

**Datum:** 25.06.2015  
**Branche:** Energie  
**Autor:** Georg Pröbstl

### Aktie (Namen à 50 CHF)

Aktienkurs bez. (05.06.2015): **5'000 CHF**  
 Valor: **169 053**  
 Anzahl Aktien: **15'000**  
 Marktkapitalisierung: **75.0 Mio.**  
 Grösste Aktionäre: **Stadt Rapperswil-Jona (20%), ca. 1'260 Aktionäre**

### Kennzahlen je Titel (in CHF)

	2015(e)	2014
Kurs aktuell / 22.12.14	<b>5'000</b>	<b>4'900</b>
Reingewinn	<b>280.0</b>	<b>209.5</b>
Ausgew. Buchwert	<b>680</b>	<b>573</b>
Dividende/Ausschüttung	<b>200</b>	<b>175</b>
KGV	<b>17.9</b>	<b>23.4</b>
KBV	<b>7.3</b>	<b>8.5</b>
Div.-Rendite in %	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>

### Kursentwicklung



Höchst/Tiefst 365 Tage	<b>5'200/4'690</b>
Performance 1 Jahr	<b>8.5%</b>
Performance 3 Jahre	<b>0.0%</b>

### Termine

29.04.16 **Generalversammlung**

### Kontakt

EWJR  
 Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG  
 Werkstrasse 30  
 8645 Jona

Tel. +41 (0)55 220 91 11  
 Fax +41 (0)55 220 92 92  
 www.ewjr.ch

VRP: Dr. Markus Hofmann  
 CEO: Ernst Gossweiler  
 CFO: Heiny Schumacher

## Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG

- Als Verteilnetzbetreiber für Strom verfügt die Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG (EWJR) über konstant hohe Cashflows.
- Die Wachstumsraten im Strombereich sind an die Bevölkerungsentwicklung im Versorgungsgebiet gekoppelt, die derzeit eine positive Dynamik aufweist. Dabei verfügt EWJR mit seinem Verteilnetz über ausreichende Leistungsreserven, so dass für die Versorgung neuer Überbauungen nur noch kleinere Investitionen und Ausbauten notwendig werden.
- Bei Geschäftskunden sind die Umsätze dagegen von der konjunkturellen Entwicklung abhängig.
- Das Kerngeschäft von EWJR, das Verteilnetz, ist stark reguliert. Das Kostenrechnungsmodell erlaubt aber eine Verzinsung des Kapitals mit einem vorgegebenen Zinssatz von 4.7%.
- Im Segment Haustechnik weist das Unternehmen seit Jahren meist moderate Steigerungen auf.
- **Mit einer Eigenkapitalquote von 27.2% und einem Kurs/Buchwert-Verhältnis von 7.7 sind die ausgewiesenen Bilanzkennzahlen des Unternehmens für 2014 im Branchenvergleich auf den ersten Blick hoch. Das nach Obligationenrecht bilanzierende Unternehmen verfügt jedoch über erhebliche stille Reserven, so dass der Titel unter dem effektiven Buchwert notieren dürfte. Gemessen an der für 2014 ausgerichteten Dividende beträgt die Rendite 3.6% und ist attraktiv. Die Aussichten für einen Gewinnanstieg sind für das laufende Jahr intakt, was auch eine höhere Dividendenzahlung möglich machen würde.**

### Unternehmenszahlen

(in Mio. CHF)

	2013	2014	2015(e)
<b>Umsatz</b>	36.9	35.7	36.0
<b>Umsatzwachstum in %</b>	3.0	-3.3	0.8
<b>EBITDA</b>	8.6	6.9	7.3
<b>EBITDA-Marge in %</b>	23.3	19.3	20.3
<b>EBIT</b>	4.6	3.7	5.1
<b>EBIT-Marge in %</b>	12.5	10.4	14.2
<b>Reingewinn</b>	3.2	3.1	4.2
<b>Reingewinn-Wachstum in %</b>	23.1	-0.9	35.5
<b>Free Cashflow</b>	7.4	6.4	n.a.
<b>Ausgew. Eigenkapital</b>	9.2	8.6	10.2
<b>EK-Quote in %</b>	<b>29.0</b>	<b>27.2</b>	<b>30.6</b>

Quelle: Geschäftsberichte 2013, 2014; (e)=eigene Schätzungen

## Unternehmensportrait

Die Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG – kurz EWJR – versorgt die Stadt Rapperswil-Jona seit 1902 mit elektrischer Energie. Als Verteilnetzbetreiber bezieht EWJR den Strom über ihre Beteiligung am Stromerzeuger SN Energie AG, an dem EWJR 14.3% der Anteile hält, ebenso wie 10.7% an der SN Energie Terravent AG. Daneben sind an der SN Energie-Gruppe mehrere weitere Versorger und Elektrizitätsunternehmen beteiligt. Als Stromerzeuger konzentriert sich SN Energie auf die Bereitstellung von Energie; die Aktionäre des Unternehmens, wie EWJR, übernehmen die Endverteilung der Energie an die Verbraucher sowie die lokale Kundenbetreuung.

Ausserdem produziert EWJR in sehr geringem Umfang selbst Solarstrom mit betriebseigenen Solaranlagen. Der Anteil dieser selbst erzeugten Energie am gesamten Energieabsatz liegt allerdings nur bei etwa 0.1%, jedoch mit steigender Tendenz. Immerhin hat sich EWJR im vergangenen Jahr mit 10% entsprechend 1.2 Mio. CHF an der Kraftwerk Doppelpower AG beteiligt. Das Kraftwerk ist derzeit im Bau. Nach Inbetriebnahme im 2016 soll das Kraftwerk bei einer Generatorenleistung von 4 MW etwa 21 GWh Strom im Jahr erzeugen.

Insgesamt verfügt EWJR über 117 Transformatorstationen. Das Mittelspannungsnetz blieb wie im Vorjahr mit 82 Kilometern gleich lang, das Niederspannungsnetz wurde im vergangenen Jahr dagegen leicht um 2 Kilometer auf 295 ausgebaut. Die Netzlänge bei EWJR hat sich in den letzten Jahren aber insgesamt nur geringfügig erhöht. 2009 betrug diese im Mittelspannungsbereich 79 Kilometer und im Niederspannungsnetz 285 Kilometer. Bei Kunden und Beleuchtungsstellen verzeichnet EWJR moderate Zuwächse. Im vergangenen Jahr erhöhte sich die Zahl der Hausanschlüsse um 0.2% auf 3'342, die der öffentlichen Beleuchtungsstellen um 0.5% auf 3'028. Insgesamt stieg die Zahl der Privatkunden im vergangenen Jahr um 0.8% auf 15'731 und die der gewerblichen Kunden mit einem Stromverbrauch von über 100'000 kWh pro Jahr um 2.5% auf 162.

Als Folge der Energiestrategie 2050 passt EWJR ihr Angebot zunehmend an das sich verändernde Umfeld an. Zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit und der Spannungsqualität bei den dezentral stark schwankenden Einspeisungen von erneuerbaren Energien ist der Einsatz von Smart Grids auf den Verteilnetzebenen notwendig. Ein Smart Grid ist ein intelligentes Stromnetz, das die kommunikative Vernetzung von Stromerzeugern, Speichern, Verbrauchern und Netzbetriebsmitteln in den Energieübertragungs- und Verteilnetzen umfasst. Die Datenkommunikation des Smart Grid dient dem Lastmanagement, der Fahrplansteuerung und der Energieverrechnung und ermöglicht einen effizienten und zuverlässigen Systembetrieb. Der Umbau des Verteilnetzes bei EWJR erfolgt schrittweise über einen längeren Zeitraum im Rahmen der Erneuerungsinvestitionen und führt so zu keiner Erhöhung der Netznutzungsentschädigungen. Das System umfasst intelligente Zähler, Kommunikationsschnittstellen, ein Glasfasernetz und ein Datenverarbeitungssystem. In den nächsten Jahren werden die bestehenden Zähler sukzessive durch Smart Meters ersetzt.

«EWJR versorgt als Stromnetzbetreiber die Stadt Rapperswil-Jona mit Energie und bietet Dienstleistungen in der Haustechnik an.»

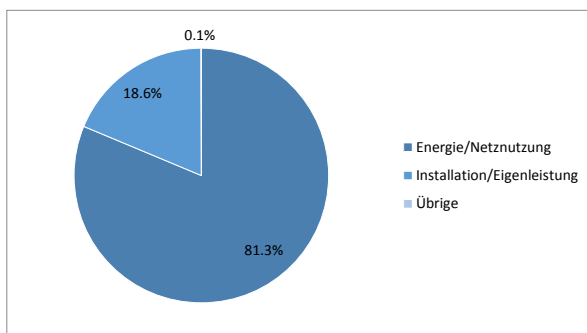
«Das Unternehmen reagiert auf die Energiestrategie 2050 mit dem verstärkten Einsatz von Smart Grids – intelligenten Stromnetzen.»

Bei der Produktion von Strom ist EWJR durch ihren Anteil an der SN Energie an deren Ausbau von erneuerbaren Energien, etwa von Wasserkraftanlagen und Anteilen an Windparks im Ausland, beteiligt. Zusätzlich arbeitet das Unternehmen an weiteren Angeboten im Bereich alternativer Energien. So gibt es beispielsweise eine Zusammenarbeit mit der Fachhochschule Rapperswil mit einem hocheffizienten Solarthermie-Wärmepumpenheizsystem. Eine erste Pilotanlage für messtechnische Auswertungen wurde bereits 2012 erstellt.

Neben der Tätigkeit als Netzbetreiber ist EWJR als Dienstleister im Bereich Haustechnik aktiv. Dort bietet das Unternehmen Elektroinstallationen wie die Vernetzung von Stark- und Schwachstromanwendungen mit Telematik oder IT-Systemen wie Telefonanlagen oder EDV-Netzen an. Daneben gehören Heizungssanierungen mit Wärmepumpen oder die Installation von Solaranlagen und Beleuchtungen zum Dienstleistungsangebot.

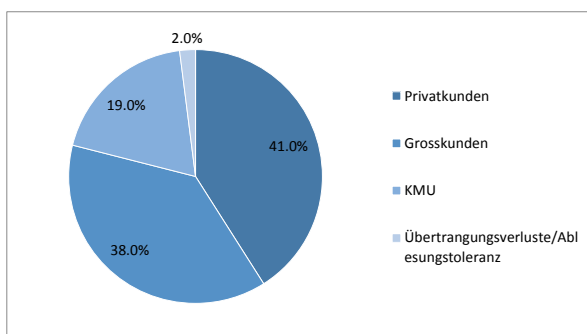
«In der Haustechnik bietet EWJR Elektroinstallationen oder Heizungssanierungen mit dem Einbau von Wärmepumpen sowie Beleuchtungen an.»

**Abb. 1: Umsätze nach Geschäftsfeldern 2014**



Quelle: Unternehmen

**Abb. 2: Energieumsatz nach Kundengruppen 2014**



Quelle: Unternehmen

## Markt & Wettbewerb

Der Stromverbrauch in der Schweiz fiel im vergangenen Jahr um 3.1% auf 57.4 Mrd. kWh. Die Energieabgabe bei EWJR ging dagegen nur um 1.0% zurück, wobei bei Grosskunden wegen der höheren Zahl der Anschlüsse sogar ein leichtes Plus von 0.7% verzeichnet wurde. Auch bei den gewerblichen Kunden im Segment KMU (Kleine und Mittlere Unternehmen) gab es einen unterdurch-

schnittlichen Rückgang von 0.4%. Die Energieabgabe an Privathaushalte fiel dagegen um 5.0%. Grund dafür war die milde Witterung mit dem wärmsten Jahr in der Schweiz seit Messbeginn und ein sehr milder Winter. Mit einem Energieumsatz von 204.6 Mio. kWh ist EWJR mit seinem Leitungsnetz mit einer Länge von rund 375.0 Kilometern, knapp 16'000 Kunden und einem Anteil am gesamten Stromverbrauch der Schweiz von rund 0.3% nur ein kleiner, lokaler Anbieter.

Während bei Privathaushalten eher nicht mit dem Eintritt von Wettbewerbern zu rechnen ist, ändert sich das Bild bei Grosskunden. Zeigten diese bisher keine Tendenz, ihren Strom von anderen Anbietern zu beziehen, so gewinnt die 2009 eingeleitete Marktliberalisierung an Dynamik. Dadurch wurden Grosskunden mit einem Energieverbrauch von mehr als 1 Mio. kWh pro Jahr auch im Absatzgebiet von EWJR von verschiedenen Anbietern umworben. EWJR begegnete dem verstärkten Wettbewerb um Grossabnehmer mit aktiver Marktbearbeitung und konnte – wie die Entwicklung des Energieumsatzes mit dieser Kundengruppe zeigt – seine Marktstellung in dem Segment sogar ausbauen.

Generell sind seit längerem tiefe Marktpreise bei Strom zu verzeichnen. Grund dafür ist nicht nur die schwache Nachfrage in Europa als Folge der Rezession, sondern auch ein erhöhtes Angebot durch erneuerbare Energien und von Kohlekraftwerken, die wegen der tiefen Preise für fossile Energieträger vergleichsweise günstig produzieren können. Infolge des geplanten Atomausstiegs und der Energiestrategie 2050 unter anderem mit einer angestrebten Senkung des Pro-Kopf-Energie-Verbrauchs ist trotz Personenzuzugs mittel- bis langfristig eine Stagnation beim Stromabsatz oder nur geringes Wachstum zu erwarten. Die ETH Zürich geht in verschiedenen Szenarien von Zuwächsen im Stromverbrauch der Schweiz bis zum Jahr 2050 von 0 bis etwa 1.0% jährlich aus. Auf den in Zukunft weiter steigenden Einsatz von erneuerbaren Energien mit ihrer stärker schwankenden Stromproduktion reagiert EWJR mit der Verwendung von intelligenten Technologien, sogenannte Smart Grids, und hat auch schon mit dem Aufbau intelligenter Netze begonnen.

## Geschäftsverlauf

Im vergangenen Jahr fiel der Umsatz bei EWJR im Bereich Energie und Netznutzung im Gleichschritt mit dem Rückgang der Abgabemenge um 1.0% auf 29.0 Mio. CHF. Steigerungen bei Installationen und Eigenleistungen von 2.1% auf 6.6 Mio. CHF ergaben dann aber per Saldo nur noch ein leichtes Minus im Betriebsertrag von 0.5% auf 35.7 Mio. CHF. In der mit einem Umsatzanteil von 81.4% mit Abstand grössten Sparte, Energie und Netznutzung, fiel der Anteil der Privatkunden wegen des geschilderten Rückgangs der Abgabemenge von 42.5% auf 41.0% entsprechend 83.9 Mio. kWh. Der Segmentanteil der KMU-Kunden legte leicht von 18.8 auf 19.0% entsprechend einem Energieumsatz von 38.9 Mio. kWh zu.

Bei Grosskunden gab es deutlichere Zugewinne mit einem Anstieg des Umsatzanteils von 37.1 auf 38.0% entsprechend einem Energieumsatz von 77.7 Mio. kWh. Mit rund 99.9% wurde die umgesetzte Energie fast vollständig von SN Energie bezogen. Bei den Übertragungsverlusten und Ablesetoleranzen gab es

«Die Energiestrategie 2050 dürfte beim Netzbetreiber keine aussergewöhnlich hohen Investitionen auslösen.»

«Umsatzrückgänge bei Privathaushalten infolge des milden Winters konnten 2014 weitgehend durch Steigerungen bei Grosskunden ausgeglichen werden.»

wie schon im Vorjahr einen deutlichen Anstieg. Nach einem Zuwachs von 44.7% auf 3.1 Mio. kWh im 2013 stiegen diese Verluste und Ablesetoleranzen im 2014 um 32.0% auf 4.1 Mio. kWh. Die Netzqualität von EWJR war aber auch im vergangenen Jahr weit überdurchschnittlich gut. So lag die durchschnittliche Dauer der Versorgungsunterbrechungen pro Endverbraucher und Jahr mit 5.2 Minuten weit unter dem Durchschnitt in der Schweiz im 2012 von 34.0 Minuten und auch unter dem Zielwert für städtische Netze von 30.0 Minuten. Die durchschnittliche Zahl der Versorgungsunterbrechungen pro Endverbraucher und Jahr war mit 0.15 ebenfalls deutlich besser als die Vergleichswerte. Der Zielwert für städtische Netzwerke liegt hier bei 1.0 – also eine Versorgungsunterbrechung pro Endverbraucher im Jahr. Der Durchschnitt in der Schweiz lag im 2012 bei 0.45.

In der Sparte Haustechnik stieg der Umsatz im vergangenen Jahr von 6.5 auf 6.6 Mio. CHF. Insgesamt installierte EWJR im vergangenen Jahr 35 Wärmepumpenanlagen (Vorjahr: 35), 1 Solaranlage für Warmwasser (Vorjahr: 5) sowie 20 Wärmepumpenboiler (Vorjahr: 14).

Neben den Erträgen aus dem operativen Geschäft erzielte das Unternehmen aus der Vermietung nichtbetrieblicher Liegenschaften Erträge in Höhe von rund 440'000 CHF. Der hohe Bestand an flüssigen Mitteln und Wertschriften von zusammen 23.6 (Vorjahr: 20.3) Mio. CHF brachte einen positiven Finanzertrag von rund 641'000 CHF (Vorjahr: rund 638'000 CHF). Das Finanzergebnis blieb mit rund 1.1 Mio. CHF damit in etwa stabil. Während der Betriebsertrag im 2014 um 0.5% tiefer lag, gab es beim Betriebsaufwand einen Anstieg um 2.2% auf 28.8 Mio. CHF. Grund dafür war ein um rund 500'000 CHF gesteigener Materialaufwand als Folge der Projekte Solaranlage im Grünfeld und der weiteren Einführung vom Smart Grid. Das Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) fiel damit um 10.9% auf 6.9 Mio. CHF. Da die Abschreibungen mit 3.2 Mio. CHF um 20.5% unter dem Vorjahreswert lagen, blieb das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) sowie auch das Vorsteuerergebnis stabil. Bei den Abschreibungen ist zu erwähnen, dass die im 2014 erfolgte Beteiligung an der Kraftwerk Doppel-power AG in Höhe von 1.2 Mio. CHF vollumfänglich abgeschrieben wurde. Bei einer minimal von 28.9 auf 28.7% gesunkenen Steuerquote lag der Jahresüberschuss mit 3.1 Mio. CHF auf Vorjahresniveau. Das Ergebnis traf mit 209.50 CHF je Aktie fast exakt den 2013er-Wert von 211.50 CHF.

## Aussichten

EWJR verzeichnet seit 2009 zwar einen Rückgang der Energieabgabemenge um rund 2.5%. Infolge von Preiserhöhungen stiegen die Umsätze in der Sparte seither jedoch um rund 10%. Während es beim Strom aufgrund der Beschränkung auf das bestehende Versorgungsgebiet nur geringe Steigerungsmöglichkeiten – beispielsweise durch Bevölkerungszuwachs, Preiserhöhungen und das Wachstum in der Produktion des eigenen Solarstroms – geben dürfte, verbuchte EWJR in der Haustechnik schöne Zuwächse. Seit 2009 kletterten die Erträge der Sparte um rund 48%.

Unter der Voraussetzung konstanter Energieumsätze im 2015 und stabiler Erträge in der Haustechnik ist wegen des einmaligen Abschreibungseffekts aus der

«Die Netzqualität der EWJR war auch im vergangenen Jahr weit überdurchschnittlich.»

«Im Strombereich dürfte es aufgrund der Beschränkung auf das Versorgungsgebiet nur geringe Steigerungsmöglichkeiten geben.»

Beteiligung an der Kraftwerk Doppelpower AG im 2015 und der höheren Aufwendungen im Materialbereich von 500'000 CHF mit einem Anstieg des Jahresüberschusses nach Steuern um etwa 1.1 Mio. CHF auf rund 4.2 Mio. CHF entsprechend etwa 280 CHF je Aktie zu rechnen. Nachdem die Dividende bei EWJR für 2014 stabil auf dem Vorjahresniveau von 175 CHF (für 2012: 150 CHF) bleibt, könnte es insbesondere auch in Hinblick auf die starke Cashposition des Unternehmens nach einem erwarteten Gewinnanstieg in diesem Jahr für 2015 eine Anhebung der Zahlung beispielsweise auf 200 CHF je Aktie geben. Dadurch würde die Dividendenrendite von aktuell 3.5 auf 4.0% steigen.

## Fazit

Als Unternehmen der Energiebranche verfügt die Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG über einen konstant hohen Cashflow. Beim Gewinn ist wegen des Wegfalls insbesondere der Abschreibung auf die Beteiligung an der Kraftwerk Doppelpower AG 2015 mit Steigerungen zur rechnen. Zwar ist das operative Geschäft stark von der wirtschaftlichen Entwicklung und von der Witterung abhängig, und es besteht auch keine nennenswerte Steigerungsfantasie hinsichtlich der Umsatzzahlen.

Doch immerhin wäre das erwartete mittelfristige Bevölkerungswachstum der Gemeinde am Zürichsee von heute 26'000 auf 30'000 Einwohner in einigen Jahren ein moderater Wachstumstreiber. Interessant ist für die Anleger neben den mehr oder weniger stabilen und nachhaltigen Erträgen das Vermögen von EWJR. Die Immobilien sind deutlich unterbewertet. So wurden die Gebäude und Betriebsanlagen in 2013 zwar auf einen Erinnerungswert in Höhe von 1 CHF komplett abgeschrieben, haben aber einen Brandversicherungswert von 54.3 Mio. CHF – entsprechend 3'620 CHF je Aktie.

Angesichts der Bilanzpolitik von EWJR sind die ausgewiesenen niedrigen Immobilienwerte nicht verwunderlich. So wurde das neue Betriebsgebäude zwar erst 2009 für etwa 6 Mio. CHF errichtet, ist inzwischen aber komplett abgeschrieben. Ähnliches zeigt sich bei der 2014 eingegangenen Beteiligung am Kraftwerk Doppelpower. Auch hier gab es die sofortige Vollabschreibung. Aber auch die Anteile an SN Energie AG von 14.3% und an SN Energie/Terravent von 10.7%

«Die konstante Geschäftsentwicklung, der erwartete Gewinnanstieg im 2015 und die hohe Substanz bieten Raum für eine Anhebung der Dividende.»

«Unter Berücksichtigung der stillen Reserven ist die Aktie weiterhin deutlich unterbewertet.»

## Peer-Group-Vergleich EW Jona-Rapperswil AG

Name	Kurs 18.6. CHF	Börsenwert in Mio. CHF	Bilanz- summe in Mio. CHF	EK- Quote	Umsatz in Mio. CHF	KGV 2014	KBV 2014	Dividen- denrendite in %
AEK	25'000	150.0	269.9	62.5	143.3	14.5	0.8	3.2
IBAAarau	1'050	315.0	454.0	73.4	147.5	15.7	0.9	2.2
WWZ	13'000	650.0	879.3	86.5	237.5	17.0	0.9	2.3
<b>EW Jona-Rapperswil</b>	<b>5'000</b>	<b>75.0</b>	<b>31.7</b>	<b>27.2</b>	<b>35.7</b>	<b>23.4</b>	<b>8.5</b>	<b>3.6</b>

Quelle: Geschäftsberichte, www.otc-x.ch

finden sich in der Bilanz nur in Höhe eines Erinnerungswerts von 1 CHF. Bei einem Jahresgewinn von SN Energie AG im 2014 von 5.8 Mio. CHF dürfte dabei allerdings alleine der 14%ige Anteil von EWJR an SN Energie AG einen Marktwert von geschätzt etwa 800 bis 1000 CHF je EWJR-Aktie haben.

Daneben verfügt das Unternehmen über einen hohen Bestand an Cash und Wertpapieren in Höhe von 23.6 Mio. CHF – rund 1'575 CHF je Aktie – und über Rückstellungen in Fonds für Energieeffizienz und Erneuerung für Verteilung von zusammen 13.3 Mio. CHF – oder rund 885 CHF je Aktie. Rein bezogen auf das ausgewiesene Eigenkapital kommt EWJR zwar auf ein im Branchenvergleich hohes Kurs/Buchwert-Verhältnis. Bei einem Buchwert von rund 650 CHF je Aktie beträgt das KBV stattliche 7.5. Immerhin ist die Aktie im Vergleich zu Bewertungsniveaus in früheren Jahren im Bereich von 20er-KGVs nun aber mit einem erwartetem 17er-KGV auf Basis 2015 doch schon etwas moderater bewertet. Zudem sind in der Bilanz nicht nur die stillen Reserven auf Grundstücke schwer ersichtlich – es gibt auch mehrere Immobilien, die auf Erbpachtbasis vermietet sind – sondern auch das Leitungsnetz sowie zwei Unterwerke werden nicht gezeigt. Berücksichtigt man diese Assets und ihren Anschaffungswert von geschätzten 75 Mio. CHF, sowie den Anteil an SN Energie, dann ist EWJR mit seinem Marktwert von 73.5 Mio. CHF auch in Hinblick auf die Dividende unterbewertet.

**«Unter Berücksichtigung der stillen Reserven ist die Aktie weiterhin deutlich unterbewertet.»**

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Weder EWJR noch die Beteiligung SN Energie AG mit ihren Beteiligungen an den Atomkraftwerken Gösgen und Leibstadt haben eine Nachschussverpflichtung für den Rückbau der Kernkraftwerke.</li> <li>– Die Energiestrategie 2050 erfordert wahrscheinlich keine aussergewöhnlich hohen Investitionen in das Leitungsnetz.</li> <li>– Zusammen mit den stillen Reserven und Rückstellungen sowie dem Leitungsnetz besitzt das Unternehmen im Vergleich zur Marktkapitalisierung hohe Vermögenswerte.</li> <li>– Stabiles Geschäft mit hohen Cashflows.</li> <li>– Die Aktie zählt zu den renditestarken Papieren auf OTC-X.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Konzentration nur auf das lokale Geschäft und entsprechend nur moderate Wachstumsperspektiven.</li> <li>– Abhängigkeit von der Witterung und Konjunktur kann das Ergebnis mehr oder weniger stark beeinflussen</li> <li>– Die Bilanzierung lässt viel Gestaltungsspielraum offen, der zur fortlaufenden Senkung der ausgewiesenen Assets genutzt wird. Das macht es für Aktionäre schwer, den wahren Wert des Unternehmens zu ermitteln.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Nachdem Schweizer Stromaktien in den letzten Jahren deutlich an Wert verloren haben, könnte die Wiederentdeckung des Sektors auch bei EWJR deutlich höhere Notierungen bringen. Vor fünf Jahren kostete die Aktie noch rund 8'000 CHF.</li> <li>– Die Aufdeckung der stillen Reserven und tatsächlichen Vermögenswerte in der Bilanz könnten der Aktie einen Schub bringen.</li> <li>– Starkes Bevölkerungswachstum im Versorgungsgebiet.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Bei den Industriekunden mit Abnahmemengen von über 100'000 kWh pro Jahr könnte es durch überregionale Mitbewerber zu Preisdruck und sinkender Abnehmerzahl kommen.</li> </ul>



## Bilanz und Erfolgsrechnung nach OR (Auszug) Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil AG

Bilanz	2013	2014	Veränd. in %
<b>Aktiven</b>			
Flüssige Mittel & Wertschriften	20'346'671	23'632'797	16.2
Übriges Umlaufvermögen	9'875'019	7'642'702	-22.6
Anlagevermögen	1'593'362	384'158	-75.9
<b>Total Aktiven</b>	<b>31'815'053</b>	<b>31'659'657</b>	<b>-0.5</b>
<i>Ergänzende Angaben Aktiven</i>			
Goodwill	0	0	n.a.
<b>Passiven</b>			
<b>Fremdkapital</b>			
kfr. Fremdkapital	9'282'296	9'542'801	2.8
lfr. Fremdkapital	13'300'000	13'510'000	1.6
Total Fremdkapital	22'582'296	23'052'801	2.1
<i>Ergänzende Angaben Fremdkapital</i>			
Rückstellungen	17'368'617	18'099'058	4.2
<b>Eigenkapital</b>			
Aktienkapital	750'000	750'000	0.0
Allg. gesetzliche Reserven	375'000	375'000	0.0
Reserven für eigene Aktien	1'593'360	1'144'110	-28.2
Gewinnreserven	3'242'294	5'482'757	0.7
Bilanzgewinn	3'272'102	3'143'209	-4.0
Total Eigenkapital	9'232'758	8'606'856	-6.8
<b>Total Passiven</b>	<b>31'815'053</b>	<b>31'659'657</b>	<b>-0.5</b>
<b>Erfolgsrechnung</b>			
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	
Nettoumsatz	36'940'093	35'661'246	-20.5
Abschreibungen	4'003'560	6'901'955	-19.6
<b>EBITDA</b>	<b>8'581'102</b>	<b>6'901'955</b>	<b>-19.6</b>
<b>EBIT</b>	<b>4'577'542</b>	<b>3'718'375</b>	<b>-18.8</b>
Finanzaufwand	35'628	49'231	38.2
Steuern	1'368'000	1'347'000	-1.5
<b>Reingewinn</b>	<b>3'173'916</b>	<b>3'143'209</b>	<b>-4.0</b>

Quelle: Geschäftsberichte 2013, 2014

## 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.