

### Espace Real Estate Holding AG

#### Einschätzung

- Die Espace Real Estate Holding AG (Espace) ist eine solide finanzierte Immobiliengesellschaft und gehört mit einem Immobilienbestand von knapp 636 Mio. CHF zu den mittelgrossen Firmen des schweizerischen Immobiliensektors.
- Die Geschäftstätigkeit ist auf die Kantone Aargau, Bern, Luzern, Schaffhausen und Solothurn ausgerichtet, in denen mindestens 75% der von der Gesellschaft gehaltenen Immobilien liegen.
- Die Firmenstrategie fokussiert klar auf die langfristige Erzielung von Gewinnen und weniger auf kurzfristige Gewinnmaximierungen.
- Der Anteil an Wohnimmobilien von 33.5% am Portfolio auf der Basis der Sollmieterträge ist derzeit noch tief. Er wird jedoch laufend ausgebaut.
- Auch in Zukunft werden die hohen Baulandreserven der Gesellschaft mit eigenen Wohnbauprojekten rentabilisiert.
- **Unter Berücksichtigung des Buchwerts sind die Aktien bei einem aktuellen Kurs von 150.0 CHF mit einem kleinen Discount von 1.6% nicht überteuert. Die Dividendenrendite fällt mit 3% durchschnittlich aus. Langfristig agierende Anleger dürften jedoch mit der Fertigstellung der Neubauprojekte in den nächsten zwei Jahren von höheren Erträgen aus der Vermietung und höheren Gewinnen profitieren. Bei einer möglichen Wertkorrektur am Immobilienmarkt sollten die Objekte von Espace wegen langjähriger Mietverträge weniger gefährdet sein. Für Investoren mit einem längeren Anlagehorizont bleiben die Titel interessant, insbesondere, da die Ausschüttungen auch in Zukunft für Privatpersonen steuerfrei aus Kapitaleinlagereserven getätigt werden können und eine Erhöhung ab 2020 erwartet werden kann.**

#### Unternehmenszahlen

(in Tsd. CHF)

	2016	2015	2014
<b>Umsatz</b>	34'702	31'874	38'278
<i>Umsatzwachstum in %</i>	8.9	-16.7	19.2
<b>Mieterträge</b>	32'244	31'252	30'682
<b>Erträge aus Immobilienhandel</b>	2'324	520	7'174
<b>EBIT ohne Neubewertungseffekte</b>	24'603	22'365	26'295
<b>Neubewertungseffekte</b>	-916	-665	-1'640
<b>EBIT mit Neubewertungseffekten</b>	23'687	21'700	24'655
<b>Reingewinn</b>	11'692	12'279	11'684
<i>Reingewinn-Wachstum in %</i>	-4.8	5.1	13.2
<b>Ausgewiesenes Eigenkapital</b>	294'432	265'440	260'754
<b>EK-Quote in %</b>	44.8	41.1	42.8

Quelle: Geschäftsberichte 2014-2016

**Datum: 19.10.2017**

Branche: Immobilien

Autor: Holger Geissler

#### Namenaktien (Nominal à 10 CHF)

Aktienkurs bez. (06.10.17): **150.00 CHF**

Valor: **255'740**

Anzahl Aktien: **1'931'305**

Marktkapitalisierung: **289.7 Mio. CHF**

Grösste Aktionäre: **Artemis Real Estate AG**

**30.58%, Familie Dr. Christoph M. Müller**

**20.44%, GastroSocial Pensionskasse**

**3.96%, Jean-Marc Villeneuve 3.95%**

#### Kennzahlen je Titel

(in CHF)

	2016	2015
Kurs aktuell / 31.12.15	<b>150.0</b>	<b>149.0</b>
Reingewinn	<b>6.1</b>	<b>7.2</b>
Ausgew. Buchwert	<b>152.5</b>	<b>154.6</b>
Dividende/Ausschüttung*	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
KBV	<b>24.8</b>	<b>20.8</b>
KBV	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
Div.-Rendite in %	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>

\*aus Kapitaleinlagereserven

#### Kursentwicklung



#### Termine

17.05.18 **Generalversammlung**

#### Kontakt

Espace Real Estate Holding AG  
Zuchwilerstrasse 43  
4501 Solothurn  
www.espacereal.ch

VRP: Dr. Christoph M. Müller

CEO: Theodor F. Kocher

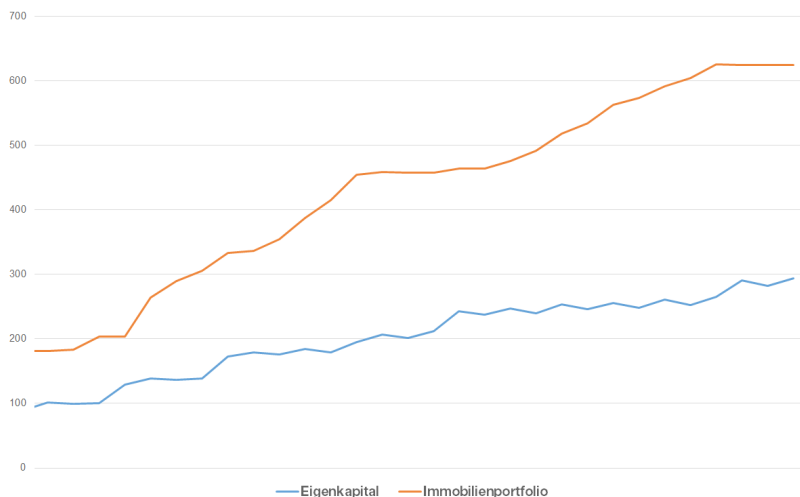
CFO: Isaak Meyer

## Unternehmensportrait

Die Espace wurde im Jahr 2000 gegründet. Im Gegensatz zu zahlreichen anderen Immobiliengesellschaften ging die Firma nur indirekt aus einem früheren Industriebetrieb hervor. Vielfach entstanden Immobilienunternehmen auch aus einer ehemaligen Brauerei, wie dies etwa bei Warsteck Invest der Fall ist. Die ersten Schritte erfolgten mit der Fusion der jungen Gesellschaft im Jahr 2001 mit den Vereinigten Drahtwerken Biel. Die spätere Fusion mit der MAB-Invest SA, welche aus ehemaligen Betriebsstätten und Finanzanlagen bestand, stellte die Weichen für den erfolgreichen Aufbau der Immobiliengesellschaft.

Bei Espace werden alle Immobilienprojekte eigenständig gestaltet, so dass die Summe der Einzelprojekte die Gesellschaft ergibt. Deutlich wird diese Besonderheit etwa bei der Finanzierung. Hier werden jeweils die einzelnen Objekte beliehen, wodurch die jeweiligen Eigenheiten berücksichtigt und die Risiken diversifiziert werden können. Diese kurzfristig aufwendigere Art der Finanzierung trägt langfristig ihre Früchte. So ist die Gesellschaft im Fall von Schwierigkeiten eines Objekts oder bei dem Verkauf eines Objektes nicht gezwungen, die gesamte Fremdfinanzierung anzupassen. Es wird lediglich die Finanzierung für das betroffene Gebäude verändert. Analog präsentiert sich die Situation bei grösseren Investitionen, wo für Finanzierungen der Wettbewerb genutzt werden kann. Durch diese Finanzierungsstrategie ist Espace von einzelnen Finanzinstituten unabhängig. Die nachfolgende Abb. 1 zeigt die Entwicklungsphasen der Gesellschaft:

**Abb. 1: Entwicklung Eigenkapital und Immobilienportfolio 2006-2016**



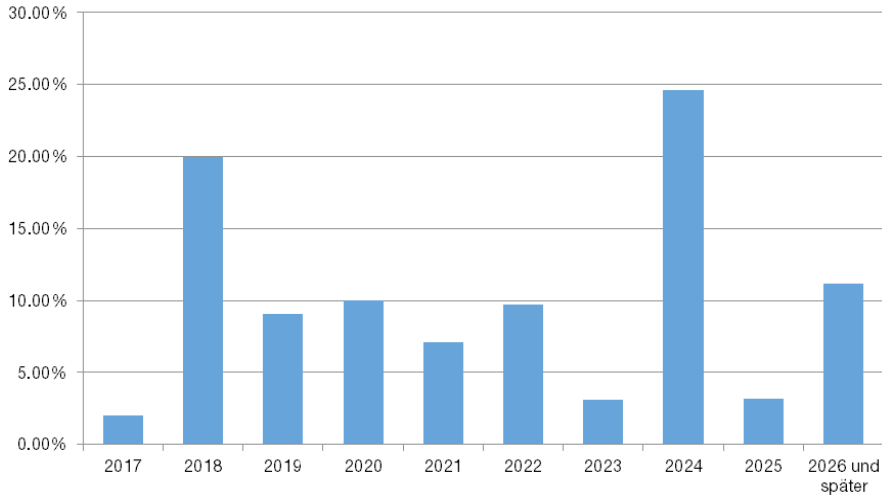
Quelle: Espace Real Estate Holding AG

Die Gesellschaft verfolgt bei der Geschäftstätigkeit einen langfristigen Ansatz. Dies beginnt bereits mit dem Erwerb von Grundstücken, wird bei der Finanzierung fortgesetzt und endet auch bei der Projektentwicklung und der geplanten Nutzung nicht, sondern beinhaltet auch die in einigen Jahren fällige Sanierung einzelner Gebäude. Deutlich wird dies bei der Fälligkeit der langfristigen Mietverträge, wie die nachfolgende Grafik (Abb. 2) verdeutlicht. So sind über 51% aller laufenden längerfristigen Verträge frühestens in fünf Jahren fällig.

«Die Espace Real Estate Holding AG hat ihre Wurzeln in der 2001 erfolgten Fusion mit den Vereinigten Drahtwerken Biel und der MAB-Invest SA Bévillard.»

«Die Gesellschaft verfolgt bei der Geschäftstätigkeit einen langfristigen Ansatz.»

**Abb. 2: Fälligkeit Mietverträge**

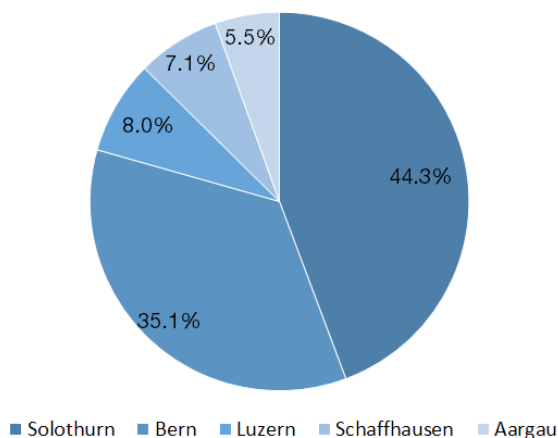


Quelle: Eigene Darstellung

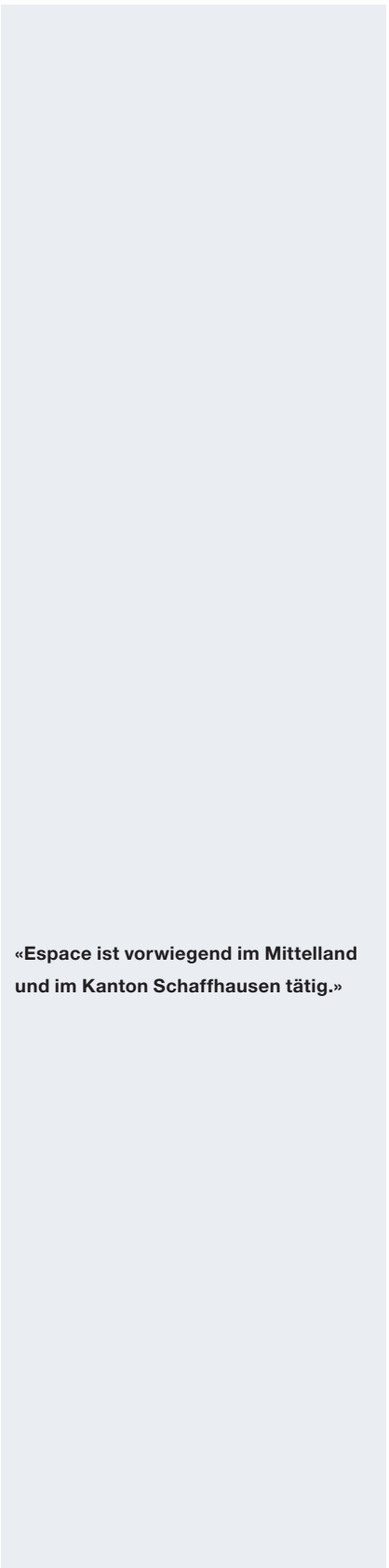
Als Beispiel für die langfristige Entwicklung kann zudem das erste Projekt von Espace, die Überbauung eines ehemaligen Betriebsareals der Drahtwerke in Biel, herangezogen werden. Nach Abklärung der auf dem Areal vorhandenen Altlasten und Ermittlung der Nutzungsmöglichkeiten wurde im Jahr 2002 ein Wettbewerb für die Erstellung eines neuen Nutzungskonzepts ausgeschrieben. Dieses beinhaltete den Bau von Mietobjekten und Eigentumswohnungen in mehreren Etappen. Die Erträge aus der ersten Etappe konnten zur Realisierung der weiteren Projekte eingesetzt werden. Insgesamt vergingen vom Baustart im Jahre 2003 bis zur Fertigstellung von ca. 232 Wohnungen im Jahre 2015 fast zehn Jahre. Auf diesem Areal werden derzeit 65 Wohnungen gebaut. Es besteht weiteres baureifes Land für rund 60 Wohnungen.

Espace ist vorwiegend im Mittelland und im Kanton Schaffhausen tätig. So liegen gemäss der Anlagerichtlinien der Firma mindestens 75% der Immobilien in den Kantonen Aargau, Bern, Luzern, Schaffhausen und Solothurn. Die folgende Darstellung (Abb. 3) veranschaulicht die geografische Lage der Immobilien.

**Abb. 3: Geografische Lage der Immobilien (Basis Marktwerte)**

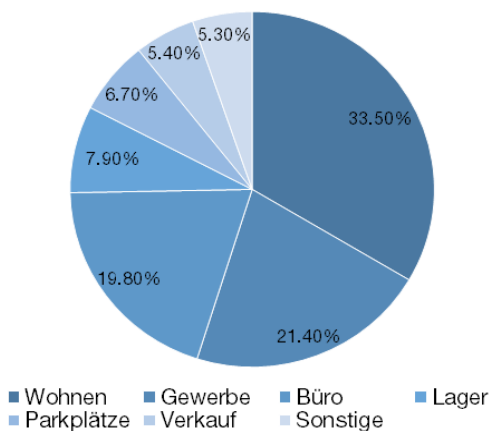


Quelle: Eigene Darstellung



Seit einiger Zeit setzt die Gesellschaft auf den Ausbau des Wohnanteils bei den Liegenschaften und realisiert laufend neue Wohnbauprojekte, vorzugsweise auf eigenem Bauland. So konnte der Anteil der Erträge aus Wohnliegenschaften in den letzten fünf Jahren kontinuierlich von 23.5% auf aktuell 33.5% ausgebaut werden. Wie die folgende Grafik zeigt, ist der Wohnanteil am Gesamtportfolio zwar immer noch eher tief, doch mittlerweile auf ein ansehnliches Niveau gestiegen.

**Abb. 4: Nutzungsart der Liegenschaften (Basis Sollmietwerte)**



Quelle: Eigene Darstellung

Wegen der stark gestiegenen Transaktionspreise für Liegenschaften gab es eine Anpassung der Firmenstrategie. So startete die Gesellschaft im Jahr 2012 unter dem Begriff «Verjüngungskur» eine Aufwertung des Portfolios. Zu den wichtigsten Eckpfeilern dieser Strategie gehören die Sanierung von sanierungswürdigen Objekten, der Abbruch oder der Verkauf nicht sanierungswürdiger Altbauten und der Bau neuer nachhaltiger Renditeliegenschaften. Die Bautätigkeit erfolgt dabei entweder auf den Arealen abgebrochener Gebäude oder auf den von der Gesellschaft gehaltenen Landreserven. Dieser Paradigmenwechsel – weg vom Kauf von Liegenschaften hin zur Erstellung neuer Gebäude – führt zu hohen Investitionen. Der Abbruch und die Sanierung von bestehenden Gebäuden verursachen vorübergehend Ertragsausfälle. Dies belastet kurz- bis mittelfristig die Gewinne, führt aber langfristig zu einer deutlichen Ertragssteigerung.

Einen wichtigen Stellenwert hat die Sanierung eigener Bestandsimmobilien. So wurden in Zuchwil am Amselweg 1, 3 und 5 sowie am Drosselweg 40 alle 154 Wohnungen zwischen 2016 und Herbst 2017 komplett saniert und zum Grossteil bereits wieder neu vermietet.

Aktuell befinden sich mit der zweiten Etappe der Wohnsiedlung „les Amis“ in Biel mit 36 Wohnungen und der Überbauung „Espace Birse“ in Valbirse mit 52 Wohnungen sowie einer weiteren Etappe an der Schwanengasse in Biel mit 65 Wohnungen drei Projekte in Ausführung. Der Bau dieser drei Projekte erfolgt auf Arealen vorher abgebrochener Gebäude.

«Seit einiger Zeit setzt die Gesellschaft auf den Ausbau des Wohnanteils bei den Liegenschaften.»

«Dieser Paradigmenwechsel – weg vom Kauf von Liegenschaften hin zur Erstellung neuer Gebäude – führt zu hohen Investitionen.»

Mit den für 2018 geplanten Neubauten im Umfang von 57 Mio. CHF und Renovationen für 7 Mio. CHF wird der Höhepunkt der Investitionsphase erreicht. Im Folgejahr sinkt die Investitionssumme auf 31 Mio. CHF. Die Summe der bis 2021 geplanten Investitionen inklusive derjenigen für das zweite Semester 2017 beträgt 168 Mio. CHF und umfasst rund 400 Wohnungen. Davon befinden sich derzeit 89 Einheiten im Bau.

## Markt & Wettbewerb

Bislang nur einen geringen Einfluss auf den Immobilienmarkt hat die Aufgabe des Euro-Mindestkurses durch die SNB im Januar 2015. Erste Anzeichen einer Abschwächung, die allerdings nicht dramatisch ausfallen, vermeldet die Baubranche. Genauer beachtet werden sollte allerdings die Entwicklung der Industriebetriebe, die unter der Wechselkursveränderung leiden. Eine zumindest leichte Entspannung bringt der Anstieg des Euro-Kurses in den letzten Wochen.

Insgesamt sind landesweit frei werdende Gewerbeobjekte schwieriger zu vermieten, als dies noch vor der Veränderung der Wechselkurse der Fall war. Dabei handelt es sich meist um Objekte, die speziell auf die Wünsche der meist langjährigen Mieter angepasst wurden. Im Allgemeinen sind bei gewerblich genutzten Liegenschaften oftmals Preiskonzessionen notwendig, um diese wiedervermieten zu können. Wohnimmobilien sind von dieser leichten Schwäche bislang nicht betroffen. Während die Immobilienpreise nach wie vor stabil sind, zeichnet sich ein Druck auf die Mietpreise ab.

Ein sehr wichtiger Faktor bei Wohnimmobilien ist die Bevölkerungsentwicklung. In den letzten Jahren verzeichnete die Schweiz einen stetigen Anstieg der Wohnbevölkerung, was vorwiegend auf ausländische Zuwanderer zurückzuführen ist. Um dieser Nachfrage gerecht werden zu können, wurden sehr viele neue Wohnungen erstellt. Dieser Schub lässt allmählich nach, während die Bautätigkeit anhaltend hoch ist. Dies schlägt sich in einem Anstieg der landesweiten Leerstandsquote von 1.30% im Vorjahr auf 1.47% nieder. Im Geschäftsgebiet der Espace liegt die Leerstandsquote mit 1.92% in Bern nach 1.69% im Vorjahr und in Solothurn mit 2.89% nach 2.62% deutlich höher als im Landesdurchschnitt.

In diesem Marktumfeld hat sich Espace auf die Werterhaltung der Bestandsimmobilien inklusive aufwendiger Sanierungen und den Neubau von Liegenschaften auf eigenen Landreserven fokussiert. Die Geschäftstätigkeit ist bewusst ausserhalb der sogenannten Hotspots wie etwa Zürich und dem Genfersee angesiedelt. Dies bringt der Gesellschaft den Vorteil, in ruhigeren Regionen tätig zu sein, die sich durch eine geringere Schwankung bei den Preisen auszeichnen. Allerdings hat diese Situation auch den Nachteil, dass im Geschäftsgebiet der Espace genauso wie in der gesamten Schweiz zahlreiche Immobilieninvestoren tätig sind, die wenig auf die mit den Liegenschaften erzielbaren Renditen achten. Wegen der anhaltenden Tiefzinsphase ist das Interesse der lokalen Anleger an den wenigen zur Verfügung stehenden Objekten sehr gross, was teilweise zu überhöhten Preisen führt. Oftmals spielt bei den Käufern auch eine persönliche Beziehung zur jeweiligen Liegenschaft eine Rolle. Allerdings investiert Espace sehr renditebewusst und verzichtet daher auch auf den Kauf überteuerter Liegenschaften. Im Fokus stehen deshalb eigene Entwicklungen.

«Mit den für 2018 geplanten Neubauten und Renovationen wird der Höhepunkt der Investitionsphase erreicht.»

«Im Allgemeinen sind bei gewerblich genutzten Liegenschaften oftmals Preiskonzessionen notwendig, um diese wiedervermieten zu können.»

«Ein sehr wichtiger Faktor bei Wohnimmobilien ist die Bevölkerungsentwicklung.»

«Wegen der anhaltenden Tiefzinsphase ist das Interesse der lokalen Anleger an den wenigen Objekten sehr gross, was teilweise zu überhöhten Preisen führt.»

## Geschäftsverlauf

Die Espace konnte im ersten Semester 2017 den Verkehrswert der Renditeliegenschaften nur leicht um 3.8 Mio. CHF auf 551.3 Mio. CHF steigern. Deutlich stärker fiel der Anstieg bei den Renditeliegenschaften in Bau mit plus 10.8 Mio. CHF auf 31 Mio. CHF aus. Gleichzeitig ging der Bestand an nicht rentabilisierten Objekten um 3.3 Mio. CHF auf 53.2 Mio. CHF zurück. Gesamthaft stieg der Portfoliowert um 1.8% respektive 11.3 Mio. CHF auf 635.5 Mio. CHF an. Die wichtigsten Projekte im aktuellen Jahr waren der Abschluss der Innensanierung der letzten Etappe von 154 Wohnungen in Zuchwil und die Neubauten in der Gemeinde Valbirse (52 Wohnungen) sowie die erste Etappe der Überbauung „Les Amis“ in Biel (36 Wohnungen). Verkäufe fanden keine statt.

Auf der Einnahmenseite konnte sich die Espace dem Druck auf die Mietpreise, der seit einem Jahr anhält, nicht ganz entziehen. Daher fällt der Anstieg der Mieterträge im Vergleich zum Vorjahr mit 0.3% auf 16 Mio. CHF nur moderat aus. Zum Plus beigetragen haben einige Neuvermietungen. Deutlich wird der Preisdruck auch bei der Entwicklung der Bruttorendite, die von 6.15% auf 6.06% fiel. Gleichzeitig konnte indessen die Nettorendite von 4.54% auf 4.56% gesteigert werden. Diese unterschiedliche Entwicklung basiert massgeblich auf den tieferen Unterhaltsaufwendungen für die neu sanierten Objekte und die Senkung der Leerstandsquote von 10.8% im Vorjahr auf 9.4%. In dieser dennoch vergleichsweise hohen Summe sind auch die Leerstände für Objekte mit Verkaufsabsicht, laufender oder geplanter Sanierungen und Erstvermietung enthalten. Die bereinigte Leerstandsquote lag bei durchschnittlichen 4.2%.

Auf der Kostenseite gelang eine deutliche Reduktion des Liegenschaftsaufwands um 6.4% auf 3.1 Mio. CHF. Der grösste Teil des Rückgangs geht auf die um 0.2 Mio. CHF auf 1.3 Mio. CHF gesunkenen Aufwendungen für Instandhaltungen. Im Ergebnis führte dies zu einem Plus des Betriebsgewinns vor Abschreibungen und exklusive Neubewertungen um 4.1% respektive 0.4 Mio. CHF auf 11.5 Mio. CHF.

Aus den Neubewertungen der Liegenschaften, die gemäss SWISS GAAP FER, den von der Gesellschaft angewendeten Rechnungslegungsstandards, in der Erfolgsrechnung zu verbuchen sind, resultierte ein negativer Wert von 0.4 Mio. CHF analog des Vorjahres. Die Sachabschreibungen stiegen leicht auf 0.2 Mio. CHF an. Im Ergebnis resultierte ein Betriebsgewinn von 10.8 Mio. CHF nach 10.5 Mio. CHF im Vorjahr.

Die Espace konnte im ersten Halbjahr von den weiterhin tiefen Zinsen profitieren. So ging der Durchschnittszinssatz von 2.42% im Vorjahr auf 2.28% zurück. Gleichzeitig fiel allerdings die mittlere Fälligkeit der Kredite um ein Jahr auf 4 Jahre und 7 Monate. Dies basiert auf den bereits vor längerem abgeschlossenen Verträgen mit einer festen Zinsanbindung, deren Auslauf näher rückt. So werden etwa im 2018 Verbindlichkeiten von 84 Mio. CHF zur Erneuerung fällig, was gut einen Viertel der gesamten Verbindlichkeiten ausmacht. Das Auslaufen alter Verträge im laufenden Jahr erlaubte es der Espace, sich günstiger zu refinanzieren. So ging der Finanzaufwand im Vergleich zum Vorjahr um 0.2 Mio. CHF auf 4.3 Mio. CHF zurück. Der höhere Gewinn liess indessen die Steuerbelastung um 0.1 Mio. CHF auf 1.4 Mio. CHF ansteigen. Dennoch konnte unter dem Strich ein Plus des Reingewinns um 10% auf 5.1 Mio. CHF verbucht werden.

«Auf der Einnahmenseite konnte sich die Espace dem Druck auf die Mietpreise, der seit einem Jahr anhält, nicht ganz entziehen.»

«Auf der Kostenseite gelang eine deutliche Reduktion des Liegenschaftsaufwands.»

## Aussichten

Die Espace setzt die laufende Investitionsstrategie weiter fort. Dabei werden nur solche Objekte realisiert, die auch im aktuell schwieriger gewordenen Umfeld eine ansehnliche Rendite versprechen. Hierbei handelt es sich insbesondere um spezielle Wohnformen wie Trendwohnungen für Junge, aber auch um kleinere Wohnungen im tieferen Preissegment. Allmählich neigt sich allerdings die Phase des Ausbaus einem Ende mit einem Peak von Investitionen von 64 Mio. CHF im 2018 zu. Insgesamt verfügt die Espace über ein Projektvolumen von 168 Mio. CHF bis Ende 2021.

Für das Gesamtjahr 2017 rechnet die Gesellschaft mit einem unter dem Vorjahr liegenden Ergebnis. Belastend auf den Reingewinn auswirken wird sich der Wegfall von Verkaufsgewinnen, der im 2016 Gewinne von 2.3 Mio. CHF einbrachte. Weiter anhalten wird auch der Preisdruck auf gewerbliche Mietflächen. Dank der verjüngten Portfoliostruktur werden die Unterhaltskosten der Liegenschaften auf einem tiefen Niveau verharren.

Mit dem sich allmählich abzeichnenden Ende der Investitionsphase ab 2019 kann trotz des zunehmend schwierigeren Umfelds mit einer markanten Steigerung der Erträge und auch der Gewinne gerechnet werden. Mit der zunehmenden Portfoliogrösse können Investoren von Skaleneffekten profitieren. Es erscheint daher als logische Folge, dass für die Phase ab 2020 mit einer Erhöhung der Dividende gerechnet werden kann. Zumindest für das laufende und auch das nächste Jahr erscheint eine Erhöhung indessen unwahrscheinlich.

## Fazit

Espace hat trotz der sehr hohen Investitionen einen ansehnlichen Eigenfinanzierungsgrad von 44.4% per 30. Juni 2017. Hierzu mit beigetragen hat auch die im 2016 durchgeführte Aktienkapitalerhöhung. Die auf den ersten Blick negative Entwicklung bei der durchschnittlichen Laufzeit der Verbindlichkeiten ist ein Bestandteil der konservativen langfristig ausgerichteten Unternehmensstrategie. Espace nutzt bei anstehenden Refinanzierungen und bei Neufinanzierungen die aktuellen Marktbedingungen geschickt aus und sichert die Zinslast so langfristig ab. Grössere Investitionen führen denn auch dazu, dass Zinsfestsetzungen im grösseren Umfang in einzelnen Jahren, wie dies im 2018 der Fall sein wird, auslaufen. So ging die durchschnittliche Laufzeit der Verbindlichkeiten von 5 Jahren und 2 Monaten per Ende 2016 auf 4 Jahre und 7 Monate per 30. Juni 2017 zurück. Zeitgleich sank der Durchschnittszinssatz von 2.44% auf 2.28%. Auch wenn dieser Wert im Vergleich zu den aktuellen Zinskonditionen hoch erscheint, bietet dies der Espace eine grosse Planungssicherheit. Mit dem Auslaufen von Althypotheken dürfte zudem der Zinssatz weiter sinken. Somit ist der aktuell vergleichsweise hohe Zinssatz nicht nur als nachteilig zu betrachten. Nicht übersehen werden darf hierbei auch die Firmenphilosophie, die auf eine langfristig planbare Geschäftsentwicklung mit einem bewussten Verzicht auf kurzfristige Gewinnoptimierung einhergeht. Dessen sollten sich interessierte Anleger bewusst sein.

«Die Espace setzt die laufende Investitionsstrategie fort.»

«Es erscheint als logische Folge, dass für die Phase ab 2020 mit einer Erhöhung der Dividende gerechnet werden kann.»

«Espace hat trotz der sehr hohen Investitionen einen ansehnlichen Eigenfinanzierungsgrad von 44.4%.»

Kurzfristige Gewinnrealisierungen durch den Verkauf von Liegenschaften oder sehr kurzfristige Finanzierungen dürfen Investoren daher bei Espace nicht erwarten. Nicht kalkulierbare Ergebnisbeeinflussungen können durch mögliche Zukäufe interessanter Objekte auf der Ausgabenseite und durch mögliche Veräusserungen einzelner Objekte, die nicht mehr in die langfristige Strategie passen, auf der Einnahmenseite erfolgen. Insgesamt aber sind die Geschäftsergebnisse nur geringen Schwankungen unterworfen. Mittel- bis langfristig kann ein nicht unerheblicher Anstieg des Gewinns erwartet werden, der sich auch in einer höheren Dividende niederschlagen sollte.

Aktuell werden die Aktien mit einem leichten Discount von 0.6% auf den ausgewiesenen Buchwert von 150.90 CHF pro Aktie per 30. Juni 2017 gehandelt. Die Rendite beträgt bei einer Ausschüttung von 4.50 CHF je Aktie 3.0%. Hierbei darf nicht übersehen werden, dass die Ausschüttungen in der für Privatanleger steuerfreien Form aus Kapitaleinlagereserven erfolgen. Die Gesellschaft verfügt noch über weitere steuerfrei ausschüttbare Reserven von 114 Mio. CHF, die noch eine lange Weiterführung der aktuellen Dividendenpolitik erlauben.

Im Vergleich zu anderen Immobilienaktien weisen die Espace-Papiere eine durchschnittliche Rendite aus, die allerdings auf die aktuelle Expansionsphase zurückzuführen ist. Im Gegensatz zu anderen Immobilientiteln zeigt die Aktie der Gesellschaft einen nur marginalen Aufpreis zum Buchwert auf. Dadurch erscheint das Risiko von Kursrücksetzern beschränkt.

**«Die Gesellschaft verfügt noch über weitere steuerfrei ausschüttbare Reserven von 114 Mio. CHF.»**



## Peer-Group ausgewählte Immobiliengesellschaften (Stand: 6. Oktober 2017)

Name	Handel bei	letzt bez. Kurs in CHF	Veränderung 1 Jahr in %	Marktkap. in Mio. CHF	Dividende in CHF	Buchwert Aktie in CHF	KBV	Dividenden- rendite in %
CasalInvest Rheintal AG	OTC-X	345.00	7.8	86.5	6.50	312.00	1.1	1.9
Espace Real Estate Holding AG	OTC-X	148.50	4.8	286.8	4.50	155.00	1.0	3.0
Konkordia AG	OTC-X	4'300.00	8.9	24.1	60.00	1'734.00	2.5	1.4
Fundamenta Real Estate AG	BX	14.75	-4.2	209.3	0.40	14.13	1.0	2.7
Immomentum AG	BX	2'800.00	9.4	100.80	90.00	2'142.17	1.3	3.2
Mobimo	SIX	260.00	9.7	1'616.2	10.00	258.53	1.0	3.8
PSP Swiss Property	SIX	88.70	-0.5	4'066.2	3.35	84.30	1.1	3.8
Warteck Invest AG	SIX	1'932.00	1.7	387.5	68.00	1'484.00	1.3	3.5
<b>Durchschnitt</b>			<b>4.7</b>	<b>847.2</b>			<b>1.3</b>	<b>2.9</b>

Quelle: Geschäftsberichte 2015-2016

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hoher Bestand an Landreserven, die zum günstigen Ausbau des Portfolios genutzt werden können.</li> <li>- Solide Bilanz.</li> <li>- Langfristige Finanzierung der Kredite.</li> <li>- Einer der liquidesten Titel im OTC-Markt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wenige kurzfristige Gewinnmöglichkeiten.</li> <li>- Eingeschränktes Geschäftsgebiet.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nutzung der eigenen Landreserven zur Erweiterung des Portfolios.</li> <li>- Solide Nachfrage nach Immobilien.</li> <li>- Ausbau des aus Renditeaspekten sehr attraktiven Wohnimmobilienbereichs.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wertkorrekturen am Immobilienmarkt.</li> <li>- Einbruch der Wirtschaft, der zu Zahlungsschwierigkeiten der gewerblichen Mieter führen könnte.</li> <li>- Weitere Preiskonzessionen und Zahlungsschwierigkeiten gewerblicher Mieter.</li> </ul>

## Bilanz und Erfolgsrechnung nach Swiss GAAP FER (Auszug)

Espace Real Estate Holding AG	2016	2015	Veränd in %
<b>Aktiven</b>			
Flüssige Mittel	23'660'000	11'854'000	99.6
Übriges Umlaufvermögen	2'998'000	2'757'000	8.7
Anlagevermögen	630'255'000	630'581'000	-0.1
<b>Total Aktiven</b>	<b>656'913'000</b>	<b>645'192'000</b>	<b>1.8</b>
<b>Passiven</b>			
<b>Fremdkapital</b>			
kfr. Fremdkapital	53'249'000	68'934'000	-22.8
lfr. Fremdkapital	309'231'000	310'818'000	-0.5
<b>Total Fremdkapital</b>	<b>362'480'000</b>	<b>379'752'000</b>	<b>-4.5</b>
<i>Ergänzende Angaben Fremdkapital</i>			
Rückstellungen*	25'607'000	23'135'000	10.7
<b>Eigenkapital</b>			
Aktienkapital	19'313'000	17'167'000	12.5
Kapitalreserven	124'465'000	109'281'000	13.9
Eigene Aktien	-447'000	-417'000	7.2
Gewinnvortrag	139'409'000	127'130'000	9.7
Jahresgewinn	11'692'000	12'279'000	-4.8
<b>Total Eigenkapital</b>	<b>294'432'000</b>	<b>265'440'000</b>	<b>10.9</b>
<b>Total Passiven</b>	<b>656'912'000</b>	<b>645'192'000</b>	<b>1.8</b>
<b>Erfolgsrechnung</b>			
Nettoumsatz	32'244'000	31'874'000	3.2
Abschreibungen	238'000	282'000	-15.6
<b>EBITDA</b>	<b>23'925'000</b>	<b>21'982'000</b>	<b>8.8</b>
<b>EBIT</b>	<b>23'687'000</b>	<b>21'700'000</b>	<b>9.2</b>
Finanzaufwand	8'863'000	9'839'000	-9.9
Steuern	3'132'000	-417'000	n/a
<b>Reingewinn</b>	<b>11'692'000</b>	<b>12'279'000</b>	<b>-4.8</b>

\* vorwiegend Rückstellungen für Steuern und latente Steuern

Quelle: Geschäftsberichte 2015, 2016

## Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es wurde durch die Zern & Partner GmbH erstellt und ist zur Verteilung in der Schweiz bestimmt. Es darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Zern & Partner GmbH für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist, und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Zern & Partner GmbH und/oder ihre Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren, oder andere Anlagen, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Anteilseigner der Zern & Partner GmbH können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin können Zern & Partner und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und, soweit im Rahmen gesetzlicher Vorgaben erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE sind nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die BEKB | BCBE keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB | BCBE erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE übernehmen keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

### Information zu Verflechtungen:

Der Autor dieser Studie ist nicht mit dem untersuchten Unternehmen in irgendeiner Weise verflochten, weder über Beteiligungsbesitz, wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse. Der Verfasser dieser Studie sowie die damit vertrauten Personen dürfen vier Wochen vor Erscheinen der Studie sowie bis zu zwei Wochen nach Erscheinen dieser Studie keine Transaktionen in den Aktien tätigen.