Nachfrage nach Mietwohnungen, einem notorisch unterinvestierten Wohnungsbestand und deutlich stabileren Zinsen, die Immobilieninvestoren immer noch einen positiven Cashflow ermöglichen. All dies schafft die Voraussetzungen für sukzessive steigende Mieteinnahmen und eine weitere Wertsteigerung der Bestandsimmobilien - was für Immobilieninvestoren im angeschlagenen EU-Markt eher nach Wunschdenken klingt. Neu auszugebene Partizipationsrechte an der Börse Düsseldorf geben auch Anlegern außerhalb der Schweiz die Chance, an der lukrativen und gut diversifizierten Equity Story zu partizipieren und den Abschlag zum NAV von derzeit ca. 87% sukzessive abzubauen.

ANALYST
Thomas Wissler
t.wissler@alsterresearch.com
+49 40 309 293-58

WICHTIG: Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenskonflikte".

alsterresearch.com

Dieser Research Report wurde von AlsterResearch erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

AlsterResearch

Swiss Estates AG - Partizipationsscheine

Switzerland | Real Estate | Marktkapitalisierung CHF 12,8 Mio. | EV CHF 128,2 Mio.

KAUFEN (NEUAUFNAHME)

Kursziel	**CHF 7,70 (n.a.)**
Aktueller Kurs	CHF 1,90
Kurspotenzial	305,3%

ANALYST
Thomas Wissler
t.wissler@alsterresearch.com
+49 40 309 293-58

Der Schweizer Immobilienmarkt – Der Hafen der Glückseligen

Eine Wohnimmobiliengesellschaft in einem widerstandsfähigen Markt. Swiss Estates ist eine Immobiliengesellschaft, die sich auf kleine bis mittelgroße Wohnimmobilien mit einem Volumen von CHF 10-15 Mio. konzentriert. Wie der Name vermuten lässt, liegt der Fokus ausschließlich auf Objekten im lukrativen Schweizer Markt, wo das Unternehmen derzeit 17 Liegenschaften mit einem Gesamtwert von knapp CHF 190 Mio. besitzt.

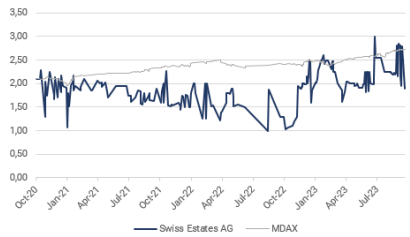
Der Schweizer Markt folgt seinen eigenen Regeln Immobiliengesellschaften waren in letzter Zeit nicht die bevorzugte Wahl der Anleger, jedoch weist der Schweizer Markt einige wichtige Besonderheiten auf. Die Kombination aus einem notorisch unterinvestierten Wohnungsbestand und einer Nettozuwanderung, bieten eine vorteilhafte Mischung aus historisch niedrigeren Leerständen, sowie stetig steigenden Mieten. Zudem schaffen die deutlich geringeren Finanzierungskosten (der Leitzins in der Schweiz liegt bei 1,75% gegenüber 4,5% in der EU) ein günstiges Investitionsumfeld, das weiterhin positive Cashflows ermöglicht - etwas, was in der EU schon lange nicht mehr der Fall ist.

Nachgewiesener Track Rekord Darüber hinaus hat Swiss Estates bewiesen, dass sie durch einen Mix aus Instandhaltungs- und Revitalisierungsmaßnahmen einen echten Mehrwert für ihr Immobilienportfolio schaffen kann. In Verbindung mit dem Zugang zu frischem Kapital sind wir deshalb überzeugt, dass Swiss Estates auch in Zukunft wertsteigernde Akquisitionen tätigen und gleichzeitig die Miet- und Immobilienwerte des Bestandsportfolios steigern kann, was sich in kontinuierlich wachsenden Umsätzen und Gewinnen niederschlagen sollte.

Weitere Partizipationsscheine werden die Liquidität verbessern Swiss Estates hat sich entschieden, die Notierung ihrer Partizipationsscheine in Deutschland zur weiteren Kapitalbeschaffung zu nutzen. Diese Entscheidung eröffnet dem Unternehmen nicht nur neue Finanzierungsmöglichkeiten, sondern erhöht auch die Transparenz und Liquidität der Notierung in Deutschland. Wir gehen davon aus, dass dieser Schritt auch dazu beitragen wird, den hohen Abschlag von ca. 87% auf den aktuellen NAV langsam aber sicher abzubauen. Dafür sprechen auch die Vorzugsrechte der Partizipationsscheine, die im Falle einer Dividendenausschüttung Anspruch auf eine präferierte Zahlung einer Dividende haben. Auf den aktuellen Kurs bezogen, würde dies eine äußerst attraktive Dividendenrendite von über 12.7% bedeuten (eAR). Wir nehmen daher die Coverage mit einer KAUFEN-Empfehlung und einem Kursziel von CHF 7,70 auf und sehen ein enormes Aufwärtspotenzial.

Swiss Estates AG	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsätze	5,8	5,4	6,2	6,5	7,4	8,6
Wachstum yoy	-5,0%	-6,1%	13,0%	5,0%	13,8%	16,5%
EBITDA	7,3	13,0	7,7	7,5	6,4	7,4
EBIT	7,3	13,0	7,7	7,5	8,5	9,8
Jahresüberschuss	3,1	8,6	3,6	4,3	4,6	5,2
Nettoverschuldung	106,3	105,7	115,4	135,1	159,0	182,9
LTV	67,9%	63,3%	60,4%	60,4%	60,1%	59,5%
Gewinn je Aktie	0,79	2,15	0,77	0,92	0,99	1,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,35	0,40	0,45
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	12,7%	14,5%	16,3%
EV/Sales	20,5x	21,8x	20,8x	22,9x	23,4x	22,9x
EV/EBIT	16,4x	9,1x	16,6x	19,8x	20,3x	20,0x
PER	2,4x	0,9x	2,5x	2,1x	1,9x	1,7x

Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch



Quelle: AlsterResearch

Hoch/Tief 52 W.	2,99 / 1,02
Kurs/Buchwert	0,1x

Ticker / Symbols

ISIN	CH0019304531
WKN	A0MJ3Y
Bloomberg	SEAP:SW

Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2023E	old	6,5	7,5	0,92
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%
2024E	old	7,4	8,5	0,99
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%
2025E	old	8,6	9,8	1,11
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienkennzahlen (alle Gattungen)

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	4,66
Buchwert p.A.: (in CHF)	13,22
Ø Handelsvolumen: (52 W.)	3.047

Aktionärsstruktur (% am Grundkapital)

Udo Rössig, CEO	8,1%
Pension fund Victorinox AG	2,0%
Gazmet Redzepi	1,9%
Streubesitz	86,1%

Unternehmensbeschreibung

Swiss Estates investiert in Wohnimmobilien in der Schweiz. Der Fokus liegt dabei auf "Undermanaged Assets" oder "Assets mit Repositionierungspotenzial". Das Anlageportfolio der Gesellschaft besteht aus verschiedenen Liegenschaften in den Kantonen Zürich, Waadt, Bern, Thurgau und Solothurn. Die Investitionskriterien der Gesellschaft sind Wohnimmobilien mit mindestens 20 Wohneinheiten, teilweise mit gewerblichem Anteil; urbane Gebiete in der Schweiz und Agglomerationen.

ResearchHub

Inhaltsverzeichnis

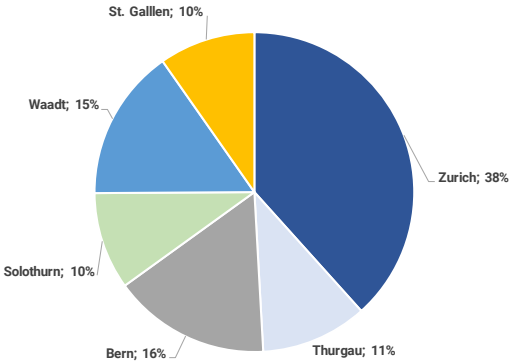
Inhaltsverzeichnis	**3**
Investment Case in sechs Grafiken	**4**
Unternehmenshintergrund	**5**
Wachstum	**17**
Aktuelles	**23**
SWOT-Analyse	**25**
Bewertung	**26**
Risiko	**30**
Finanzkennzahlen in Sechs Grafiken	**31**
Finanzkennzahlen	**34**
Interessenskonflikte	**38**
Haftungsausschluss	**39**
Kontakt	**40**

Investment Case in sechs Grafiken

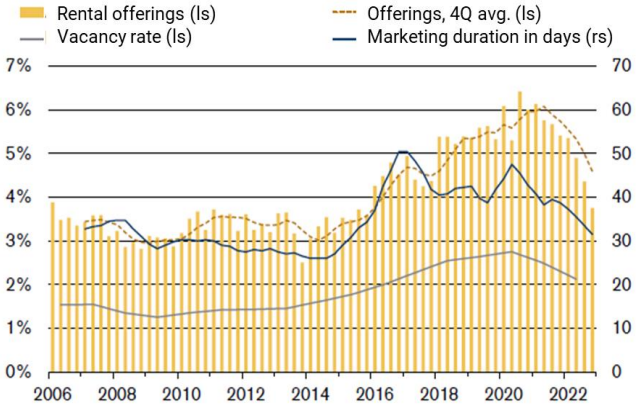
Produkte & Services



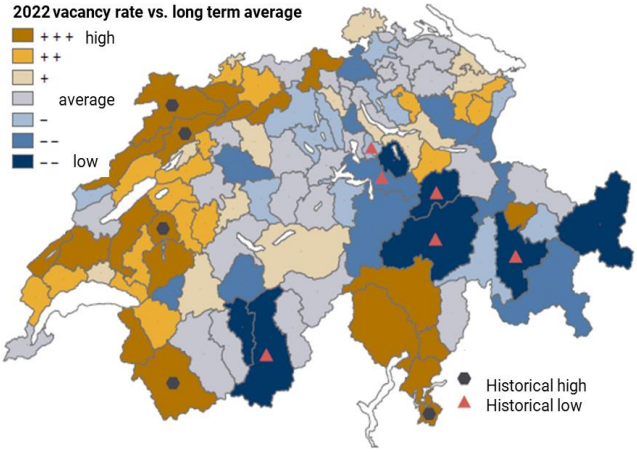
Regionale Umsatzverteilung nach Kantonen



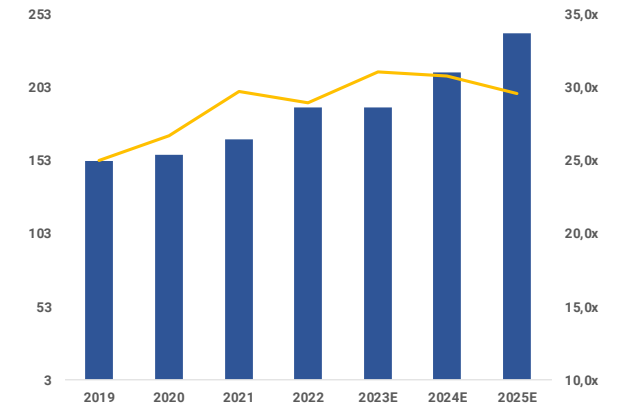
Leerstandsquote - Schweizer Wohnimmobilienmarkt



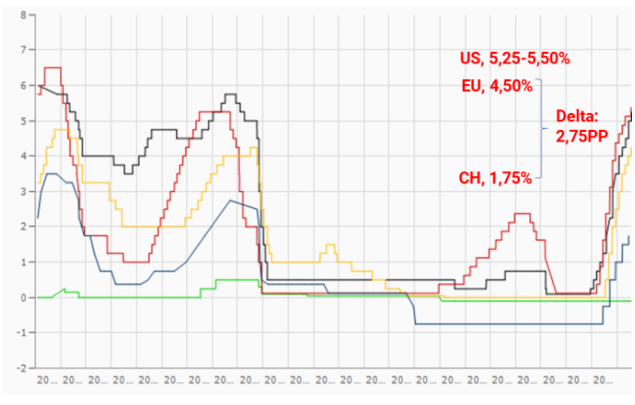
Leerstand nach Regionen



Immobilienwert in Mio. CHF (ls) vs. JNKM-Faktor (rs)



Zinsdifferenzen EUR vs. CHF



Quelle: Unternehmensdaten; Credit Suisse; AlsterResearch

Unternehmenshintergrund

Geschäftsmodell

Die Swiss Estates AG („Swiss Estates“) ist eine börsennotierte Immobilienaktiengesellschaft. Das Unternehmen wurde im Jahr 2004 von dem derzeitigen CEO und Mehrheitsaktionär Udo Rössig gegründet. Swiss Estates ist in erster Linie ein Bestandshalter im Wohnimmobiliensegment, welcher sich auf folgende Investmentkriterien fokussiert:

- Fokus auf den **Schweizer Immobilienmarkt**; Regionaler Fokus auf die Kantone Zürich, Thurgau, Bern, Solothurn, Waadt sowie St. Gallen.

- Wohnimmobilien mit besonderem Augenmerk auf **Mehrfamilienhäuser** mit mindestens 20 Wohneinheiten in städtischen Gebieten und deren Agglomerationen.

- Swiss Estates verzichtet in der Regel auf Investitionen in reine Gewerbeobjekte. Jedoch erwirtschaften einzelne Objekte auch Mieteinnahmen durch gewerbliche Vermietung (z.B. die Vermietung von Erdgeschossflächen an Einzelhändler)

Umsatzerlöse werden in erster Linie durch Vermietung und Verpachtung erzielt. In 2022, erzielte die Gesellschaft Nettomieteinnahmen von rund CHF 6,2 Mio. Darüber hinaus strebt die Swiss Estates an, zusätzliche Werte in Form von Revitalisierungsprojekten zu heben. Werttreiber in diesem Bereich sind unter anderem Immobilien die

a) aufgrund von **Renovierungsstau** unter Marktwert erworben werden können,
b) Zusatzerträge durch Hebung von **Ausbaureserven** (z.B. Dachgeschoßausbau), sowie
c) Leerstandreduzierung durch zusätzliche baulichen Maßnahmen

Stand Ende 2022, umfasst das Portfolio der Gesellschaft 17 Objekte, welche ein Gesamtportfoliowert von rund CHF 189 Mio. aufweist. Die Gesellschaft strebt keinen signifikanten Handel mit ihren Liegenschaften an, d.h. erworbene Renditeimmobilien werden langfristig gehalten und weiter entwickelt; Verkäufe sind nur in Sondersituationen vorgesehen.

Beispielobjekte

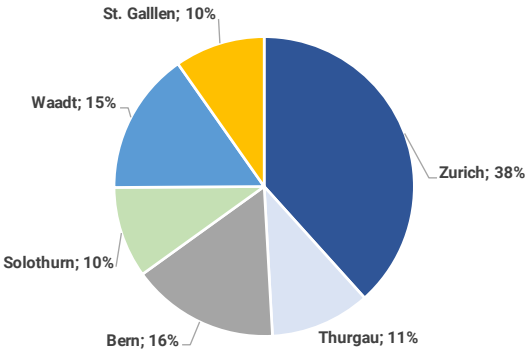


Quelle: Unternehmensdaten

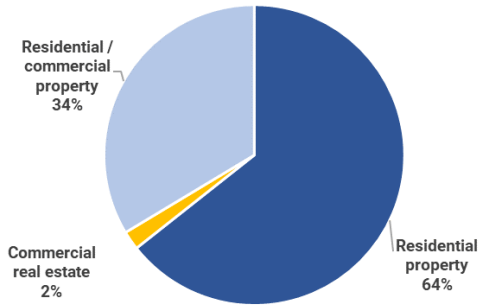
Die Gesellschaft betätigt sich zur Vermeidung von Baurisiken nicht als eigentlicher Projektierer von Neubauten. Gelegentlich werden allerdings nahezu fertiggestellte Neubauten aus „Distressed Situations“ von Recoveryabteilungen diverser Banken erworben, fertig gestellt und dann vermietet. Nach dieser Vorgehensweise wurde die Überbauung in Prilly erworben und auch die nahezu fertiggestellten neuen drei Mehrfamilienhäuser in Rüthi (Kanton St. Gallen). Letzteres befindet sich derzeit bereits in der Vermarktung und erste Mietverträge wurden bereits abgeschlossen.

Der regionale Schwerpunkt liegt auf den Kantonen Zürich, Thurgau und Bern, die derzeit wertmäßig rund 65% und anzahlmäßig sogar 70% des Portfolios ausmachen (d.h. 12 von 17 Objekten). Die nachstehende Grafik zeigt das Portfolio von Swiss Estates nach Kantonen, das sich gleichmäßig auf sechs Kantone verteilt. Die nachstehende Grafik zeigt zudem den Marktwert des Portfolios von Swiss Estates nach Segmenten.

Immobilienwert nach Kanton in %



Immobilienwert nach Segmenten in %



Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

Überblick über das Portfolio

Die folgende Übersicht zeigt alle 17 Liegenschaften, die sich derzeit im Eigentum der Swiss Estates befinden. Der Marktwert des gesamten Immobilienportfolios belief sich per Ende 2022 auf rund CHF 189 Mio. Dies entsprach einem Anstieg von rund 13% gegenüber dem Vorjahr. Allerdings ist hier zu beachten, dass in 2022 das Neubauprojekt in St. Gallen mit einem Wert von CHF 18,4 Mio. neu hinzu gekommen ist. Bereinigt um den Neuzugang wuchs der Wert der Bestandsimmobilien um ca. 2% gegenüber der Vorjahresperiode.

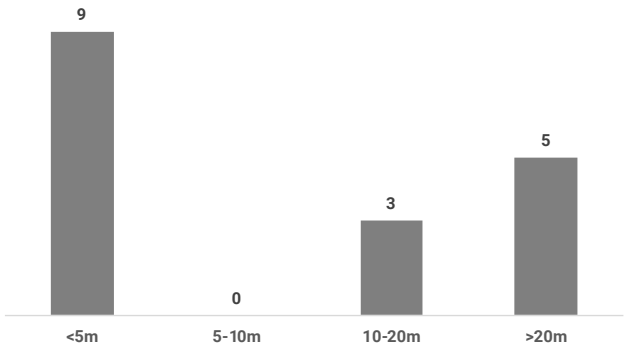
#	Kanton	City / Ort	Street / Strasse	Marktwert in CHF Mio.		Fläche m²	
				2022	2021	2022	2021
15	Zurich	Zurich	Rautistrasse 10, 10a, 10b	21,4	20,9	2.386	2.385
14	Zurich	Zurich	Badenerstrasse 288–296, ger. Nr.	44,7	42,0	5.672	5.507
11	Zurich	Oberengstringen	Rebbergstrasse 74	2,4	2,4	330	330
16	Zurich	Zurich	Regensbergstrasse 92	3,7	3,6	481	481
	Zurich			**72,3**	**68,9**		
7	Thurgau	Istighofen	Buhwilerstrasse 21	1,9	1,9	516	516
9	Thurgau	Matzingen	Juchstrasse 13, 15, 17	4,9	5,0	1.470	1.470
1	Thurgau	Arbon	Egnacherstrasse 69–79	13,5	13,6	4.583	4.583
	Thurgau			**20,3**	**20,4**		
12	Bern	Ostermundigen	Schiessplatzweg 16, 18, 24–30, ger. N	20,2	20,3	3.300	3.314
8	Bern	Krauchthal	Eichmatt 2–8, 18–24, ger. Nr.	2,9	2,8	800	800
5	Bern	Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 18	1,5	1,7	527	527
6	Bern	Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 41	3,8	3,8	2.366	2.366
10	Bern	Oberbipp	Oltenstrasse 10b–10e	1,6	1,7	520	520
	Bern			**30,0**	**30,2**		
2	Solothurn	Grenchen	Bahnhofstrasse 31, 33, 35, 39	10,8	10,9	3.418	3.406
4	Solothurn	Grenchen	Centralstrasse 45	1,7	1,7	474	474
3	Solothurn	Grenchen	Bettlachstrasse 34, 36 / Kapellstrass	6,1	5,7	2.032	2.032
	Solothurn			**18,6**	**18,3**		
13	Waadt	Prilly	Route du Mont 1+3	29,0	29,0	3.022	3.022
	Waadt			**29,0**	**29,0**		
17	St. Gallen	Rüthi	Büchelstrasse 8, 8a, 8b	18,4	0,0	2.688	-
	St. Galllen			**18,4**	**0,0**		
	Total			**188,6**	**166,8**	**34.584**	**31.733**

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

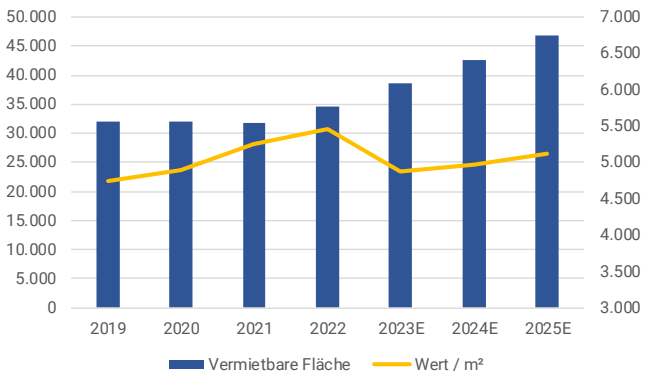
Bezüglich der Größencluster, ist auffällig, dass ca. 50% des Portfolios (9 Objekte) einen Marktwert zwischen CHF 1,5-5,0 Mio. aufweist. 5 Objekte haben jeweils einen Marktwert von über CHF 20 Mio. Mit CHF 44,7 Mio. (per Ende 2022) ist das Objekt in der Badenerstr. 288-296 in Zürich derzeit das größte Objekt im Bestand. Über das gesamte Portfolio hinweg liegt der durchschnittliche Marktwert pro Einzelobjekt bei rund CHF 11 Mio. Wir gehen jedoch davon aus, dass zukünftige Portfoliozugänge im höheren Größencluster angesiedelt sein könnten. Die letzte Akquisition (Büchelstr. In Rüthi, St. Gallen) lag mit einem Marktwert von rund CHF 18,4 Mio. bereits deutlich über dem Portfoliodurchschnitt. Jedoch bleiben auch kleinere Objekte im Fokus des Unternehmens.

Des weiteren lässt sich feststellen, dass Swiss Estates per Ende 2022 über eine vermietbare Fläche von rund 34,500 m² verfügt. Legt man den Marktwert des Portfolios zugrunde, entspricht dies umgerechnet auf den einzelnen Quadratmeter einen Wert von rund CHF 5,450.

Anzahl Liegenschaften geclustert nach Grösse in CHF



Vermietbare Fläche (ls) vs. Wert / m² in CHF (rs)



Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

ResearchHub

Finanzkennzahlen des Immobilienportfolios

Im Folgenden gehen wir auf einige immobilienrelevante Finanzkennzahlen von Swiss Estates ein. Die Haupteinnahmequelle der Gesellschaft sind Mieteinnahmen, die im Jahr 2022 CHF 6,2 Mio. erreichten. Gegenüber dem Vorjahr (2021: CHF 5,4 Mio.) bedeutet dies eine deutliche Steigerung um rund 13%.

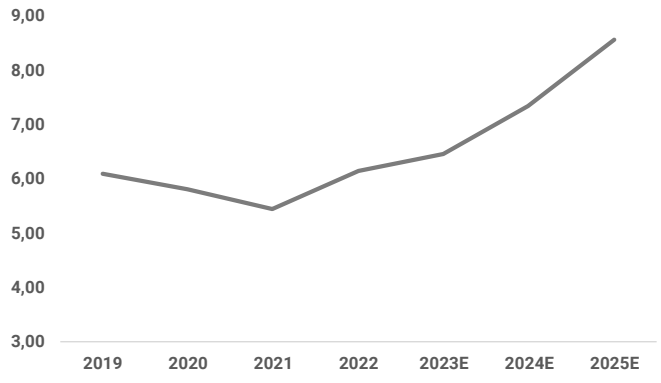
Immobilienkennzahlen		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Anzahl der Objekte	Anzahl	16	16	16	17	19	21	23
Mietfläche	in m²	32.124	31.978	31.733	34.584	38.653	42.721	46.790
Tatsächliche Nettomieten	in CHF Mio.	6,11	5,80	5,45	6,15	6,46	7,36	8,57
Miete / m² / Monat	in CHF	15,85	15,12	14,31	14,83	13,93	14,35	15,26
Vermietungsquote	in %	na	86,9%	89,6%	94,5%	95,5%	96,5%	97,5%
Wert der Immobilie	in CHF Mio.	152,3	156,7	166,8	188,5	212,3	239,4	266,8
Brutto-Rendite	in %	4,0%	3,7%	3,3%	3,3%	3,0%	3,1%	3,2%
LTV	in %	70,6%	67,9%	63,3%	60,4%	60,4%	60,1%	59,5%
NAV	**in CHF**	**13,72**	**12,84**	**15,49**	**15,56**	**16,46**	**17,09**	**17,80**

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

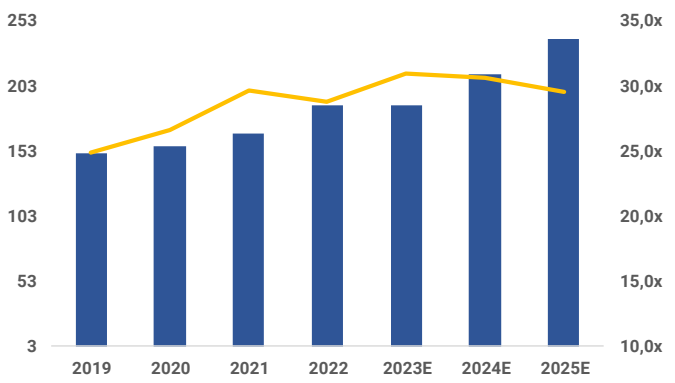
Besonders aufschlussreich ist der Blick auf die durchschnittlichen Mietpreise. Umgerechnet auf die Mieteinnahmen pro Quadratmeter ergibt sich eine Durchschnittsmiete von rund CHF 14.83 pro Quadratmeter und Monat. Damit liegt das Portfolio von Swiss Estates am unteren Ende der von RealAdvisor für den gesamten Schweizer Markt ermittelten Spanne von CHF 15-40 pro Quadratmeter und Monat. (Quelle: https://realadvisor.ch/de/immobilienpreise-pro-m2). Selbst bereinigt um die Leerstandsquote (aktuell 5.5% per Ende 2022) und dem Neubau in St. Gallen würde die durchschnittliche Miete pro Quadratmeter auf CHF 17.00 /Monat steigen und damit immer noch am unteren Ende des Marktspektrums liegen. Dies zeigt, dass Swiss Estates im Marktvergleich attraktive und konkurrenzfähige Mietpreise anbietet.

Eine weitere wichtige Kennzahl ist der Bruttomietertrag im Verhältnis zum Wert des Gesamtportfolios. Hier ergibt sich für das Jahr 2022 ein Wert von 3,3%. Der Kehrwert, d.h. der Portfoliowert bezogen auf die jährlichen Mieteinnahmen, ergibt einen Faktor von ca. 29x. Auch diese Kennzahl zeigt, dass das Portfolio von Swiss Estates moderat bewertet ist. und der Wert des Portfolios im gesunden Verhältnis zu den Mieteinnahmen steht .

Mieteinnahmen in Mio. CHF



Immobilienwert in Mio. CHF (ls) vs. jährlicher Nettomietfaktor (rs)



Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

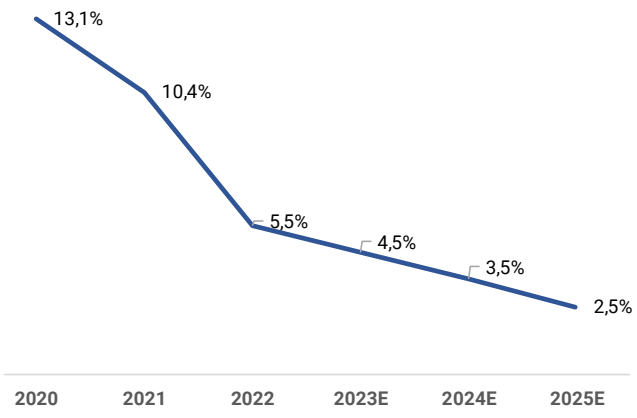
Die Leerstandsquoten von Swiss Estates sehen auf dem ersten Blick relativ hoch aus. Noch in 2020 lagen diese bei rund 13%. Per Ende 2022 konnte Swiss Estates diese Quote allerdings mehr als halbieren. So lag die Leerstandsquote per Ende 2022 nur noch bei lediglich 5,5%. Die hohen Leerstandsquoten der Vergangenheit haben jedoch im Wesentlichen mit den Auswirkungen der Coronakrise zu tun. So wurde zum Beispiel im Jahr 2020 im Rahmen der Covid-Pandemie in Prilly 13 von 22 Wohnungen gekündigt, welche als „Managed Apartments“ genutzt wurden. Gleiches galt für weitere 10 Wohnungen in Zürich. Diese Wohnungen konnten erst

2022 wieder vollständig vermietet werden, aber hatten somit einen erheblichen Einfluss auf die Vermietungs- bzw. Leerstandsquote.

Darüber hinaus gibt es im Portfolio der Gesellschaft Immobilien, die eher als Entwicklungsliegenschaft klassifiziert werden sollten. Die Egnacherstrasse in Arbon zum Beispiel war früher ein gewerblich genutztes Möbelhaus. Geplant ist dieses Gebäude in insgesamt 22 neue Wohnungen umzubauen und dabei umzunutzen, weshalb streng genommen diese Fläche als Entwicklungsliegenschaft und nicht als Leerstand qualifiziert werden müsste.

In Summe lässt sich jedoch festhalten, dass Swiss Estates aktiv mit dem bestehenden Portfolio wirtschaftet und solche Maßnahmen wie Nutzungsänderungen von Zeit zur Zeit im Sinne einer Mieterlösoptimierung vorgenommen werden kann. In unserem Planungshorizont gehen wir jedoch davon aus, dass das Unternehmen die Leerstandsquote weiter sukzessiv reduzieren wird – nicht zuletzt dank der angespannten Lage auf dem Schweizer Immobilienmarkt.

Leerstandsquote in %



Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

Im folgenden sind die Objekte aus dem Bestand aufgeführt, die per Ende 2022 die höchsten Leerstände aufwiesen:

1. Egnacherstrasse (20,5% Leerstandsquote) – wie bereits oben erwähnt, in erster Linie aufgrund der Umwidmung von Gewerbe- in Wohnimmobilien
2. Bahnhofstrasse (16,9%) Beim ausgewiesenen Leerstand handelt es sich im Wesentlichen um einige Gewerberäume die unterdessen vermietet werden konnten
3. Lagerstrasse 41 (26,3%) Der ausgewiesene Leerstand ist eigentlich falsch, da die Fläche (Dachgeschoss, ein Raum) nicht wirklich nutzbar ist.
4. Oltenstrasse (21,4%) in der Zwischenzeit zu 100% vermietet

Kreditportfolio

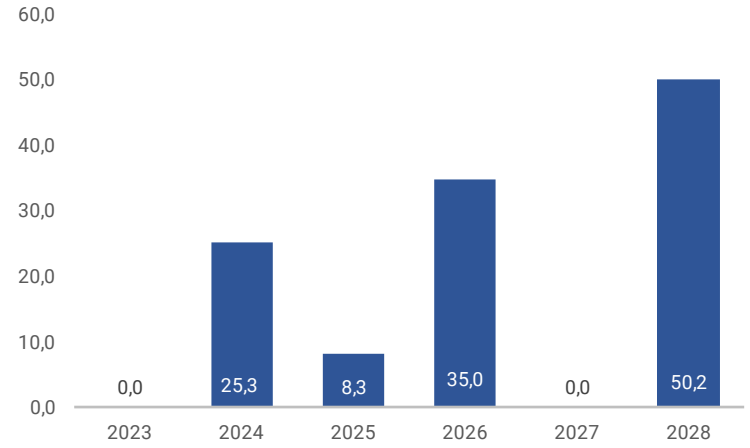
Zum Ende des Jahres 2022 beliefen sich die Darlehnsverbindlichkeiten auf etwa CHF 113,8 Mio., während das Immobilienvermögen CHF 188,5 Mio. betrug. Der LTV (Loan-to-Value) ohne Berücksichtigung von Kassenbestand und kurzfristigen Forderungen lag bei 60,4%, und damit rund 3 Prozentpunkte unter dem Vergleichswert aus dem Vorjahr (2021: 63,3%).

Die durchschnittliche Verzinsung des Darlehensbestands beträgt derzeit 1,7%. Wir sind der Überzeugung, dass aufgrund des ausgewogenen Fälligkeitsprofils, insbesondere für die Jahre 2023 und 2024, die durchschnittlichen Finanzierungskosten nur allmählich auf einen Bereich von 1,8% bis 2,0% steigen werden. Die Laufzeit der langfristigen Finanzverbindlichkeiten erstreckt sich über bis zu 10 Jahre, und alle Verbindlichkeiten sind in Schweizer Franken denominiert.

Die Zinssätze bewegen sich in einer Spanne von 1,0% bis 2,6%, mit Ausnahme von vier kurzfristigen, variablen Darlehen von insgesamt ca. CHF 13,7 Mio., die mit Zinssätzen zwischen 1,2% - 4,87% verzinst werden.

Gegenwärtig haben mehr als 42% des Kreditportfolios eine Laufzeit von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren. Im Jahr 2024 steht von den CHF 25,3 Mio. an Verbindlichkeiten etwa die Hälfte zur Refinanzierung an, während der Rest kurzfristige Verbindlichkeiten mit variablem Zinssatz (3 Monate revolvierend) sind.

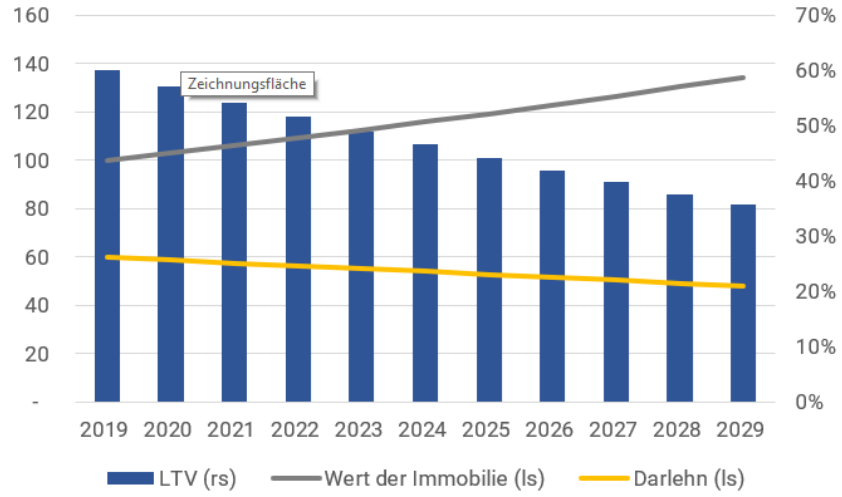
Immobiliendarlehen - Laufzeitprofil in CHF Mio.



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

In unserer fiktiven Modelrechnung simulieren wir, wie sich der LTV in den Folgejahren entwickeln würde, gesetzt den Fall, das Unternehmen würde keine weiteren Zukäufe mehr tätigen. In unserem Beispiel gehen wir von einem Immobilienwert von CHF 100 aus und einem LTV von 60% (vergleichbar mit Swiss Estates derzeitigen LTV). Sollte die Wertsteigerung des Immobilienportfolios in den kommenden 10 Jahren im Schnitt um jeweils 3% p.a. wachsen und gleichzeitig 2% der ursprünglichen Darlehenssumme getilgt werden, würde der LTV nach 10 Jahren von derzeit 60% auf 36% fallen.

Fiktives Beispiel - LTV-Entwicklung



Quelle: AlsterResearch

Management

Der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung bestehen aus drei Mitarbeitern:



Quelle: Unternehmensdaten

Peter Grote, (Präsident des Verwaltungsrates), ist diplomierter Wirtschaftsprüfer. Nach 13 Jahren bei der Schweizerischen Treuhandgesellschaft war Peter Grote seit 1978 Leiter der internen Revision der Danzas AG. Von 1979 bis 1995 war Herr Grote Direktor der Zürcher Treuhand- und Revisionsgesellschaft (Wirtschaftsprüfung, Steuern, Buchhaltung und Liegenschaftsverwaltung). Danach folgte der Einstieg in die selbständige Tätigkeit. Freiberuflicher Mitarbeiter der RPG Treuhand AG, der Giroud AG und der Refidar Moore Stephens AG. Leitung von großen Revisionsmandaten, u.a. Denner AG, Haniel Holding AG, CWS AG sowie mehrere Immobilienfonds etc.

Udo Rössig, CEO und Vizepräsident des Verwaltungsrates von Swiss Estates, war nach seinem Studium der Betriebswirtschaft und Informatik als Systemingenieur und Projektleiter in der kommerziellen IT-Branche tätig. Danach sammelte er umfangreiche Erfahrungen in den Bereichen Mergers & Acquisitions, Investmentbanking (u.a. Börsengänge in der Schweiz, Deutschland und den USA sowie die Auflegung von Investmentfonds in Luxemburg) und internationaler Wertpapierhandel. Im Jahr 2004 gründete Udo Rössig die Swiss Estates AG und war maßgeblich an deren Entwicklung beteiligt. Er leitete den Börsengang und ist heute der größte Aktionär, sowohl in Bezug auf die Stimmen als auch auf das Kapital.

Christian Terberger, Rechtsanwalt, ist seit 1978 in der Immobilienbranche tätig. Ab 1998 war er Direktor der Real Estate Group von Ernst & Young Deutschland und ab 2000 Dozent an der Real Estate Academy der European Business School, Wiesbaden. Anschließend war Christian Terberger ab 2002 als Geschäftsführer der Babcock & Brown GmbH, München, verantwortlich für den Aufbau des Immobiliengeschäfts des US-amerikanisch-australischen Investmenthauses Babcock & Brown im deutschsprachigen Raum mit dem Schwerpunkt auf dem Erwerb von Wohnimmobilien. Darüber hinaus absolvierte Herr Terberger ein Studium an der European Business School, Wiesbaden (ebs) als Immobilienökonom und legte die Prüfung zum Chartered Surveyor der Royal Institution of Chartered Surveyors, London ab. Christian Terberger ist Mitglied der Royal Institution of Chartered Surveyors, London (MRICS).

Management



Udo Rössig, CEO und Vizepräsident des Verwaltungsrats

Quelle: Unternehmensdaten

Aktiengattungen

Das Aktienkapital der Swiss Estates ist aufgeteilt in drei verschiedene Aktiengattungen:

- **Stimmrechtsaktien (ohne Börsennotierung)**
- **Namenaktien (ISIN CH0023926550)**
- **Partizipationsscheine (ISIN CH0019304531)**

Stimmrechtsaktien Per Ende 2022 hatte die Gesellschaft 1,75 Mio. Stimmrechtsaktien zum Nominal von CHF 0,50 ausstehen. Schweizer Stimmrechtsaktien sind eine besondere Art von Aktien in der Schweiz. Diese Aktien verleihen ihren Inhabern das Recht, an Hauptversammlungen und Abstimmungen über Unternehmensangelegenheiten teilzunehmen und Stimmrechte auszuüben. Sie sind im Gegensatz zu sogenannten "Namenaktien", bei denen die Stimmrechte an den im Aktienregister eingetragenen Namen gebunden sind, frei übertragbar. Alle ausstehenden Stimmrechtsaktien werden derzeit von Udo Rössig gehalten und werden NICHT an einer Börse gelistet. Zudem ist zu beachten, dass die Stimmrechtsaktien aufgrund Ihres Nominals von lediglich CHF 0,50 (im Vergleich zu CHF 5,00 für alle anderen ausstehenden Aktien) mit lediglich 1/10 der ausgegeben Aktien in die Berechnung der Marktkapitalisierung einfließt. Anders hingegen verhält es sich mit den Stimmrechten. Hier gilt das „one share, one vote" Prinzip, d.h. unabhängig von dem geringeren Nominal hat eine Stimmrechtsaktie die gleiche Stimmgewichtung wie die nachfolgend beschriebenen Namenaktien.

Namenaktien Die Gesellschaft hatte per Ende 2022 1,62 Mio. Namenaktien zum Nominal von CHF 5,00 ausstehen. Im Gegensatz zu Inhaberaktien, sind Namenaktien – wie der Name schon suggeriert - auf den Namen des Aktionärs ausgestellt. Das bedeutet, dass der Name des Aktionärs auf der Aktienurkunde oder in den Büchern der Gesellschaft verzeichnet sein muss. Namenaktien haben – sofern eingetragen - das volle Stimmrecht auf Aktionärsversammlungen und sind berechtigt, Dividenden und andere Unternehmensvorteile zu erhalten. Die Namenaktien werden an der Börse Bern (BX Swiss) gehandelt.

Partizipationsscheine Ende 2022 belief sich die Anzahl ausgegebener Partizipationsscheine auf 2,86 Mio. Genau wie die Namenaktien beträgt der Nominal CHF 5,00. Im Gegensatz zu herkömmlichen Aktien gewähren Partizipationsscheine ihren Inhabern in der Regel kein Stimmrecht auf Aktionärsversammlungen des Unternehmens. Im Gegenzug werden Partizipationsscheine jedoch bei der Teilhabe an den Gewinnen des Unternehmens bevorzugt behandelt. So hat Swiss Estates in Ihren Statuten eine bevorzugte Gewinnausschüttung für die Inhaber der Partizipationsscheine verankert. Siehe hierzu nachfolgend der Bereich „Gewinnbeteiligung/ Dividendenpolitik". Die Partizipationsscheine werden derzeit an der Börse Bern (BX Swiss) in CHF, sowie an der Düsseldorfer Börse in EUR gehandelt.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die ausstehenden Aktien und aktiennahen Instrumenten der Gesellschaft. Dabei ist zu beachten, dass die

Stimmrechtsaktien aufgrund des geringen Nennwertes nur mit 1/10 der Aktienzahl in die Berechnung der Gesamtaktienzahl einfließt.

2022 - in CHFm	Nennwert in CHF	Anzahl Aktien	Stamm-kapital	%-Anteil
Stimmrechtsaktien	0,50	1,75	0,88	3,8%
Namenaktien	5,00	1,62	8,09	34,8%
Partizipationsscheine	5,00	2,86	14,31	61,5%
Gesamt		**4,66**	**23,28**	

Quelle: Unternehmensdaten; AlsterResearch

Gewinnverteilung / Dividendenpolitik

Swiss Estates hat die Statuten (Satzung) dahingehend geändert, dass bei einer Gewinnausschüttung zunächst die Partizipationsscheine (Vorzugsaktien) eine Dividende von bis zu 5% (berechnet auf den Nennwert von CHF 5.00) erhalten, bevor die anderen Aktiengattungen Ausschüttungen erhalten. Damit soll die Attraktivität der Partizipationsscheine für die Anleger erhöht und das Fehlen des Mitspracherechts teilweise kompensiert werden. Wie viel Ausschüttung letztlich möglich sind, wird sich aus den jeweiligen Jahresabschlüssen ergeben. Hervorzuheben ist zudem, dass die Dividenden in der Schweiz anteilig auf das Grundkapital bezahlt wird und nicht nach Stimmen.

Beispiel: Angenommen, die Gesellschaft macht einen Gewinn nach Steuern von rund CHF 4,5 Mio. Bei einer hypothetischen Ausschüttungsquote von 20% blieben rund CHF 0,90 Mio. Gewinn als Dividende zu verteilen. Laut der aktuellen Statuen würden die Partizipationsscheine priorisiert behandelt und bekämen erst einmal 5% auf den Nominal, d.h. CHF 0,25 je Anteilsschein, oder rund CHF 0,72 Mio. des zu verteilenden Gewinns ausgeschüttet. Die restlichen CHF 0,19 Mio. würden danach anteilig an die gesamten ausstehenden Aktien (basierend am Anteil des Grundkapitals) verteilt. Somit würde der Gewinn auf rund 4,66 Mio. Aktien verteilt und es ergäbe sich eine zusätzliche Dividende von CHF 0,04 je Aktie. In Summe entspräche dies einer Dividendenrendite der Partizipationsscheine von derzeit 14,7% (d.h. CHF 0,25+0,04 = 0,29 / CHF 1,90). Auf alle anderen Aktien entfielen rund CHF 0,04 je Aktie oder einer Dividendenrendite von 0,9% (CHF 0,04 / CHF 4,37).

Beispiel - Dividendenausschüttung		
Jahresüberschuss	in CHFm	4,50
Anzahl Aktien gesamt	in m	**4,66**
*davon Stimmrechtsaktien**		0,18
davon Namenaktien		1,62
davon Partizipationsscheine		2,86
Ausschüttungsquote		20%
zu verteilender Gewinn	**in CHFm**	**0,90**
Partizipationsscheine	in m	2,86
5% auf Nominal	in CHFm	0,72
Dividende / ParSch	**in CHF**	**0,25**
Rest-Gewinn	in m	0,19
Anzahl Aktien gesamt	in CHFm	4,66
Gewinn je Aktie	**in CHF**	**0,04**
Dividend / Partizipationschein	in CHF	0,29
Rendite		**14,7%**
Dividende / Aktie		0,04
Rendite		0,9%

Quelle: AlsterResearch; * Stimmrechtsaktien lediglich mit 1/10 der ausstehenden Aktien berücksichtig

Aktionäre / Stimmrechte

Bei der Betrachtung der Aktionärsstruktur von Swiss Estates ist zwischen **Stimmrechten** und **Anteil am Grundkapital** zu unterscheiden. Die Gesamtzahl der ausstehenden Aktien, die alle Aktiengattungen umfasst, belief sich Ende 2022 auf rund 6,23 Mio. Dabei ist zu beachten, dass nicht alle Aktien stimmberechtigt sind.

Die Partizipationsscheine der Gesellschaft haben grundsätzlich kein Stimmrecht, während die Stimmrechtsaktien und die Namenaktien nur dann stimmberechtigt sind, wenn diese im Aktienregister eingetragen sind. Gegenwärtig sind 100% der Stimmrechtsaktien (1,75 Mio.), aber nur rund 48% der Namenaktien (0,78 Mio.) im Aktienregister eingetragen.

Daraus ergibt sich, dass derzeit rund 2,53 Mio. Aktien stimmberechtigt sind.

Stimmrechte	Anzahl	stimm-berechtigt	eingetragen	in %
Stimmrechtsaktien	1,75	ja	1,75	100%
Namenaktien	1,62	ja	0,78	48%
Partizipationsscheine	2,86	x	0,00	0%
Gesamt	**6,23**		**2,53**	

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Hauptaktionär der Gesellschaft – gemessen an den Stimmrechten – ist somit CEO Udo Rössig. Zusätzlich zu den 100% Stimmrechtsaktien, hält Udo Rössig noch weitere knapp 200 Tsd. eingetragene Namenaktien. In der Summe ergibt dies rund 1,95 Mio. Aktien oder 77,2% der Stimmrechte. Weitere Aktionäre mit über 3% der Stimmrechte sind diverse Einzelpersonen, sowie die Pensionskasse Victorinox AG. Somit liegt die Stimmrechtsmehrheit der Gesellschaft klar bei Herrn Udo Rössig. Die Stimmrechtsverhältnisse der Swiss Estates sind wie folgt zusammengefasst.

Aktionär (nach Stimmrechten)	Stimmrechts-aktien	Namen-aktien	Gesamt	in %
Udo Rössig	1,75	0,20	1,95	77,2%
Pensionskasse Victorinox AG	0,00	0,09	0,09	3,7%
Gazmet Redzepi	0,00	0,09	0,09	3,5%
Reto Pircher	0,00	0,09	0,09	3,4%
Sonstige	0,00	0,31	0,31	12,2%

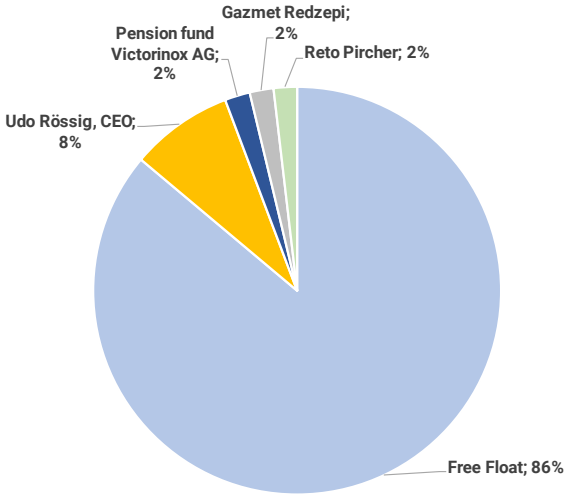
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch; Stand 11.09.23

Die wirtschaftliche Betrachtung des Aktionariats – also der Anteil der jeweiligen Aktionäre an dem Grundkapital sowie Gewinnberechtigung weicht hingegen stark von der Stimmrechtsbetrachtung ab.

1. Die **Stimmrechtsaktien** (1,75 Mio.) fließen aufgrund ihres geringeren Nennwertes lediglich mit 10% in die Grundkapitalberechnung ein. Somit entsprechen 0,175 Mio. Stimmrechtsaktien lediglich 3,8% des Grundkapitals
2. Die **Namenaktien** fließen in voller Anzahl in die Grundkapitalberechnung ein und entsprechen 34,8% des Grundkapitals (1,62 Mio. Aktien)
3. Die stimmrechtslosen **Partizipationsscheine** entsprechen 61,5% des Grundkapitals. Zudem sind diese Papiere mit einer bevorzugten Gewinnbeteiligung von 5% auf den Nennwert ausgestattet – siehe vorheriges Kapital „Gewinnverteilung / Dividendenpolitik“.

Durchgerechnet durch alle Aktiengattungen ergibt sich somit folgendes Bild der Aktionärsstruktur:

Aktionariat



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Investitionskriterien

Swiss Estates hat klare Investitionskriterien für Neuakquisitionen. Diese sind:

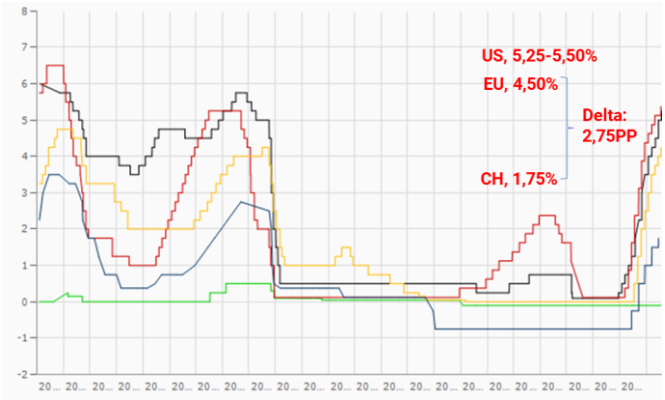
- Wohnliegenschaften (mindestens 20 Wohneinheiten), teilweise mit gewerblicher Komponente, aber keine reinen Geschäftsliegenschaften.
- Projekte mit Rendite-, Wert- und Ertragssteigerungspotenzial, d.h. entwicklungsfähige Objekte ("buy and develop")
- Mittlerer Entwicklungsstandard - Mietpreise im mittleren Segment
- Standorte - Urbane Gebiete in der Schweiz und ihren Agglomerationen Wohnlagen mit guter Verkehrsanbindung (privater und öffentlicher Verkehr)
- Volumen - Angestrebtes Investitionsvolumen pro Kauftransaktion ab CHF 10+ Mio.
- Nettorendite Angestrebte Bruttorendite der Liegenschaften ca. 5%+.
- Bausubstanz - Solide Bausubstanz; neben wirtschaftlichen Aspekten Berücksichtigung architektonischer, städtebaulicher und ökologischer Rahmenbedingungen (Nachhaltigkeit).

Die Besonderheiten des Schweizer Immobilienmarktes

Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal zwischen dem Schweizer Immobilienmarkt und anderen (europäischen) Immobilienmärkten liegt in der unterschiedlichen Entwicklung der Leitzinsen. Zwar wurde auch in der Schweiz im Juni 2022 die Zinswende eingeläutet, jedoch hat die Schweizer Notenbank deutlich weniger und vor allem weniger ausgeprägte Zinsschritte vollzogen. Zudem starteten die Eidgenossen von einem deutlich niedrigeren Zinsniveau als ihr europäisches Pendant. So liegt der aktuelle Leitzins in der Schweiz bei moderaten 1,75%. Zum Vergleich: In der Europäischen Union liegt der Leitzins bei 4,5% und in den USA sogar zwischen 5,25 und 5,5%. Das Delta zwischen der EU und der Schweiz beträgt somit 2,75 Prozentpunkte.

Festzuhalten ist jedoch, dass trotz der vergangenen Zinserhöhungen die Renditedifferenz zwischen direkten Immobilienanlagen und 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen immer noch positiv ist und gemäss Credit Suisse aktuell rund 1,4 Prozentpunkte beträgt. Dies bedeutet zwar eine Einengung der Renditedifferenz aus der negativen Ära - zwischen 2015 und 2022 weitete sich der Renditeaufschlag auf durchschnittlich 3,6 Prozentpunkte aus - aber die Renditedifferenz liegt immer noch im positiven Bereich, was im Gegensatz zum europäischen Immobilienmarkt ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal darstellt. Vereinfacht ausgedrückt bedeutet dies, dass mit Schweizer Immobilien - nach Finanzierungskosten - immer noch Geld verdient werden kann, während europäische Immobilienanlagen bereits negative Renditen aufweisen. Marktteilnehmer gehen zudem davon aus, dass die Schweizer Notenbank keine weiteren Zinsschritte vornehmen wird. Damit dürften die Renditen in der Schweiz auch mittelfristig im positiven Bereich bleiben.

Leitzins EUR vs. CHF



Quelle: finanzen.net; AlsterResearch

Wachstum

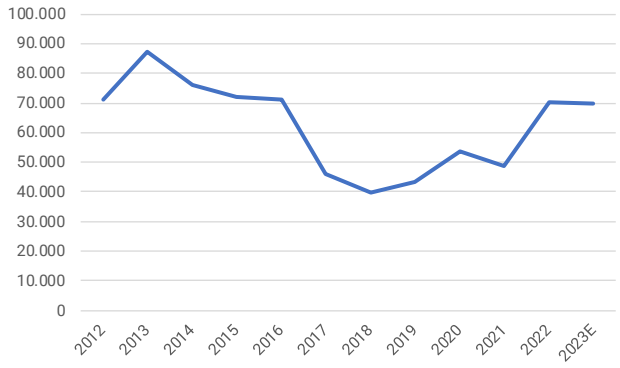
Marktwachstum

Die **Nachfrage** im Wohnimmobilienmarkt in der Schweiz ist primär durch die Nettozuwanderung in die Schweiz gesteuert, welche wiederum von der konjunkturellen Lage in der Schweiz, aber auch im Ausland, abhängig ist. Seit Jahren bleibt aufgrund der Attraktivität des Standortes Schweiz die Nettozuwanderung auf hohem Niveau. Die Hauptgründe hierfür liegen in einer Vielzahl von Faktoren wie

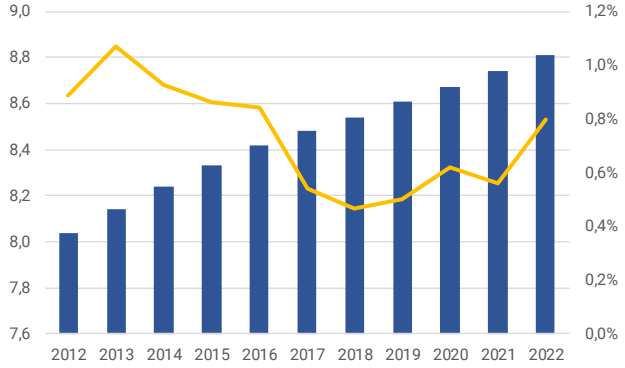
a) einem stabilen konjunkturellen Umfeld,
b) generell hohe Lebensqualität,
c) Sicherheit sowie
d) eine gut ausgebaute soziale (z.B. Schulen und Krankenhäuser), als auch logistische (z.B. Straßen oder Telekommunikation) Infrastruktur.

2022 zum Beispiel betrug die Nettozuwanderung ca. 70,000 oder 0,8% der Bevölkerung. In der vergangenen 10 Jahren betrug die Nettozuwanderung somit knapp 680,000. Dies spiegelt sich in einem kontinuierlichen Bevölkerungswachstum des Alpenstaates wieder (siehe blaues Balkendiagram im Chart unten rechts).

Nettozuwanderung in absoluten Zahlen



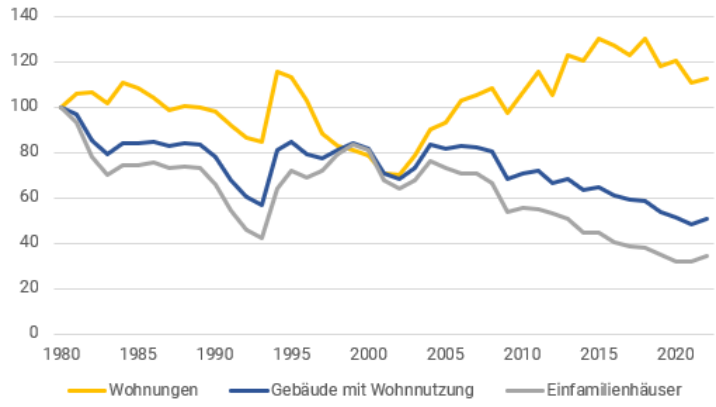
Bevölkerung in Mio. (ls) und Nettozuwanderung in % (rs)



Quelle: Statista; AlsterResearch

Gleichzeitig bleibt das **Angebot** von Mietwohnungen auf dem Schweizer Markt angespannt. Zwar wurde in den vergangenen Jahren verstärkt in Neubauwohnungen investiert, allerdings konnten diese die insgesamt gestiegene Nachfrage nicht befriedigen. Zudem wurden häufig Neubauwohnungen an Orten gebaut, an welchen zu wenige Mieter wohnen möchten, was wiederum die Lage an den ohnehin beliebten Standorten verschärft. Gesamtheitlich betrachtet, wurden in den Jahren 2015 bis 2018 im Mittel per Saldo noch gut 54,000 Wohnungen erstellt. 2022 lag diese Zahl bei nur noch rund 45,000 – rund 17% unter den bisherigen Höchstständen (siehe unten stehende Grafik).

Neubauaktivitäten - Schweizer Immobilienmarkt (Index: 1980 = 100)

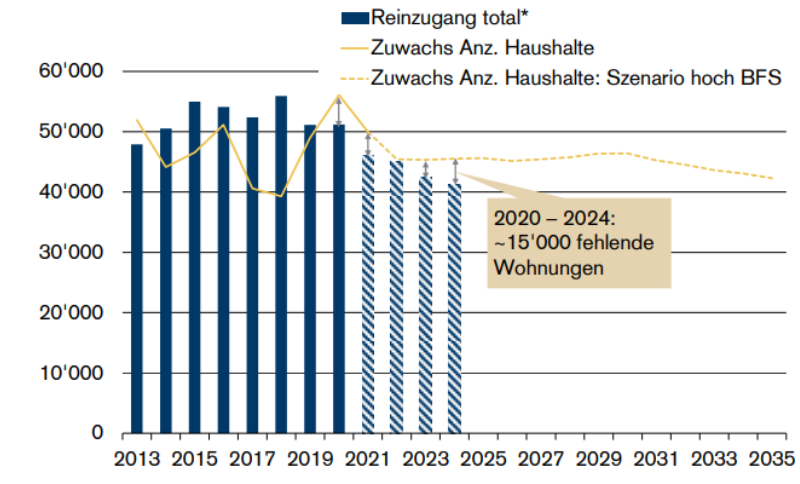


Quelle: BFS – Bau- und Wohnbaustatistik; AlsterResearch

Allerdings hat – wie in so vielen europäischen Ländern - der Bauboom auch in der Schweiz in 2022 ein jähes Ende erlebt. Steigende Zinsen (wenn auch vergleichbar moderat), höhere Umweltauflagen, Fachkräftemangel sowie inflationsbedingte Preissteigerungen bei Baumaterialien haben Neubauvorhaben zunehmend unattraktiv gemacht. Dies spiegelt sich im Wesentlichen in rückläufigen Baugesuchen (-4% in 2022) sowie Baubewilligungen (-12%) wider. Auch sind die Auswirkungen der Coronapandemie in diesen Zahlen ersichtlich, da in vielen Ämtern und Behörden aufgrund von Home-Office Regelungen viele Anträge liegen blieben. Experten schätzen, dass in rund 60% aller Regionen die Bautätigkeiten derzeit zu gering ausfallen, um die steigende Nachfrage zu befriedigen.

Und auch für die kommenden Jahre setzt der Neubau von Wohneigentum seinen Sinkflug fort. Angesichts der höheren Kosten lohnt es sich faktisch nicht mehr neue Bauvorhaben zu starten. Die Zahl der neu projektierten Wohnungen werden laut Credit Suisse auch in 2023 und 2024 weiter rückläufig sein. Die Experten rechnen, dass die Wohnungsproduktion auf rund 42,000 zurück gehen wird – also nochmals rund 7% unter den bereits geringen Neubauzahlen aus dem Jahr 2022. In den kommenden Jahren wird somit eine Lücke von etwa 15.000 Einheiten zwischen den Netto-Neuzugängen und der Zahl der erwarteten Haushalte vorhergesagt.

Jährlicher Reinzugang an Wohnungen und Veränderung der Anzahl Haushalte



Quelle: BFS, Baublatt, Credit Suisse

Eisberg voraus! So titelte Credit Suisse in Ihrer letzten Immobilienpublikation. Was damit gemeint ist, ist eine explosive Mischung aus einer weiter stetig wachsenden Nachfrage und einem sich merklich abschwächendem Wachstum des Angebots. Wie bereits beschrieben, erwarten Marktexperten, dass das Angebot neuer Wohneinheiten in den kommenden Jahren merklich unter das Gleichgewichtsniveau fallen wird. Dies führt im Umkehrschluss zu folgenden Reaktionen:

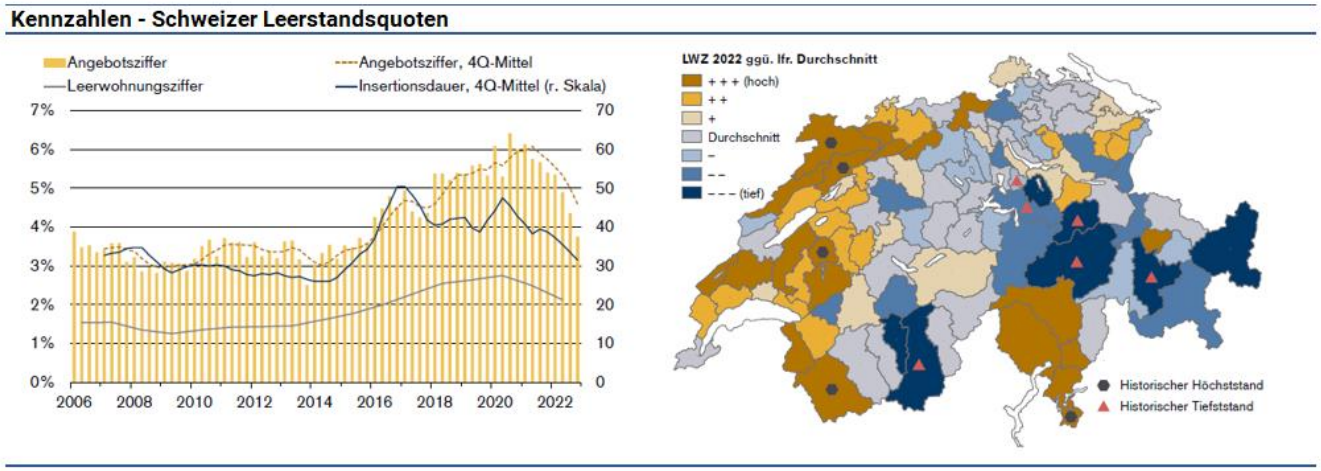
- ➔ **sinkendes Mietangebot,**
- ➔ **weiter sich reduzierende Leerstände,**
- ➔ **sowie steigende Mietpreise**



Quelle: Unternehmensangaben, Credit Suisse, AlsterResearch

Sinkendes Mietangebot. Der geringere Wohnungsbestand hat in erster Linie direkte Auswirkungen auf das Mietangebot. Erstmal seit 2015 sind weniger als 4% des Mietwohnungsbestands als Angebot auf dem freien Markt verfügbar. Zum Vergleich – noch 2021 war die Kennzahl bei knapp 6%. Gleichzeitig haben sich die Vermarktungszeiten freier Wohnungen deutlich reduziert. In Summe läßt sich festhalten, dass sich der Schweizer Immobilienmarkt von einem Mieter- zu einem Vermietermarkt entwickelt hat

Leerstandsquoten Einhergehend mit dem sinkenden Mietangebot und kürzeren Vermarktungszeiten, sind deutlich gesunkene Leerstandsquoten das Resultat. Im ersten Quartal 2023 lag die durchschnittliche Leerstandsquote bei 1.75% - der geringste Wert sei Anfang 2016. Die unten stehende Grafik (rechts) zeigt zudem, dass die geringsten Leerstandsquoten in und um die Ballungszentren vorherrschen und andere Teile des Landes sogar historisch hohe Leerstandsquoten haben. Dies bedeutet demnach, dass in den Ballungszentren sogar Quoten von deutlich unter den oben genannten 1.75% vorherrschen.



Quelle: (links) Meta-Sys, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, letzter Stand: Q4/2022; (rechts) Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat. Letzter Stand: 06/2022

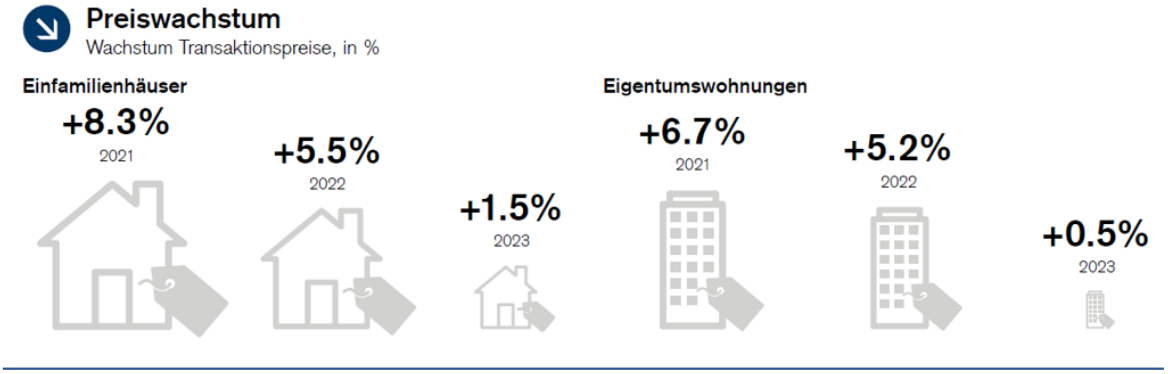
Steigende Mietpreise Alles zusammen genommen, führen die oben beschriebenen Rahmenbedingungen zu steigenden Mietpreisen. Während 2022 die durchschnittlichen Mieten noch um 1.6% anwuchsen, wird für 2023 (und danach) bereits mit einem Wachstum von 3% der Mieten gerechnet. Aufgrund der langen Vorlaufzeiten von neuen Immobilienprojekten ist zudem davon auszugehen, dass sich die Lage auf dem Schweizer Immobilienmarkt mittelfristig nicht verbessern wird. Im Gegenteil – solange sich die Rahmenbedingungen für Investoren / Neubauprojekte nicht verbessert, gehen wir davon aus, dass sich die Lage auf dem Mietmarkt weiter verschärfen wird, was in letzter Konsequenz nur in steigenden Mieten münden kann.

Wertzuwächse von Bestandsimmobilien

Die Kehrseite der Medaille ist, dass wir nur wenig Spielraum für weitere „traditionelle" Wertzuwächse von Bestandsimmobilien in der Schweiz sehen. Auch hier wirken unserer Einschätzung nach die – wenn gleich lediglich moderat - gestiegenen Zinsen dämpfend auf die weitere Entwicklung aus. Anders ausgedrückt, glauben wir nicht an eine weitere Ausweitung der Kaufpreis-/Bewertungsmultiplikatoren wie zum Beispiel dem Jahresnettokaltmieten-Faktor (JNKM-Faktor). Im Fall von Swiss Estates lag dieser Faktor in 2022 konstant (im Vergleich zu 2021) bei dem 30,6-fachen der jährlichen Jahresmiete. Der Kehrwert des JNKM-Faktor entspricht der Bruttomietrendite auf den Portfoliowert. Dieser liegt bei ein JNKM-Faktor von 30,6x bei rund 3,3% und somit in einer Größenordnung, die einem Immobilieninvestor nach Zinsen von 1,8-2,0% und nicht umlegbaren Kosten wenig Renditepotenzial überlässt.

Von daher sehen wir lediglich die Chance, Wertsteigerungspotenzial auf den Immobilienwert durch eine Mischung aus Mietsteigerungen sowie aktiver Wertschöpfung (z.B. Nachverdichtung, Leerstandsreduzierung oder Modernisierungen) zu generieren. Das sinkende Renditepotenzial zeigt sich unseres Erachtens auch im abnehmenden Wachstum der Transaktionspreise, das von 6,7% im Jahr 2021 auf voraussichtlich nur noch 0,5% im Jahr 2023E zurückgehen wird.

Preisentwicklung Einfamilienhäuser und Wohnungen in %



Quelle: Credit Suise; AlsterRersearch

Wachstum bei Swiss Estates

Das Umsatz- und Ertragswachstum bei Swiss Estates ist vornehmlich getrieben durch drei Faktoren

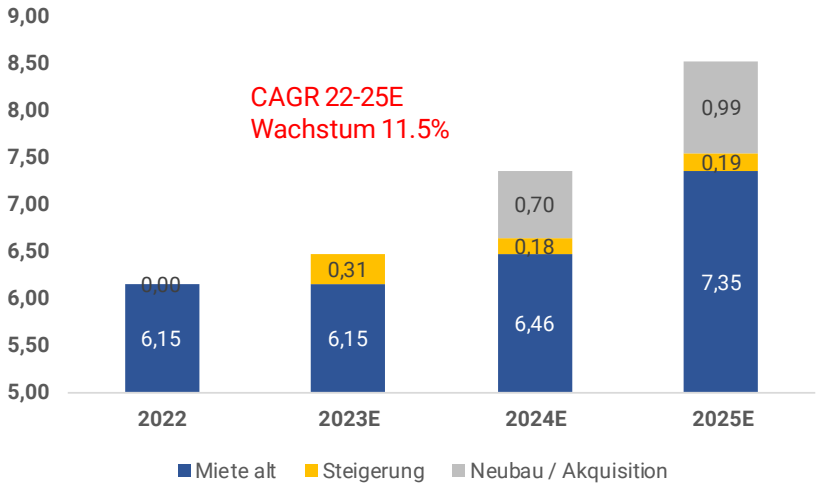
- **Steigerung der Mieteinnahmen**
- **Weitere Zukäufe und/oder Neubauten**
- **Wertveränderung des Bestandsportfolios**

Steigerung der Mieteinnahmen: Aus unserer Sicht wird Swiss Estates aktiv von dem Marktwachstum der Mieten in der Schweiz insgesamt profitieren. Die steigende Nachfrage nach Wohnraum bei gleichzeitiger Verknappung des Angebots bietet die Möglichkeit, Mieten auch zukünftig zu erhöhen und so die Einnahmen zu steigern.

Darüber hinaus bildet die Modernisierung von Bestandsimmobilien einen wichtigen Pfeiler. Durch gezielte Investitionen in Renovierungen sowie Upgrades können höhere Mieten erzielt und gleichzeitig der Wert des Portfolios gesteigert werden. In Summe erwarten wir demnach durchschnittliche Mietsteigerungen von 3-4% p.a. In 2024 wird Swiss Estates zudem einen signifikanten Anstieg der Mieteinnahmen verzeichnen, da das Neubauprojekt in Rüthi, St. Gallen zum Jahresende 2023 fertig gestellt sein sollte. Ab diesem Zeitpunkt sollte das Unternehmen unseren Schätzungen zufolge zusätzliche Mieteinnahmen in Höhe von rund CHF 0,7 Mio. p.a. vereinnahmen können. Dies alleine entspricht einer Erhöhung der Mieteinnahmen von rund 10%. Somit wird der Neubau einen erheblichen Beitrag zur Umsatzsteigerung 2024 beitragen.

Weitere Zukäufe und/oder Neubauten Die Planung von Zukäufen und Neubauten ist aufgrund der Volatilität des Immobilienmarktes schwer vorhersehbar. Swiss Estates plant jedoch auch zukünftig aktiv das Immobilienportfolio aufzustocken. Dabei gehen wir davon aus, dass Swiss Estates die Finanzierungsstruktur der Vergangenheit beibehält, d.h. 70% Fremdkapital sowie einen 30%igen Eigenkapitalanteil. Sollte Swiss Estates die zukünftig volle Möglichkeit der Begehung neuer Partizipationsscheine erwägen – also das 10-fache des derzeitigen Aktienkapitals – würde dies der Gesellschaft rund CHF 89 Mio. frisches Eigenkapital in die Gesellschaft spülen. Im Umkehrschluss würde dies die finanziellen Ressourcen der Gesellschaft insofern erhöhen, dass Immobilien im Gegenwert von bis zu CHF 300 Mio. erworben werden könnten. Wir schätzen jedoch konservativ, dass Swiss Estates im Prognosezeitraum (2023-2025E) neue Immobilien im Wert von lediglich CHF 25 Mio. p.a. erwerben wird, wobei diese Schätzung je nach der sich ergebenden Deal-Pipeline und den verfügbaren Finanzierungsmöglichkeiten deutlich abweichen kann.

Wachstum der Mieterträge in CHF Mio.



Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch

Wertveränderung des Bestandsportfolios: Die Ertragssituation der Gesellschaft wird zukünftig maßgeblich auch von Wertveränderungen der Bestandsobjekte geprägt sein. Zwar könnten höhere Diskontierungsfaktoren eher zu Wertminderungen von Objekten führen, jedoch sehen wir in den kontinuierlichen Mietsteigerungen langfristig ein Gegengewicht. Für unsere Schätzungen legen wir somit eine eher konservative Erhöhung des Portfoliowerts zur Grunde. Für die Prognoseperiode nehmen wir daher eine moderate Steigerung von durchschnittlich 1,0% p.a. auf das gesamte Portfolio an, in geringerem Maße das Ergebnis einer weiteren „Multiple-Expansion", sondern vor allem das Ergebnis höherer Durchschnittsmieten, die in der Regel auch höhere Immobilienwerte bedingen.

Fazit: Insgesamt zielt die Strategie von Swiss Estates darauf ab, das Umsatz- und Ertragspotenzial voll auszuschöpfen, indem sie Mieteinnahmen steigert, eine konservative Portfolio-Bewertung beibehält und die Möglichkeit zur Erweiterung des Portfolios durch Zukäufe und Neubauten stets im Auge behält. Damit ist Swiss Estates gut positioniert, um langfristigen Erfolg und Wachstum zu sichern, was sich in den nachfolgenden Umsatz- und Ertragszahlen widerspiegelt:

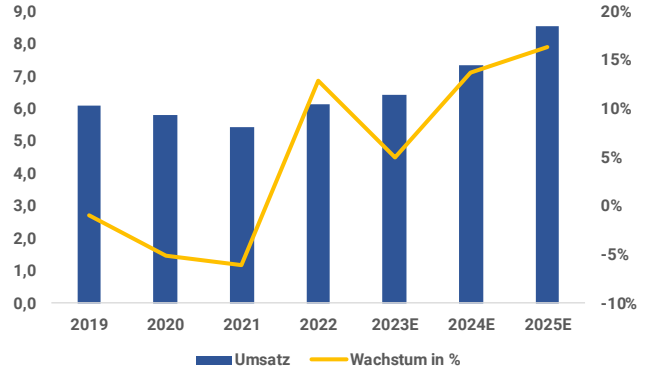
Ausgewählte Immobilienkennzahlen:

Immobilienkennzahlen		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Anzahl der Objekte	Anzahl	16	16	16	17	19	21	23
Mietfläche	in m²	32.124	31.978	31.733	34.584	38.653	42.721	46.790
Tatsächliche Nettomieten	in CHF Mio.	6,11	5,80	5,45	6,15	6,46	7,36	8,57
Miete / m² / Monat	in CHF	15,85	15,12	14,31	14,83	13,93	14,35	15,26
Vermietungsquote	in %	na	86,9%	89,6%	94,5%	95,5%	96,5%	97,5%
Wert der Immobilie	in CHF Mio.	152,3	156,7	166,8	188,5	212,3	239,4	266,8
Brutto-Rendite	in %	4,0%	3,7%	3,3%	3,3%	3,0%	3,1%	3,2%
LTV	in %	70,6%	67,9%	63,3%	60,4%	60,4%	60,1%	59,5%
NAV	**in CHF**	**13,72**	**12,84**	**15,49**	**15,56**	**16,46**	**17,09**	**17,80**

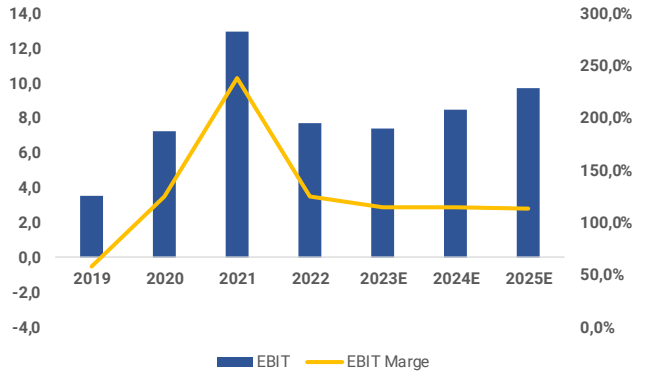
Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch

Ausgewählte G&V-Kennzahlen:

Umsatz in CHF Mio. / Umsatzwachstum in %



EBIT in CHF Mio. / EBIT-Marge in %



Quelle: Unternehmensangaben, AlsterResearch

Aktuelles

H1 2023 Ergebnisse

Swiss Estates hat am 29.09.2023 die Halbjahreszahlen veröffentlicht. Der Gewinn für das erste Halbjahr 2023 beläuft sich auf Ebene Swiss GAAP FER (ungeprüft) auf CHF 0,73 Mio. (Vorjahr CHF 0,93 Mio.), das Halbjahresergebnis vor Steuern auf CHF 0,70 Mio. (Vorjahr CHF 0,85 Mio.), das Eigenkapital nach latenten Steuern auf CHF 62,3 Mio. (Vorjahr CHF 61,5 Mio.), der innere Wert (NAV) pro Aktie/PS mit Nennwert von CHF 5.00 beläuft sich somit auf CHF 15.02 (Vorjahr CHF 15.05).

Bemerkenswert erscheint, dass der Nettoliegenschaftsertrag von CHF 2,97 Mio. auf CHF 3,10 Mio. angestiegen ist, was einer Zunahme von 4.5% entspricht, wohlgemerkt ohne die Mieterträge der neuen Wohnungen in Rüthi SG und ohne die Auswirkungen der im ersten Halbjahr 2023 mit Wirkung zum 01.10.2023 ausgesprochenen Mieterhöhungen aufgrund des angestiegenen Referenzzinssatzes. Auf das gesamte Jahr sollte die Mietsteigerung demnach noch deutlicher ausfallen.

Die folgende Tabelle zeigt die halbjährliche Performance von **Swiss Estates AG**:

P&L data	H2 2019	H1 2020	H2 2020	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023
Sales	3,0	3,2	2,6	2,6	2,8	3,0	3,2	3,1
yoy growth in %	-1,3%	2,9%	-13,4%	-19,2%	10,3%	14,1%	11,9%	4,5%
Gross profit	2,5	2,9	1,8	2,3	2,2	2,4	2,6	2,6
Gross margin in %	82,5%	89,3%	69,6%	89,6%	76,3%	82,4%	82,1%	83,1%
EBITDA	1,8	2,0	5,3	1,5	11,5	1,6	6,1	1,8
EBITDA margin in %	60,0%	61,5%	204,6%	57,6%	404,6%	55,5%	190,9%	56,7%
EBIT	1,8	2,0	5,3	1,5	11,5	1,6	6,1	1,8
EBIT margin in %	60,0%	61,5%	204,2%	57,5%	404,3%	55,2%	190,7%	56,5%
EBT	0,5	0,9	3,3	0,4	10,2	0,6	4,7	0,7
taxes paid	-0,6	0,2	0,9	0,0	2,0	-0,3	2,0	0,0
tax rate in %	-116,0%	22,3%	27,4%	3,7%	19,8%	-55,7%	43,0%	3,7%
net profit	1,1	0,7	2,4	0,3	8,3	-3,2	6,8	0,7
yoy growth in %	na%	594,1%	113,7%	-60,4%	244,6%	na%	-17,5%	na%
EPS	**0,33**	**0,19**	**0,60**	**0,84**	**1,31**	**-0,69**	**1,47**	**0,16**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Neue Partizipationsscheine

Die Gesellschaft ist derzeit bestrebt die Partizipationsscheine nebst dem bereits bestehenden Listing an der Börse Düsseldorf im Primärmarkt auf an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) und auch im Xetra in den Handel einbeziehen zu lassen. Dies einerseits um die notwendige Liquidität in diesem Titel zukünftig sicher zu stellen; andererseits aber auch im Hinblick darauf, dass man aufgrund der neuen Möglichkeit bis zum zehnfachen des Aktienkapitals Partizipationskapital ausgeben zu können auch in bis zu diesem Umfang neue Partizipationsscheine ausgeben wird. Diese Wertpapiere werden voraussichtlich in mehreren Tranchen bei der Akquisition von neuen Wohnimmobilien in der Schweiz teilweise zahlungshalber ausgegeben und sollen anschließend auf den neuen Handelsplätzen liquide gehandelt werden können. Ein direktes öffentliches Angebot zur Zeichnung von Partizipationsscheinen wird es nicht geben.

Dividende

Der Verwaltungsrat der Gesellschaft wird der Generalversammlung (Hauptversammlung) vorschlagen eine Dividende auszuschütten, welche wie bereits erwähnt vorrangig der Partizipanten zukommt. Die genaue Höhe der Dividende wird sich aus dem Jahresabschluss im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen ergeben, sollte aber als untere Grenze im Bereich von drei Prozent und maximal bei 6 Prozent (zum Nominalwert) liegen.

SWOT-Analyse

Stärken

- Management mit mehr als 20 Jahren Track Rekord beim Aufbau eines hochwertigen Immobilienportfolios
- Expertise in der Erhöhung von Mieten und Reduzierung von Leerständen
- Ausgeprägte Kenntnisse über Mikrostandorte in der Schweiz
- Solide Bilanz mit moderatem LTV von rund 60%
- Expertise in wertsteigernden Maßnahmen wie z.B. Renovierungen oder Dachgeschoßausbau
- Langfristiges Kreditportfolio - 40% der Kredite laufen länger als 2028

Schwächen

- Außenstehende Investoren mit eingeschränkten Stimmrechten
- Geringe Liquidität des Aktienkapitals

Chancen

- Fokus auf die Schweiz, die im Vergleich zur EU oder zum US-Markt nur geringe Zinserhöhungen zu verzeichnen hat
- Nettozuwanderung führt zu anhaltender Wohnungsknappheit
- Der Zugang zum Kapitalmarkt könnte helfen, frisches Kapital zu beschaffen, um weitere Akquisitionen zu tätigen
- Signifikanter Abschlag auf den inneren Wert (NAV)

Bedrohungen

- Wirtschaftliche Rezessionen oder Finanzkrisen können zu einer geringeren Nachfrage nach Immobilien führen und sich negativ auf die Immobilienwerte auswirken.
- Änderungen in der Flächennutzungsplanung, den Bauvorschriften oder den Steuervorschriften können die Durchführbarkeit und Rentabilität von Projekten beeinträchtigen.
- Ein intensiver Wettbewerb im Immobiliensektor kann zu Preisdruck und geringeren Gewinnspannen führen.
- Änderungen der Zinssätze können sich auf die Finanzierungskosten für Immobilienprojekte auswirken und die Nachfrage nach Immobilien beeinflussen.

Bewertung

Grundsätzliche Anmerkungen

Wie bereits erwähnt, hat die Swiss Estates mehrere Aktiengattungen ausstehen. Diese umfassen, neben den nicht börsengelisteten **Stimmrechtsaktien**, die in CHF denominierten **Namenaktien**, sowie die **Partizipationsscheine**. Letztere sind sowohl in CHF als auch in EUR handelbar. Mit knapp 62% Anteil am Stammkapital stellen die Partizipationsscheine die größte Aktiengattung dar, weshalb wir uns bei der Bewertung auf diese Scheine – und zwar die liquideren CHF denominierten Papiere - konzentrieren.

2022 - in CHFm	Nennwert in CHF	Anzahl Aktien	Stamm-kapital	%-Anteil
Stimmrechtsaktien	0,50	1,75	0,88	3,8%
Namenaktien	5,00	1,62	8,09	34,8%
Partizipationsscheine	5,00	2,86	14,31	61,5%
Gesamt		**4,66**	**23,28**	

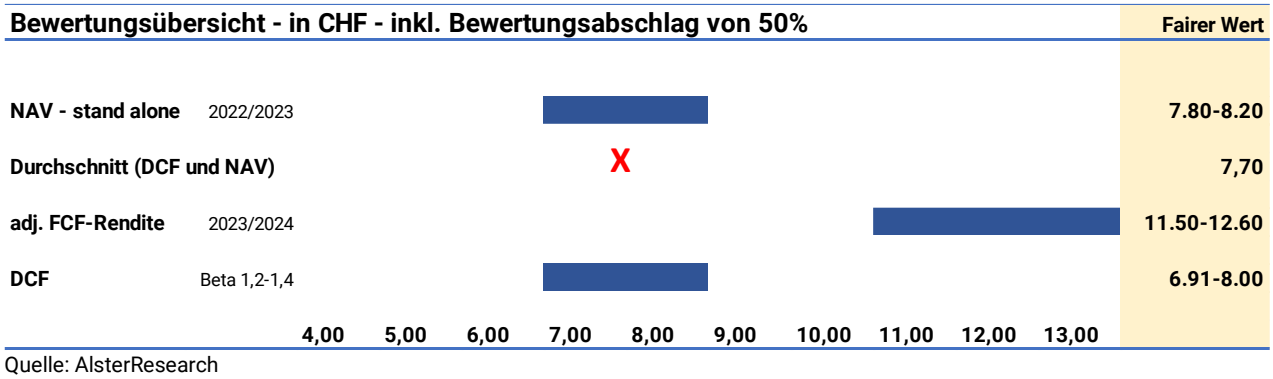
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Als weitere grundsätzliche Bemerkung ist zu erwähnen, dass wir bei der Ermittlung des fairen Wertes der Partizipationsscheine einen **Bewertungsabschlag von pauschal 50%** angesetzt haben. Hintergrund ist der, dass die Partizipationsscheine mit gewissen Vor- und Nachteilen ausgekleidet sind. So erhalten die Partizipationsscheine zwar eine präferierte Behandlung bei zukünftigen Dividendenauszahlungen. Auf der anderen Seite haben Partizipationsscheine keine Stimmrechte. Somit sind die Papiere mit Vorzugsaktien in Deutschland zu vergleichen, weisen aber ebenfalls gewisse Charakteristika von Anleihen auf.

Wir haben eine Reihe von Bewertungsmethoden zur Herleitung des fairen Wertes der Swiss Estates herangezogen. Diese sind

1. **DCF Model**
2. **Adj. FCF Rendite Methodik**
3. **Stand alone -NAV Betrachtung**

Die folgende Grafik gibt eine Übersicht über die abgeleiteten fairen Werte je Partizipationsscheins. Inklusive des oben genannten Bewertungsabschlags von 50% ergeben sich Werte zwischen CHF 6.91 und CHF 12.60:



Quelle: AlsterResearch

ResearchHub

AlsterResearch

DCF Model (ohne Bewertungsabschlag)

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **CHF 16,00** pro Aktie:

Umsatzwachstum: Wir gehen davon aus, dass Swiss Estates AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2023E-2030E bei 8,7% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

ROCE. Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 3,7% in 2023E bis auf 4,4% in 2030E.

WACC. Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,40. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,20. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,9%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 0,5 ergibt sich ein langfristiger WACC von 9,2%.

DCF (in Mio. CHF) (außer Daten je Aktie und Beta)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Endwert
NOPAT	6,1	6,9	8,0	8,9	9,4	9,6	9,8	10,0	
Abschreibung & Amortis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Änderung des w/c	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	
Änderung Rückstellungen	-3,7	-2,1	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,1	
Capex	-20,0	-25,0	-25,0	-10,0	-10,0	-7,0	-5,0	0,0	
Cash flow	-17,8	-20,0	-19,1	-3,5	-3,2	-0,2	1,9	6,9	98,4
Barwert (Gegenwartswert)	-17,4	-17,8	-15,5	-2,6	-2,2	-0,1	1,1	3,6	52,1
WACC	9,9%	9,9%	10,0%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,2%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	1,2
Adj. Halbjahres-Barwert	1,2
Nettoverschuldung	115,4
Finanzanlagen	188,6
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	74,5
Anzahl ausstehender Aktien	4,7
Discontierter Cash Flow / Aktie	**16,00**
Discount / (Prämie)	**741,9%**
Aktienkurs in CHF	**1,90**

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2023E-2030E)	8,7%
Endwert Wachstum (2030E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	4,4%
Endwert WACC	9,2%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	1,40
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,20
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
Relevered beta	1,65
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	11,9%

Sensitivitätsanalyse DCF

WACC \ Langfristige Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
2,0%	11,6	12,0	12,5	13,0	13,6
1,0%	12,9	13,4	14,0	14,7	15,4
0,0%	14,5	15,2	16,0	16,9	18,0
-1,0%	16,6	17,6	18,7	20,1	21,7
-2,0%	19,5	20,9	22,6	24,7	27,2

Anteil Endwert	
2023E-2026E	-4.516,9%
2027E-2030E	199,4%
Endwert	4.417,5%

Quelle: AlsterResearch

ResearchHub

FCF-Rendite (ohne Bewertungsabschlag)

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt. **Die bereinigte freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen CHF 23,06 je Aktie auf der Grundlage von 2023E und CHF 32,55 je Aktie auf der Grundlage von 2027E Schätzungen.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite CHF Mio.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	**7,5**	**6,4**	**7,4**	**8,4**	**9,0**
- Erhaltungsinvestitionen	3,8	2,1	2,4	2,7	2,8
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6
= Adjustierter FCF	**2,7**	**3,2**	**3,8**	**4,3**	**4,6**
Aktuelle MarketCap	**12,8**	**12,8**	**12,8**	**12,8**	**12,8**
+ Nettoversch. (-cash)	135,1	159,0	182,9	191,6	200,0
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm-gegenstände	212,3	239,4	266,8	279,5	292,3
- Kumulierte Dividenden	0,0	1,6	3,5	5,6	7,6
EV Adjustierungen	-77,3	-82,0	-87,4	-93,5	-99,9
= Richtiger EV	**-64,4**	**-69,2**	**-74,6**	**-80,7**	**-87,0**
Adjustierte FCF-Rendite	**-4,3%**	**-4,7%**	**-5,2%**	**-5,4%**	**-5,3%**
Basis Hurdle Rate	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Fairer EV	**34,3**	**40,3**	**48,1**	**54,2**	**57,5**
- EV Adjustierung	-77,3	-82,0	-87,4	-93,5	-99,9
Faire MarketCap	**111,5**	**122,3**	**135,5**	**147,7**	**157,4**
Anzahl Aktien (Mio.)	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Fairer Wert je Aktie CHF	**23,06**	**25,28**	**28,01**	**30,53**	**32,55**
Prämie (-) / Discount (+)	**767,2%**	**847,7%**	**946,6%**	**1.037,9%**	**1.111,1%**

Sensitivitätsanalyse fairer Wert					
Adj. Hurdle Rate	6,0%	26,4	29,1	32,5	35,6	37,9
	7,0%	25,0	27,5	30,6	33,4	35,6
	8,0%	**24,0**	**26,3**	**29,1**	**31,7**	**33,8**
	9,0%	23,1	25,3	28,0	30,4	32,4
	10,0%	22,5	24,5	27,0	29,4	31,3

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 8,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

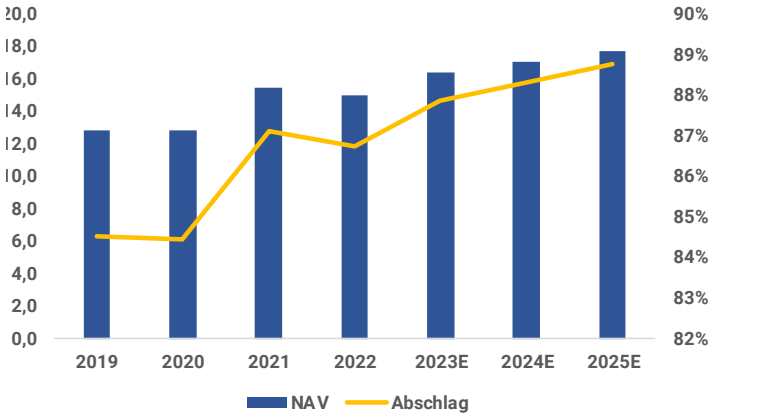
ResearchHub

NAV Betrachtung (ohne Bewertungsabschlag)

Der innere Wert der Gesellschaft betrug zum Ende des Jahres 2022 CHF 15,05. Gemessen an dem Wert der Partizipationsscheine entspricht der derzeitige Aktienkurs ein signifikanten Abschlag zum NAV von knapp 87%.

Unsere moderate Finanzplanung sieht vor, dass der NAV auch in den kommenden Jahren stetig weiter wachsen sollte. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses würde sich der Abschlag zum NAV sogar noch weiter vergrößern.

NAV (ls in CHF) and aktueller Abschlag (rs in %)

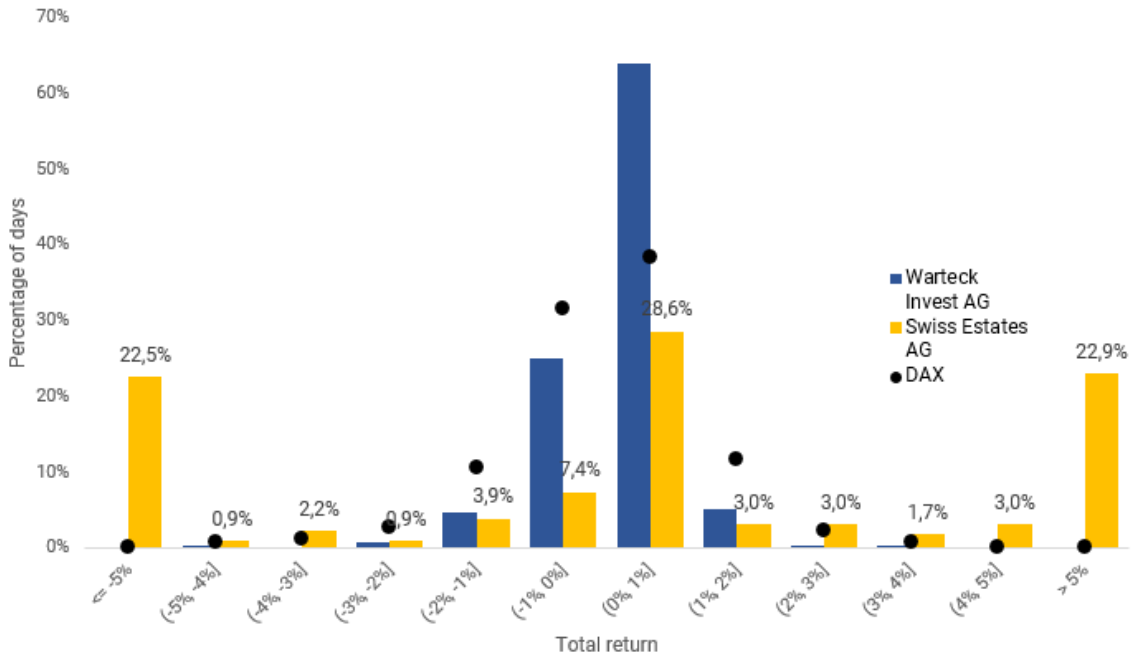


Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Swiss Estates AG** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für Warteck Invest AG. Wir haben auch die Verteilung für den Index DAX einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für Swiss Estates AG war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 08.01.2021 mit einem Kursrückgang von -44,3%. Der beste Tag war der 23.08.2022, als der Aktienkurs um 88,0% stieg.

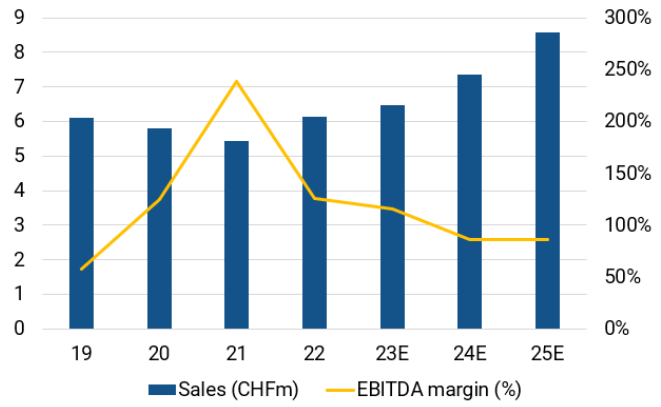
Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



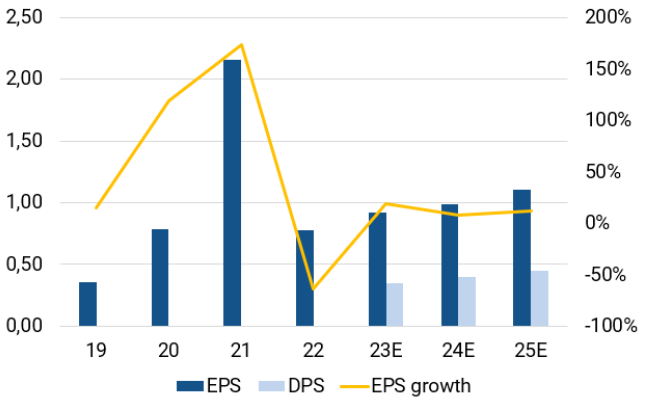
Quelle: Sentieo, AlsterResearch

Finanzkennzahlen in Sechs Grafiken

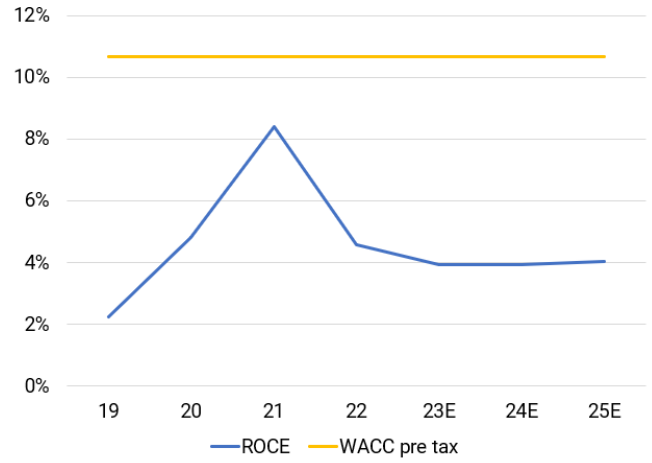
Umsatz vs. EBITDA Margen Entwicklung



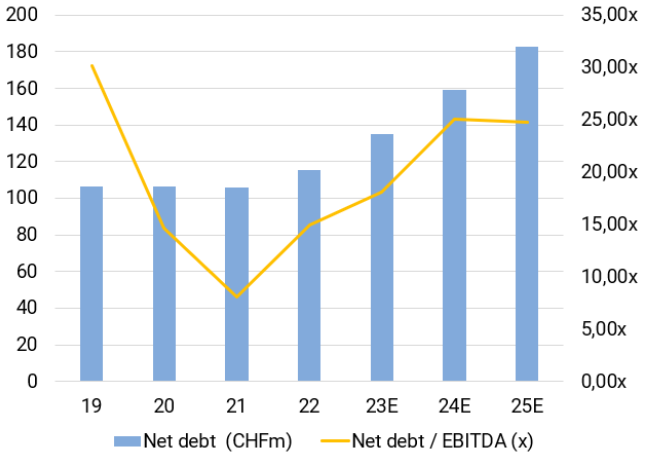
EPS, DPS in CHF & EPS-Wachstum



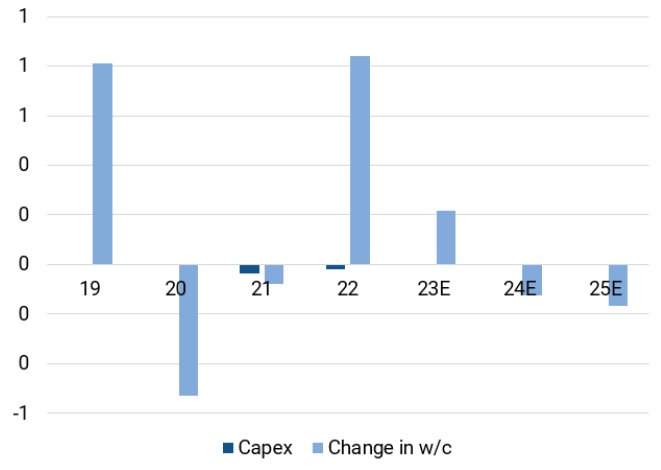
ROCE vs. WACC (pre tax)



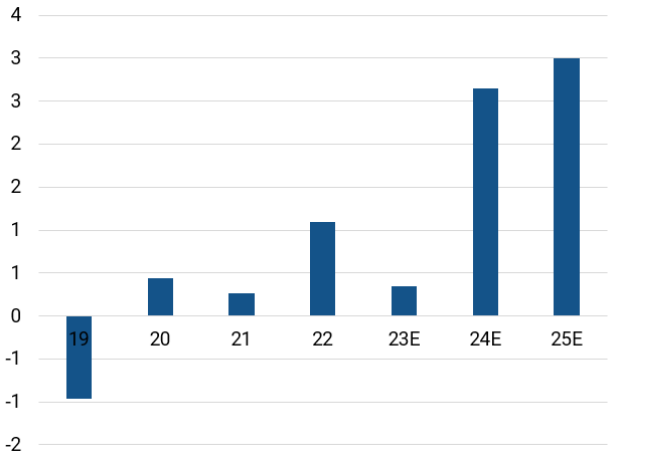
Net debt and net debt/EBITDA



Capex & chgn in w/c requirements in CHFm



Free Cash Flow in CHFm



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

AlsterResearch

Anhang



Egnacherstraße 69-79
9320 Arbon

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	4,583 m²
JNKM	CHF 0,48 Mio.



Bahnhofstraße 31,33,35,39
2540 Grenchen

Objekttyp	Wohn-/ Geschäftshaus
vermietbare Fläche	3,418 m²
JNKM	CHF 0,48 Mio.



Bettlachstraße 34,36, Kapellstr. 3
2540 Grenchen

Objekttyp	Wohn-/ Geschäftshaus
vermietbare Fläche	2,032 m²
JNKM	CHF 0,31 Mio.



Centralstraße 45
2540 Grenchen

Objekttyp	Wohn-/ Geschäftshaus
vermietbare Fläche	474 m²
JNKM	CHF 0,09 Mio.



Lagerstraße 18
3360 Herzogenbuchsee

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	527 m²
JNKM	CHF 0,07 Mio.



Lagerstraße 41
3360 Herzogenbuchsee

Objekttyp	Gewerbe
vermietbare Fläche	2,366m²
JNKM	CHF 0,16 Mio.



Buhwillerstraße 21
8575 Istighofen

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	516 m²
JNKM	CHF 0,11 Mio.



Eichmatt 2-8 ger., 18-24 ger.
3326 Krauchthal

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	800 m²
JNKM	CHF 0,11 Mio.



Juchstraße 13,15,17
9548 Matzingen

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	1,470 m²
JNKM	CHF 0,25 Mio.



Oltenstraße 10b-10e
4538 Oberbipp

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	520 m²
JNKM	CHF 0,67 Mio.



Rebbergstraße 74
8102 Oberengstringen

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	330m²
JNKM	CHF 0,92 Mio.



Schiessplatzweg 16,18,24-30 ger.
3072 Ostermundigen

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	3,300m²
JNKM	CHF 0,79 Mio.



Route du Mont 1-3
1008 Prilly

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	3,022m²
JNKM	CHF 0,88 Mio.



Badenerstraße 288-296
8004 Zürich

Objekttyp	Wohn-/ Geschäftshaus
vermietbare Fläche	5,672m²
JNKM	CHF 1,65 Mio.



Rautistraße 10, 10a, 10b
8047 Zürich

Obejkttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	2,386 m²
JNKM	CHF 0,76 Mio.



Regensbergstraße 92
8050 Zürich

Objekttyp	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	481 m²
JNKM	CHF 0,13 Mio.



Büchelstraße 8, 8a, 8b
9464 Rüthi SG

Wohnen	Wohnliegenschaft
vermietbare Fläche	2,688 m²
JNKM	CHF 0,71 Mio.

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. CHF)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	**5,8**	**5,4**	**6,2**	**6,5**	**7,4**	**8,6**
Umsatzwachstum	-5,0%	-6,1%	13,0%	5,0%	13,8%	16,5%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamumsatz	**5,8**	**5,4**	**6,2**	**6,5**	**7,4**	**8,6**
Materialaufwendungen	1,1	0,9	1,1	1,1	1,3	1,5
Bruttogewinn	**4,7**	**4,5**	**5,1**	**5,3**	**6,1**	**7,1**
Sonstige betriebliche Erträge	4,1	10,1	4,3	3,8	2,1	2,4
Personalaufwendungen	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
EBITDA	**7,3**	**13,0**	**7,7**	**7,5**	**6,4**	**7,4**
Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	7,3	13,0	7,7	7,5	8,5	9,8
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**7,3**	**13,0**	**7,7**	**7,5**	**8,5**	**9,8**
Finanzergebnis	-3,0	-2,4	-2,4	-2,2	-2,9	-3,5
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	4,3	10,6	5,3	5,2	5,6	6,3
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	4,3	10,6	5,3	5,2	5,6	6,3
Steuern	1,1	2,0	1,7	0,9	1,0	1,1
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	3,1	8,6	3,6	4,3	4,6	5,2
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	**3,1**	**8,6**	**3,6**	**4,3**	**4,6**	**5,2**
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	3,1	8,6	3,6	4,3	4,6	5,2
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	3,97	3,97	4,66	4,66	4,66	4,66
Gewinn pro Aktie (berichtet)	**0,79**	**2,15**	**0,77**	**0,92**	**0,99**	**1,11**

Profit and loss (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gesamumsatz	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Materialaufwendungen	19%	17%	18%	18%	18%	18%
Bruttogewinn	**81%**	**83%**	**82%**	**83%**	**83%**	**83%**
Sonstige betriebliche Erträge	71%	185%	69%	58%	29%	28%
Personalaufwendungen	18%	20%	17%	17%	17%	16%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8%	9%	9%	9%	9%	8%
EBITDA	**125%**	**239%**	**126%**	**115%**	**86%**	**86%**
Abschreibung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITA	125%	239%	125%	115%	115%	114%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	**125%**	**239%**	**125%**	**115%**	**115%**	**114%**
Finanzergebnis	-52%	-44%	-39%	-35%	-39%	-41%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	73%	194%	86%	81%	76%	73%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	73%	194%	86%	81%	76%	73%
Steuern	19%	37%	28%	15%	14%	13%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	54%	157%	59%	66%	62%	60%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	**54%**	**157%**	**59%**	**66%**	**62%**	**60%**
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	**54%**	**157%**	**59%**	**66%**	**62%**	**60%**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in CHF Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Immaterielle Vermögenswerte	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzielle Vermögenswerte	156,8	166,9	188,6	212,3	239,4	266,8
ANLAGEVERMÖGENEN	**156,8**	**166,9**	**188,7**	**212,4**	**239,5**	**266,9**
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,4	2,8	1,6	1,6	1,8	2,1
Sonstiges Umlaufvermögen	1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Barmittel	0,2	0,1	0,5	0,5	0,5	0,2
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
UMLAUFVERMÖGEN	**5,1**	**3,5**	**2,9**	**2,8**	**3,1**	**3,2**
AKTIVA	**162,0**	**170,5**	**191,6**	**215,2**	**242,6**	**270,1**
EIGENKAPITAL	**43,6**	**52,1**	**61,5**	**65,7**	**68,7**	**72,0**
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	104,9	103,9	113,8	127,5	142,5	157,1
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	0,9	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
Langfristige Verbindlichkeiten	**105,8**	**104,3**	**114,1**	**127,9**	**142,9**	**157,7**
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1,7	1,9	2,1	8,0	17,0	26,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,5	1,8	1,5	1,8	2,1
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	2,5	2,1	0,9	1,0	1,1	1,3
Latente Steuern	7,5	9,4	10,9	10,9	10,9	10,9
Passive Rechnungsabgrenzung	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**12,6**	**14,1**	**15,9**	**21,6**	**30,9**	**40,4**
PASSIVA	**162,0**	**170,5**	**191,6**	**215,2**	**242,6**	**270,1**

Bilanz (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Immaterielle Vermögenswerte	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finanzielle Vermögenswerte	97%	98%	98%	99%	99%	99%
ANLAGEVERMÖGENEN	**97%**	**98%**	**98%**	**99%**	**99%**	**99%**
Vorräte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Sonstiges Umlaufvermögen	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Barmittel	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	0%	0%	0%	0%	0%
UMLAUFVERMÖGEN	**3%**	**2%**	**2%**	**1%**	**1%**	**1%**
AKTIVA	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
EIGENKAPITAL	**27%**	**31%**	**32%**	**31%**	**28%**	**27%**
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	65%	61%	59%	59%	59%	58%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Verbindlichkeiten	**65%**	**61%**	**60%**	**59%**	**59%**	**58%**
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1%	1%	1%	4%	7%	10%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2%	1%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuern	5%	6%	6%	5%	4%	4%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**8%**	**8%**	**8%**	**10%**	**13%**	**15%**
PASSIVA	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

ResearchHub

Cash flow statement (CHF Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Jahresüberschuss/Verlust	3,1	8,6	3,6	4,3	4,6	5,2
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-3,2	-8,3	-1,7	-3,7	-2,1	-2,3
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-0,1	0,3	1,9	0,6	2,5	2,8
Veränderung des Bestands	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0,0	1,1	0,5	0,0	-0,2	-0,3
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,3
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	0,5	-1,1	-1,4	0,0	0,1	0,2
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	0,5	0,1	-0,8	-0,2	0,1	0,2
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	**0,4**	**0,3**	**1,1**	**0,4**	**2,6**	**3,0**
CAPEX	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-0,3	0,0	0,0	-20,0	-25,0	-25,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	**-0,3**	**-0,0**	**-0,0**	**-20,0**	**-25,0**	**-25,0**
Mittelfluss vor Finanzierung	0,1	0,3	1,1	-19,6	-22,4	-22,0
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	-1,2	-0,8	-0,7	19,6	23,9	23,7
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,9
Sonstige	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	**-1,2**	**-0,8**	**-0,7**	**19,6**	**22,3**	**21,8**
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-1,1	-0,5	0,4	-0,0	-0,0	-0,2
Flüssige Mittel am Ende der Periode	**0,2**	**0,1**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,2**

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Immobilienkennzahlen (CHF Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Anzahl Immobilien	16	16	17	19	21	23
Mietfläche	31.978	31.733	34.584	38.653	42.721	46.790
IST-Nettomieten in CHF Mio.	5,8	5,4	6,2	6,5	7,4	8,6
Potential-Nettomieten in CHF Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vermietungsquote in %	86,9%	89,6%	94,5%	95,5%	96,5%	97,5%
Marktwert in CHF Mio.	156,7	166,8	188,5	212,3	239,4	266,8
IST-Nettomietrenditen in %	3,7%	3,3%	3,3%	3,0%	3,1%	3,2%
WAULT in Jahren	na	na	na	na	na	na
NAV in CHF	12,8	15,5	15,6	16,5	17,1	17,8
LTV	67,9%	63,3%	60,4%	60,4%	60,1%	59,5%

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	0,79	2,15	0,77	0,92	0,99	1,11
Cash Flow pro Aktie	0,11	0,08	0,24	-0,73	0,11	0,13
Buchwert pro Aktie	10,96	13,12	13,22	14,12	14,75	15,46
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,35	0,40	0,45
Bewertung						
KGV	2,4x	0,9x	2,5x	2,1x	1,9x	1,7x
Kurs/CF	17,3x	24,9x	7,9x	-2,6x	16,8x	14,6x
Preis/Buchwert	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	12,7%	14,5%	16,3%
FCF-Rendite (%)	5,8%	4,0%	12,6%	-38,6%	6,0%	6,8%
Unternehmenswert/Umsatz	20,5x	21,8x	20,8x	22,9x	23,4x	22,9x
Unternehmenswert/EBITDA	16,4x	9,1x	16,6x	19,8x	27,1x	26,6x
Unternehmenswert/EBIT	16,4x	9,1x	16,6x	19,8x	20,3x	20,0x
G&V (CHF Mio.)						
Umsatz	5,8	5,4	6,2	6,5	7,4	8,6
Wachstum Veränderung (%)	-5,0%	-6,1%	13,0%	5,0%	13,8%	16,5%
Rohertrag	4,7	4,5	5,1	5,3	6,1	7,1
Rohertragsmarge (%)	80,5%	82,6%	82,2%	82,5%	82,5%	82,5%
EBITDA	7,3	13,0	7,7	7,5	6,4	7,4
EBITDA Marge (%)	125,1%	238,9%	125,5%	115,4%	86,4%	86,1%
EBIT	7,3	13,0	7,7	7,5	8,5	9,8
EBIT Marge (%)	125,0%	238,7%	125,3%	115,4%	115,2%	114,0%
Jahresüberschuss	3,1	8,6	3,6	4,3	4,6	5,2
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	0,4	0,3	1,1	0,4	2,6	3,0
Investitionen	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	3,8	2,1	2,4
Freier Cash Flow	0,4	0,3	1,1	0,4	2,6	3,0
Bilanz (CHF Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	43,6	52,1	61,5	65,7	68,7	72,0
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	107,5	106,2	116,3	135,9	159,9	183,7
Netto-Finanzverbindlichkeiten	106,3	105,7	115,4	135,1	159,0	182,9
w/c Anforderungen	2,6	2,3	-0,2	0,0	0,1	0,1
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,2%	16,4%	5,9%	6,5%	6,7%	7,2%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	4,8%	8,2%	4,3%	3,7%	3,7%	3,8%
Nettoverschuldung	244,1%	202,8%	187,5%	205,5%	231,5%	254,1%
Nettoverschuldung / EBITDA	14,6x	8,1x	14,9x	18,1x	25,0x	24,8x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

(1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,

(2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Recherchеberichts getroffen hat,

(3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,

(4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,

(5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,

(6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,

(7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,

(8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
Swiss Estates AG	2, 8

Haftungsausschluss

1. Allgemeine Informationen/Haftung Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.
Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.
Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.
Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten.
Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potentielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

2. Verantwortlichkeiten Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Recherchеberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Recherchеberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

3. Organisatorische Vorkehrungen Die SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Recherchеberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Recherchеberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter https://www.alsterresearch.com.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

Spekulatives Kaufen: Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

Kaufen: Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

Verkaufen: Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

Halten: Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der SRH AlsterResearch AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Recherchеberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:
5-Oct-23 09:34:05

6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten ist besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

7. Wichtigste Informationsquellen Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

8. Zuständige Aufsichtsbehörde Die SRH AlsterResearch AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

10. Sonstiges Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: https://www.alsterresearch.com.

Kontakt

SRH AlsterResearch AG
Mittelweg 142
20148 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: info@alsterresearch.com

Sales

MARKUS KÖNIG-WEISS
Head of Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: mkw@alsterresearch.com

Team Assistant

HANNAH GABERT
Team Assistant
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.gabert@alsterresearch.com

Research

HARALD HOF
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-53
E-Mail: h.hof@alsterresearch.com

LEON MÜHLENBRUCH
Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: l.muehlenbruch@alsterresearch.com

LEVENT YILMAZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-135
E-Mail: l.yilmaz@alsterresearch.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@alsterresearch.com

DR. OLIVER WOJAHN, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-55
E-Mail: o.wojahn@alsterresearch.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@alsterresearch.com

mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbucher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Equity Capital Markets / Trading

KAI JORDAN
Member of the Board
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

ALEXANDER DEUSS
Head of Institutional Sales
Tel: +49 40 36 0995- 22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995 - 23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

RESEARCH HUB	www.research-hub.de
BLOOMBERG	www.bloomberg.com
FACTSET	www.factset.com
THOMSON REUTERS / REFINITIV	www.refinitiv.com
CAPITALIQ	www.capitaliq.com