

Swiss Prime Site

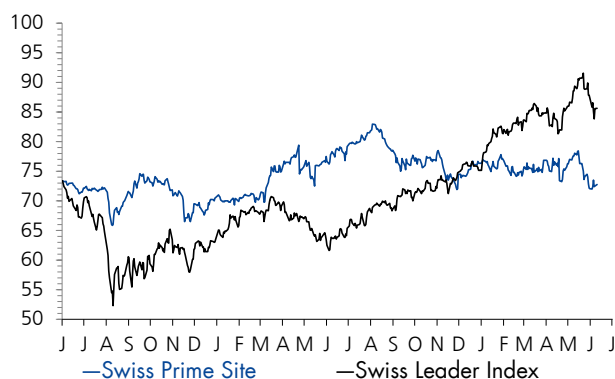
Übernahme der Tertianum AG

Immobilien | 11. Juni 2013

Kurs N: CHF 72.75 ZKB Schuldner rating: BBB+
 Bloomberg: SPSN VX TK-Symbol: SPSN
 Börsenkapitalisierung: CHF 4.63 Mrd Free Float: 100%
 Nachhaltiges Anlageuniversum: Nein

Markus Waeber
 +41 44 292 26 94
 markus.waeber@zkb.ch

Marktgewichten



Kennzahlen

in CHF	2012	2013E	2014E		2012	2013E	2014E
GpA*	3.73	3.54	3.76	KGV*	19.5x	20.5x	19.3x
–Wachstum	–18.2%	–4.97%	6.15%	Net Asset Value	65.4	65.6	65.8
Dividendenrendite	4.95%	4.95%	4.95%	Prämie zum NAV	11.3%	11.0%	10.5%

*vor Neubewertungseffekten

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Tertianum – führende Anbieterin von «Wohnen im Alter»
 SPS übernimmt vorbehaltlich der Zustimmung durch die Wettbewerbskommission die Tertianum AG, Zürich, zu einem Unternehmenswert von CHF 495 Mio. Verkäufer sind die bisherigen Aktionäre Zürcher Kantonalbank (rund 43% des Aktienkapitals), Helvetia, Swiss Re und die Familie Marazzi, welche die Gesellschaft seit 2005 kontrollieren. Tertianum ist bereits seit 1982 im Bereich «Leben und Wohnen im Alter» engagiert und aktuell mit 1319 Wohnungen und 574 Pflegebetten Schweizer Marktführerin. Konkurrenten sind u.a. Senevita, Seniocare und die Di-Gallo-Gruppe. Gesamthaft wurden im letzten Jahr 1185 Mitarbeitende beschäftigt (Basis Vollzeitstellen).

Portfolio im Wert von CHF 435 Mio akquiriert

Die insgesamt 23 Tertianum-Betriebe befinden sich mit Ausnahme von zwei zugemieteten Objekten in Locarno alle in den Wirtschaftsräumen Zürich, Bern und Ostschweiz. Das eigene Immobilienportfolio von Tertianum besteht derzeit aus 12 Objekten im Wert von rund CHF 435 Mio. Damit wird sich der Immobilienbestand von SPS auf CHF 9.08 Mrd (CHF 8.65 Mrd per 31. März 2013) erhöhen. Der Wohnanteil am Portfolio steigt von 1 auf rund 6%, womit die Abhängigkeit vom konjunktursensitiven Büro- und Retailimmobilienmarkt (neu 70%) leicht

reduziert wird. In den restlichen 11 Objekten ist Tertianum als Betreiberin eingemietet. Bei den Eigentümern jener Liegenschaften handelt es sich u.a. um PSP Swiss Property (Residenz Zürich Enge) oder UBS Sima (Residenzen in Locarno und Meilen).

Vorstoss ins Mittelpreissegment mit Vitadomo

Mit der Schaffung der neuen Marken Vitadomo (betreutes Wohnen im mittleren Preissegment) und Perlavita (stationäre Dienstleistungen in Kooperation mit Kliniken) sowie der Integration der Permed AG (ambulante Pflege) als vierter Marke neben Tertianum (Residenzen im Premiumbereich) konnte die Gruppe im letzten Jahr die Geschäftsbereiche entlang der Leistungskette für Senioren erfolgreich ausbauen. Der Umsatz 2012 stieg auf CHF 213.5 Mio (+8.8%), wobei sich die Gästezahl auf 1870 (+1.5%) erhöhte und die Auslastung der Appartements auf 90% (2011: 89%) und diejenige der Pflegebetten auf 93% (2011: 91%) verbesserten. Die Kosten entwickelten sich unterproportional und führten gemäss Tertianum zu einer nachhaltigen Verbesserung des Unternehmensergebnisses (EBITDA 2012: CHF 32.1 Mio, EBIT 2012: CHF 26.2 Mio). Der Betrieb der Residenzen und weiteren Tertianum-Gesellschaften soll gemäss SPS in einer eigenständigen Gesellschaft durch das bestehende Management innerhalb der SPS-Gruppe weitergeführt werden.

Vier laufende Projekte führen zu weiterem Wachstum

Der erste im Bau befindliche Vitadomo-Standort «Bubenholz» ist ein Public-private-Partnership mit der Stadt Opfikon und soll Mitte 2015 den Betrieb mit 59 Alterswohnungen und 43 Betten für Langzeitpflege aufnehmen. In Kreuzlingen ist der Baustart des Vitadomo-Projekts «Sallmannpark» mit 74 Wohnungen und 20 Pflegezimmern für Herbst 2013 terminiert. Tertianum erwartet aus den im mittleren Preissegment angesiedelten Vitadomo-Projekten das grösste Wachstumspotenzial für die Gesellschaft. In Lugano Paradiso sind zudem zwei neue Tertianum-Residenzen in Planung, wobei die Baubewilligung für Ende 2013 erwartet wird.

Akquisition führt zu Gewinnverdichtung auf GpA-Stufe

SPS erwartet aus der Übernahme eine Gewinnverdichtung auf GpA-Stufe exkl. Neubewertungseffekten, Synergie- und Transaktionskosten (GpA 2012 pro forma inkl. Tertianum: CHF 3.91 bzw. +CHF 0.18 je Aktie). Wir haben Tertianum ab Mitte 2013 konsolidiert und unsere GpA-Schätzungen exkl. Neubewertungseffekten um +2% (2013) bzw. +6% (2014) erhöht. Die Übernahme in bar reduziert jedoch gemäss unseren Schätzungen die EK-Quote 2013 auf die angestrebte Zielhöhe von 40%, was mittelfristig wieder eine Kapitalerhöhung implizieren könnte.

te. SPS hat allerdings noch zwei Wandelanleihen mit Fälligkeiten Januar 2015 bzw. Juni 2016 ausstehend, wobei beim Wandler 2015 von ursprünglich CHF 300 Mio (Wandelpreis: CHF 70.97) bereits erste Wandlungen von knapp 680 000 Aktien im Gegenwert von rund CHF 48 Mio stattgefunden haben. Wir bestätigen unsere Einstufung «Marktgewichten» für die mit einer Prämie von 11% gegenüber NAV 2013E und einer erwarteten Ausschüttungsrendite 2013 von 5% gehandelten SPS-Aktie.

Unternehmensbeschreibung

SPS ist seit 2000 an der SIX Swiss Exchange kotiert und mit einem Immobilienbestand von über CHF 9 Mrd die grösste kotierte Schweizer Immobiliengesellschaft und die Nummer fünf in Europa. Die Gesellschaft investiert in Büro- und Verkaufsobjekte an guten Lagen sowie in Projektentwicklungen. Zudem führt SPS das Warenhaus Jelmoli, das Restaurant Clouds im Prime Tower, das Hotel Ramada in Genf und die Tertianum AG (vorbehaltlich Zustimmung durch Weko). Insgesamt beschäftigt SPS 2424 Mitarbeitende (Vollzeitstellen inkl. Tertianum-Gruppe) und verfügt über eine eigene Geschäftsleitung (bis 2012: Credit Suisse) und Immobilienbewirtschaftung (Wincasa), womit SPS ein vertikal integrierter Immobilienkonzern ist.

Swot-Analyse

Stärken

- Portfolio von über CHF 9 Mrd mit Fokus auf Toplagen
- Attraktiver Zinsspread von 1.9%
- Lang laufende Mietverträge (20% über 10 Jahre)
- Attraktive, für Privatanleger steuerfreie Ausschüttungen
- Diversifizierte Ertragsströme (u.a. Miet- und Verwaltungserträge)

Chancen

- Synergien aus Wincasa- und Tertianum-Akquisitionen
- Aufwertungen aus Anlageobjekten im Bau
- 102 000 m² Baulandreserven (Entwicklungspotenzial)
- Indexierte Mietverträge, Umsatzmieten

Schwächen

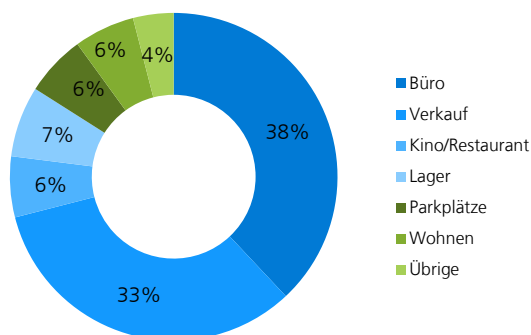
- Erst teilweise vermietete ehemalige Bankliegenschaften (BE/ZH)
- Rückläufiger Umsatz von Jelmoli – The House of Brands
- CHF 181 Mio immaterielles Vermögen (exkl. Tertianum)
- personalintensive Betreibertätigkeiten (u.a. Restaurant Clouds, Hotel Ramada, Jelmoli, Tertianum)

Risiken

- Abwertungen bei Büro- und Detailhandelsobjekten
- Verwässerungen aus zwei Wandelanleihen 2015/16
- Konjunktur- und Zinsentwicklung
- Regulatorische Änderungen

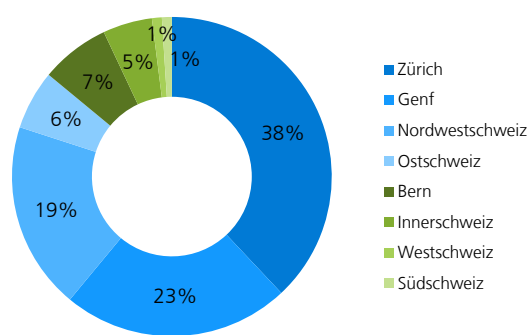
Quelle: Zürcher Kantonalbank

Immobilien: Nutzungsarten 2013 (inkl. Tertianum)



Quelle: SPS

Immobilien: Regionen 2012 (exkl. Tertianum)



Quelle: SPS

Finanzzahlen

Swiss Prime Site (in CHF Mio)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Erfolgsrechnung						
Liegenschaftenertrag	417	411	407	400	406	421
– Veränderung in %	65.8%	–1.5%	–0.8%	–1.9%	1.6%	3.7%
Neubewertungen Liegenschaften	86.4	178	187	35.0	15.0	5.0
– in % der Liegenschaften	1.1%	2.2%	2.2%	0.4%	0.2%	0.1%
Warenumsatz	157	155	159	155	156	157
Übriger Betriebsertrag und Verwaltung	19.1	80.90	25.33	97.0	100	105
Nettoumsatz	680	825	779	687	677	688
– Veränderung in %	96.7%	21.4%	–5.6%	–11.9%	–1.4%	1.6%
Liegenschaftenaufwand	–62.5	–69.6	–72.3	–61.9	–62.8	–60.7
– in % des Liegenschaftenertrages	15.0%	16.9%	17.7%	15.5%	15.5%	14.4%
Warenaufwand	–75.1	–73.0	–72.6	–75.0	–75.0	–75.0
Personalaufwand	–50.0	–34.4	–51.5	–128	–129	–129
– Veränderung in %	335.9%	–31.2%	49.6%	148.6%	0.4%	0.4%
Übriger Betriebsaufwand	–53.9	–41.7	–46.5	–36.5	–37.0	–37.5
Abschreibungen	–27.1	–14.1	–17.1	–18.0	–18.0	–18.0
EBIT (inkl. Tertium ab 2013)	411	592	519	378	382	396
– in % des Nettoumsatzes	60.5%	71.8%	66.6%	55.1%	56.4%	57.5%
EBIT exkl. Neubewertungen	325	414	332	343	367	391
– in % des Nettoumsatzes exkl. Neubewertungen	54.7%	64.0%	56.1%	52.7%	55.5%	57.2%
Finanzergebnis	–120	–117	–108	–105	–114	–118
Gewinn vor Steuern; exkl. Neubewertungen	205	297	224	238	253	273
Steuern	–32.6	–46.0	–19.5	–23.8	–25.3	–27.3
– Steuersatz in %	15.9%	15.5%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%
Latente Steuern (inkl. lat. Steuern aus Neubewertung)	–23.0	–73.9	–75.6	–14.7	–6.85	–2.95
Reingewinn	235	355	316	234	236	247
– Veränderung in %	25.4%	51.1%	–10.9%	–25.9%	0.5%	5.0%
– in % des Nettoumsatzes	34.6%	43.0%	40.6%	34.1%	34.8%	36.0%
Reingewinn exkl. Neubewertungseffekte	172	251	205	214	228	245
– Veränderung in %	46.6%	46.1%	–18.4%	4.6%	6.3%	7.8%
– in % des Nettoumsatzes exkl. Neubewertungen	27.4%	38.0%	34.1%	32.7%	34.2%	35.8%
Geldflussrechnung						
Operativer Cashflow	131	200	95	223	238	256
Nettoinvestitionen	–110	–113.2	139	550	135	10
Free Cashflow (vor Dividende)	241	314	–44	–327	103	246
Bilanz						
Bilanzsumme	8 317	8 612	9 246	9 891	10 041	10 056
Eigenkapital	3 267	3 444	3 923	3 966	3 984	4 013
– EK-Quote in %	39.3%	40.0%	42.4%	40.1%	39.7%	39.9%
Anlage- und Entwicklungliegenschaften	8 020	8 165	8 600	9 185	9 335	9 350
Nettoverschuldung	4 181	4 062	3 942	4 534	4 660	4 644
Gearing	1.3x	1.2x	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x
Rentabilitätskennzahlen						
ROE	7.2%	10.6%	8.6%	5.9%	5.9%	6.2%
ROE (Gewinn exkl. Neubewertungseffekte)	5.0%	7.3%	5.5%	5.4%	5.7%	6.1%
Bruttorendite (Liegenschaften)	5.2%	5.1%	4.9%	4.5%	4.4%	4.5%
Bewertungskennzahlen						
Preis/Buchwert			1.2x	1.2x	1.2x	1.2x
KGV (Reingewinn exkl. Neubewertungseffekte)			19.5x	20.5x	19.3x	17.9x
Daten pro Aktie						
Gewinn	4.28	6.45	5.76	3.88	3.90	4.09
Gewinn exkl. Neubewertungseffekte	3.13	4.56	3.73	3.54	3.76	4.06
Eigenkapital (NAV) nach latenten Steuern	59.4	62.5	65.4	65.6	65.8	66.3
Operativer Cashflow	2.41	3.69	1.58	3.68	3.93	4.23
Dividende	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
Kapitalstruktur						
Namenaktien	CHF 15.3	60 498 712	CHF 4 631 Mio	100.0%	SPSN	803 838

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Disclaimer

Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt. Diese Publikation wurde durch das Research der Zürcher Kantonalbank verfasst.

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist das Ergebnis einer Finanzanalyse und unterliegt folglich den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse».

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S.

Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG.

This publication and the information contained within must not be distributed and/or redistributed, used or relied upon, by any person (whether individual or entity) who may be a US person under Regulation S under the US Securities Act of 1933. US persons include any US resident; any corporation, company, partnership or other entity organized under any law of the United States; and other categories set out in Regulation S.

Copyright © 2013 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.