

17. Januar 2019
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Noratis AG

Zwei lukrative Portfolioverkäufe

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 22,80 Euro | Kursziel: 32,00 Euro

Analyst: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Gewinnziele für 2018 wohl erreicht



Stammdaten

| | |
|--------------------------------|----------------------|
| Sitz: | Eschborn |
| Branche: | Wohnimmobilien |
| Mitarbeiter: | 42 |
| Rechnungslegung: | HGB |
| ISIN: | DE000A2E4MK4 |
| Kurs: | 22,80 Euro |
| Marktsegment: | Scale |
| Aktienanzahl: | 3,6 Mio. Stück |
| Market-Cap: | 82,1 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 156,1 Mio. Euro |
| Free Float: | 45,5 % |
| Kurs Hoch/Tief (12M): | 28,57 / 19,38 Euro |
| Ø Umsatz (Xetra, 12 M): | 87,0 Tsd. Euro / Tag |

| GJ-Ende: 31.12. | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|--------|--------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 68,0 | 57,4 | 76,5 |
| EBIT (Mio. Euro) | 15,2 | 15,4 | 17,3 |
| Jahresüberschuss | 8,7 | 9,0 | 9,7 |
| EpS | 2,97 | 2,49 | 2,71 |
| Dividende je Aktie | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| Umsatzwachstum | 52,6% | -15,6% | 33,4% |
| Gewinnwachstum | 106,1% | 3,6% | 8,5% |
| KUV | 1,21 | 1,43 | 1,07 |
| KGV | 9,5 | 9,1 | 8,4 |
| KCF | 6,38 | - | - |
| EV / EBIT | 10,3 | 10,2 | 9,0 |
| Dividendenrendite | 6,6% | 6,6% | 6,6% |

Aktuelle Entwicklung

Noratis hat seine Ankündigung umgesetzt und noch im letzten Jahr ein größeres Portfolio veräußert, mit dem das Unternehmen die eigene Prognose, den Vorsteuergewinn in 2018 gegenüber dem Vorjahr zu steigern, erfüllt haben dürfte. Bei dem Verkauf handelte es sich um 100 kleinere Wohnungen in Frankfurt-Niederrad (Gesamtmietfläche von 5.400 qm), die sich bereits seit Ende 2015 im Noratis-Besitz befunden hatten. Angesichts der zwischenzeitlichen Preisentwicklung am Wohnungsmarkt dürfte Noratis hierbei eine hohe Marge erzielt haben. Bereits nach dem Jahreswechsel folgte ein weiterer Verkauf in vergleichbarer Größenordnung, so dass auch der Start ins neue Jahr mit hohen Verkaufserlösen unterlegt ist. Hierbei wurden 106 Wohnungen in Zweibrücken und vor allem in Trier mit einer Gesamtmietfläche von 9.300 qm veräußert, die aus mehreren Ankäufen stammten und sich im Durchschnitt rund 2,5 Jahre im Portfolio befunden haben. Da in dieser Zeit umfassende energetische Maßnahmen sowie eine Modernisierung der Objekte umgesetzt worden sind, dürfte auch hierbei eine sehr ansehnliche Marge erzielt worden sein.

Fazit

Der positive Newsflow entspricht sowohl den Ankündigungen des Unternehmens als auch unseren Erwartungen. Nachdem Noratis in den ersten neun Monaten 2018 vor allem auf der Einkaufsseite größere Zuwächse verzeichnen konnte, folgten nun die Verkäufe und damit die Umsätze. Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen dürften aber die Umsätze niedriger, und dafür die Margen höher ausgefallen sein. In Summe dürfte unsere Ergebnisschätzung für 2018 hierdurch erreicht worden sein, doch die geringere Umsatzdynamik nehmen wir zum Anlass, unsere diesbezüglichen Erwartungen für 2019 etwas zu korrigieren. In Summe resultiert hieraus ein neuer fairer Wert von 32,00 Euro, auf dessen Basis wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: DCF-Modell

| Mio. Euro | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 57,4 | 76,5 | 90,6 | 103,6 | 116,1 | 127,6 | 139,0 | 150,2 |
| Umsatzwachstum | | 33,4% | 18,4% | 14,3% | 12,1% | 9,9% | 9,0% | 8,0% |
| EBIT-Marge | 26,8% | 22,6% | 22,6% | 22,6% | 22,4% | 22,2% | 21,9% | 21,6% |
| EBIT | 15,4 | 17,3 | 20,5 | 23,4 | 26,0 | 28,3 | 30,5 | 32,5 |
| Steuersatz | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 4,6 | 5,2 | 6,2 | 7,0 | 7,8 | 8,5 | 9,1 | 9,8 |
| NOPAT | 10,8 | 12,1 | 14,4 | 16,3 | 18,2 | 19,8 | 21,3 | 22,8 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Brutto Cashflow | 10,8 | 12,2 | 14,5 | 16,5 | 18,3 | 19,9 | 21,5 | 22,9 |
| - Zunahme Net Working Capital | -79,3 | -17,8 | -19,5 | -21,5 | -22,5 | -23,3 | -24,0 | -24,5 |
| - Investitionen AV | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Free Cashflow | -68,5 | -5,7 | -5,2 | -5,2 | -4,3 | -3,6 | -2,7 | -1,8 |

SMC Schätzmodell

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| 1. Immat. VG | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| 2. Sachanlagen | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| II. UV Summe | 126,6 | 191,9 | 212,6 | 234,8 | 257,8 | 281,4 | 305,6 | 330,3 | 350,5 |
| 1. Vorratsvermögen | 99,2 | 178,6 | 196,4 | 216,1 | 237,7 | 260,3 | 283,7 | 307,8 | 332,4 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 29,3 | 49,2 | 54,4 | 61,2 | 68,6 | 76,6 | 85,1 | 94,1 | 103,5 |
| II. Rückstellungen | 7,3 | 7,4 | 7,5 | 7,6 | 7,7 | 7,8 | 7,9 | 8,0 | 8,1 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 85,5 | 129,7 | 144,4 | 159,1 | 173,8 | 188,5 | 203,2 | 218,2 | 228,2 |
| 2. Kurzfristiges FK | 5,7 | 6,9 | 7,6 | 8,4 | 9,2 | 10,1 | 11,0 | 11,7 | 12,4 |
| BILANZSUMME | 127,8 | 193,1 | 213,9 | 236,2 | 259,2 | 282,9 | 307,2 | 331,9 | 352,2 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 68,0 | 57,4 | 76,5 | 90,6 | 103,6 | 116,1 | 127,6 | 139,0 | 150,2 |
| Rohertrag | 21,5 | 21,3 | 22,8 | 26,3 | 29,4 | 32,4 | 35,0 | 37,5 | 39,9 |
| EBITDA | 15,3 | 15,5 | 17,4 | 20,6 | 23,5 | 26,1 | 28,4 | 30,6 | 32,7 |
| EBIT | 15,2 | 15,4 | 17,3 | 20,5 | 23,4 | 26,0 | 28,3 | 30,5 | 32,5 |
| EBT | 12,2 | 12,8 | 13,9 | 16,6 | 18,9 | 20,9 | 22,6 | 24,1 | 25,5 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 8,7 | 9,0 | 9,7 | 11,6 | 13,2 | 14,6 | 15,8 | 16,9 | 17,8 |
| JÜ | 8,7 | 9,0 | 9,7 | 11,6 | 13,2 | 14,6 | 15,8 | 16,9 | 17,8 |
| EPS | 2,97 | 2,49 | 2,71 | 3,23 | 3,67 | 4,07 | 4,39 | 4,69 | 4,95 |

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 12,9 | -70,2 | -7,9 | -7,8 | -8,2 | -7,7 | -7,4 | -7,0 | -6,5 |
| CF aus Investition | -4,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| CF Finanzierung | 3,3 | 55,9 | 10,5 | 10,1 | 9,2 | 8,4 | 7,7 | 7,1 | 1,6 |
| Liquidität Jahresanfa. | 5,8 | 17,9 | 3,5 | 5,9 | 8,1 | 8,9 | 9,4 | 9,5 | 9,4 |
| Liquidität Jahresende | 17,9 | 3,5 | 5,9 | 8,1 | 8,9 | 9,4 | 9,5 | 9,4 | 4,3 |

Kennzahlen

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 52,6% | -15,6% | 33,4% | 18,4% | 14,3% | 12,1% | 9,9% | 9,0% | 8,0% |
| Rohertragsmarge | 31,7% | 37,1% | 29,8% | 29,0% | 28,4% | 27,9% | 27,4% | 27,0% | 26,6% |
| EBITDA-Marge | 22,5% | 26,9% | 22,7% | 22,8% | 22,7% | 22,5% | 22,3% | 22,0% | 21,8% |
| EBIT-Marge | 22,4% | 26,8% | 22,6% | 22,6% | 22,6% | 22,4% | 22,2% | 21,9% | 21,6% |
| EBT-Marge | 18,0% | 22,3% | 18,2% | 18,3% | 18,2% | 18,0% | 17,7% | 17,4% | 17,0% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 12,7% | 15,6% | 12,7% | 12,8% | 12,8% | 12,6% | 12,4% | 12,2% | 11,9% |

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 17.01.2019 um 9:10 Uhr fertiggestellt und am 17.01.2019 um 9:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

| | |
|-----------------|--|
| Strong Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein. |
| Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein. |
| Speculative Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein. |
| Hold | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen. |
| Sell | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 26.10.2018 | Buy | 33,80 Euro | 1), 3), 4) |
| 25.06.2018 | Buy | 34,00 Euro | 1), 3) |
| 09.04.2018 | Buy | 35,30 Euro | 1), 3) |
| 22.02.2018 | Buy | 33,90 Euro | 1), 3), 4) |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Research-Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.