

Noratis AG

Datum: 27.11.2017

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		30,00 (zuvor: 26,50)
Kurs (Xetra) (in Euro)		18,26
24.11.2017	17:35 Uhr	
Kurspotenzial		64%

Unternehmensdaten	
Branche	Immobilien/Wohnen
Marktsegment	Scale
ISIN	DE000A2E4MK4
Reuters	NUVG.DE
Bloomberg	NUVA

Noratis profitiert von höherer Zahl an Abverkäufen

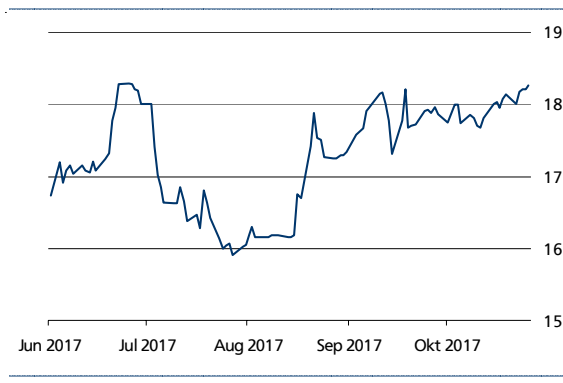
- ⇒ Noratis wird u.E. das Jahr 2017e auf Grund des Abverkaufs des Dormagen-Portfolios mit Rekordwerten abschließen (unsere Prognose bereinigtes EBT: 13,6 (Guidance: ca. 13,5) Mio. Euro). Die Dividendenrendite (DpS 2017e inkl. Bonuszahlung: 1,60 Euro) dürfte bei überdurchschnittlichen 9% liegen.
- ⇒ Die Jahre 2018e und 2019e sollten deutlich stärker als erwartet ausfallen (unsere Nettoergebnis-Prognose: +44% bzw. +49%; 2020e: +6%). Die bereits erworbenen Portfolios Frankfurt II und Ratzeburg (Kauf 2017) dürften schneller abverkauft werden (bisher Verkauf nach 2 bis 3 Jahren unterstellt) und damit eine hohe Dividende ermöglichen (jeweils 1,65 (zuvor: 1,15) Euro je Aktie). Zudem tun sich neue Opportunitäten bspw. in Frankfurt auf. Wir erwarten daher eine Forcierung des Wachstums.
- ⇒ Die Aktie dürfte sich u.E. als überdurchschnittlich attraktiver Dividentitel mit einer drei bis vier Mal so hohen Dividendenrendite wie Bestandshalter etablieren. Wir bekräftigen daher unser Kaufen-Votum und haben unser Kursziel infolge der angehobenen Prognosen auf 30,00 (zuvor: 26,50) Euro erhöht.

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,920
Streubesitz	31,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	53,3
∅ Tagesumsatz (Stück)	-
52W Hoch	24.07.2017
52W Tief	13.09.2017
	18,44 Euro
	15,90 Euro

Termine	
Deutsches Eigenkapitalforum	28.11.17
Q4-Zahlen	Mai 2018

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	1,8%	1,5%
3 Monate	13,6%	6,0%
6 Monate	-	-
12 Monate	-	-

Index-Gewichtung
Keine Indexzugehörigkeit




Quelle: Noratis AG; Bloomberg

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	23,8	44,6	64,8	74,2	79,4	98,6
davon Verkauf	19,0	37,8	58,7	65,7	68,2	85,0
davon Miete	4,8	6,7	6,1	8,4	11,2	13,6
Rohertag	6,1	13,1	20,0	21,6	23,2	27,0
Rohmarge	25,4%	29,5%	30,9%	29,2%	29,2%	27,4%
EBITDA	3,8	10,0	15,1	17,9	19,3	22,7
EBITDA-Marge	16,0%	22,3%	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%
Nettoergebnis	1,1	4,1	8,4	9,8	10,3	12,4
Ergebnis je Aktie	0,54	2,07	3,42	3,37	3,51	4,23
Dividende je Aktie	0,67	0,50	1,60	1,65	1,65	2,00
Stetige Einnahmen	2,4	4,1	3,8	5,2	6,7	8,0
Operative Kosten	-2,3	-3,4	-3,8	-4,1	-4,3	-4,9
Immobilienvorräte	89,3	80,2	103,9	188,5	215,7	242,6
Eigenkapitalquote	4,1%	7,6%	22,5%	17,0%	17,8%	19,2%
Cash Earnings (CE)	3,2	9,5	10,4	13,8	14,9	17,6
CE / Umsatz	13,5%	21,4%	16,0%	18,6%	18,8%	17,8%
EV / EBITDA	-	-	8,1	6,8	6,3	5,4
KGV	-	-	5,3	5,4	5,2	4,3
KBV	-	-	1,9	1,6	1,3	1,1
Dividendenrendite	-	-	8,8%	9,0%	9,0%	11,0%

Zahlen in Mio. Euro (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie in Euro)

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Kontakt
 Independent Research GmbH

Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
Internet: www.irffm.de

Erstellung abgeschlossen am 27.11.17 um 8:30 Uhr
Erstmalige Weitergabe am 27.11.17 um 8:45 Uhr
Ersteller: M. Engelmayer; S. Röhle, CFA (Analysten)
E-Mail: mengelmayer@irffm.de; sroehle@irffm.de

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Inhaltsverzeichnis

▪	Investment Case	3
▪	SWOT-Analyse	3
▪	Bewertung	4
→	Bewertungsfazit	4
→	Dividend Discount-Modell	4
→	Economic Value Added-Modell	6
→	Indikative Peer Group	7
▪	Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse	9
→	Ergebnisanalyse	9
→	Finanzanalyse	14
▪	Unternehmensüberblick	16
→	Unternehmensprofil	16
→	Historische Entwicklung	17
→	Management	18
→	Unternehmensdaten und Aktionärsstruktur	19
▪	Geschäftsmodell und strategische Perspektiven	20
▪	Marktumfeld und Wettbewerber	23
▪	Anhang	29
▪	Rechtliche Hinweise	34

Investment Case

Stabile Cashflows und hohe Veräußerungsgewinne

DpS 2017e von 1,60 Euro durch Abverkauf des Dormagen-Portfolios gesichert

Prognosen für 2018e und 2019e auf Grund schneller Abverkäufe spürbar erhöht

Verdreifachung der Immobilienvorräte bis 2020e

Dividendenrendite 2020e von 11%

Fairer Wert von 30,77 (zuvor: 26,58) Euro je Aktie

- Der Immobilien-Bestandsentwickler Noratis hat sich auf die Entwicklung von Bestandswohnimmobilien in B- und C-Lagen konzentriert. Das Geschäftsmodell kombiniert u.E. die Stärken von Immobilien-Bestandshaltern (positive Cashflows aus der Vermietung) und Immobilien-Projektentwicklern (hohe Rendite beim Verkauf auf Grund der tiefen Wertschöpfung durch Modernisierung, professionelles Asset Management etc.).
- Die Rekordzahlen des H1 2017 (Nettoergebnis: 3,3 (0,7) Mio. Euro) belegen u.E. den Erfolg des Geschäftsmodells. Auf Grund des Abverkaufs des Dormagen-Portfolios (weitere Transaktion im September verkündet) sehen wir unsere 2017er-Prognosen als gut unterlegt an. Wir rechnen daher inklusive Bonuszahlung aus dem Dormagen-Deal mit einem DpS von 1,60 Euro je Aktie und damit einer Dividendenrendite von knapp 9%.
- Es zeichnet sich mittlerweile ab, dass der Abverkauf vor allem des Immobilienportfolios Frankfurt II (bereits Gespräche mit Investoren) und zum Teil des Immobilienportfolios Ratzeburg deutlich schneller als von uns erwartet erfolgen dürfte. Wir haben daher unsere Prognosen für 2018e (Nettoergebnis: 9,8 (zuvor: 6,8; 2017e: 8,4) Mio. Euro) und 2019e (10,3 (zuvor: 6,9) Mio. Euro) spürbar erhöht.
- Wir erwarten, dass Noratis das Wachstum nochmals forcieren wird. Hintergrund sind Opportunitäten u.a. in Frankfurt bzw. im Umland (kürzlich Projekt in Frankfurt-Fechenheim erworben). Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir, dass Noratis seinen Immobilienbestand bis Ende 2020e auf 243 (zuvor: 203; 31.12.16: 80) Mio. Euro und das EBITDA auf 22,7 (zuvor: 20,9; 2016: 10,0) Mio. Euro verdoppeln bis verdreifachen kann.
- Wir sehen Noratis als Dividentitel (unterstellte Ausschüttungsquote: 50%). Unsere erhöhten DpS-Prognosen für 2018e und 2019e auf jeweils 1,65 (zuvor: jeweils 1,15) Euro (Dividendenrendite: 9%) fußen auf dem erwarteten schnelleren Abverkauf des aktuellen Immobilienbestands. Die Investitionen der liquiden Mittel (u.a. erfolgreiches IPO 2017) dürften dann 2020e voll zum Tragen kommen (DpS: 2,00 Euro; Dividendenrendite: 11%).
- Wir errechnen für Noratis einen fairen Wert von 89,8 (zuvor: 77,6) Mio. Euro bzw. 30,77 (zuvor: 26,58) Euro je Aktie (DDM- und EVA-Modell). Die implizierten KGVs (z.B. 2018e: 9,1) untermauern u.E. unsere Bewertung, da sich die KGVs zwischen dem von volatilen Projektentwicklern (2018e: 7,6) und cashflowgetriebenen Bestandshaltern (2018e: 17,5) bewegen.

SWOT-Analyse	
Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ■ Starker Track Record mit 15 ausschließlich profitabel abgeschlossenen Projekten seit 2014 ■ Große Wertschöpfungstiefe (Modernisierung, Asset Management) ■ Laufende Mieterlöse verstetigen Cashflow und decken operative Kosten ■ Hohe Dividendenrendite (Ziel: doppelt so hoch wie bei Bestandshaltern) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kapital im Durchschnitt zwei bis drei Jahre in einem Projekt gebunden - bis dato limitierte Eigenkapitalausstattung hatte Wachstum gebremst ■ Volatiles Projektgeschäft - Immobilienankauf/-verkauf schwer planbar ■ Herausforderndes Marktumfeld an B- und C-Standorten - Einzelprojekte bedürfen intensiven Screenings zur Vermeidung von Fehlinvestitionen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ■ Mit Erlösen aus IPO etc. u.E. Verdreifachung der Immobilienvorräte darstellbar - Markt für Wohnungen aus 20er bis 80er Jahren ist enorm ■ Skalierungspotenzial: Investitionen in IT/Personal fast abgeschlossen ■ Hohe Nachfrage an B-/C-Standorten bei vergleichbar stabilen Kaufpreisen ■ Potenzial weiterer Flagship-Großprojekte wie Dormagen (755 Einheiten) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Verringerung des teilweise hohen Leerstands bzw. Abverkauf der Immobilien gestaltet sich schwieriger als geplant ■ Bisher stabile Kaufpreise in B-/C-Lagen beginnen deutlich zu steigen ■ Schwierigkeiten bei einem Projekt schlagen auf das gesamte Unternehmen durch (keine SPVs oder non-recourse-Finanzierungen)

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bewertung

Bewertungsfazit

Fairer Wert: 30,77 (zuvor: 26,58) Euro je Aktie

Wir haben die Noratis AG mit einem Dividend Discount-Modell (DDM-Modell) und einem Economic Value Added-Modell (EVA-Modell) bewertet. Die aus dem erhöhten finanziellen Spielraum (u.a. erfolgreiches IPO 2017) ermöglichte Wachstumsbeschleunigung haben wir in unseren Prognosen und unserer Bewertung berücksichtigt. Eine Peer Group-Bewertung ist u.E. nicht zielführend. Noratis profitiert auf der einen Seite wie ein Immobilien-Bestandshalter vom Erwerb bereits vermieteter Wohnimmobilien mit planbaren Mieterträgen. Auf der anderen Seite weist das Immobilien-Bestandsentwicklergeschäft nicht die typischen hohen Projektentwicklerrisiken auf. Als einzig vergleichbares Peer Group-Unternehmen sehen wir ACCENTRO, deren regionaler Fokus bisher auf Berlin lag, aber derzeit auf weitere Standorte wie Leipzig ausgeweitet wird. Wir ermitteln für Noratis einen fairen Wert von gemittelt 89,8 (zuvor: 77,6) Mio. Euro bzw. 30,77 (zuvor: 26,58) Euro je Aktie. Der höhere faire Wert reflektiert die wertsteigernden Effekte des schnelleren Abverkaufs einiger Immobilienportfolios (vor allem Frankfurt II und Ratzeburg; daher signifikante Erhöhung unserer Prognosen für 2018e und 2019e) und der Investition der u.a. aus dem IPO zugeflossenen Finanzmittel (Pipeline u.a. mit Projekten in Frankfurt und dem Umland). Das implizierte KGV 2017e bis 2020e von 7,3 bis 9,1 ist u.E. moderat. Hervorzuheben ist die auf Basis des fairen Wertes implizierte attraktive Dividendenrendite von 5,2% bis 6,5%.

Noratis AG		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Dividend Discount-Modell (DDM)	34,29	50%
Economic Value Added-Modell (EVA)	27,25	50%
Gewichteter fairer Wert	30,77	
Kursziel		30,00
Quelle: Independent Research		

Ausschüttungsquote: 50%

Dividend Discount-Modell

DDM-Modell berücksichtigt aus Cashflow gespeistes organisches Wachstum

Unser DDM-Modell basiert auf einem Dreiphasenansatz. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Planungen für die Jahre 2017e bis 2020e. Wir haben im Rahmen der Zielsetzung des Noratis-Managements die Ausschüttung von 50% des Nettogewinns als Dividende unterstellt. In der Phase II gehen wir ab 2021e in eine Trendanalyse über. Das Wachstum des Nettoergebnisses und damit der Dividendenzahlung wird dabei von der Innenfinanzierungskraft von Noratis zur weiteren Steigerung der Immobilienvorräte bestimmt. Bei einer unveränderten Ausschüttungsquote von 50% stehen der Gesellschaft somit jährlich 50% des Nettogewinns (entspricht bei Noratis fast exakt auch dem Cashflow) zur Reinvestition in die Immobilienvorräte zur Verfügung. Den Leverage setzen wir dabei mit unverändert 25% an. In der Phase III

Noratis AG										
Dividend Discount-Modell										
Angaben in Mio. Euro	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	64,8	74,2	79,4	98,6	121,2	134,2	148,6	164,6	182,3	202,0
Wachstum ggü. Vj.	-	14,5%	7,1%	24,2%	22,9%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	80,8%	71,4%	42,1%	45,7%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Immobilienvorräte Jahresanfang	80,2	103,9	188,5	215,7	242,6	268,6	297,5	329,6	365,1	404,4
Veränderung Immobilienvorräte	23,7	84,6	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5
Immobilienvorräte Jahresende	103,9	188,5	215,7	242,6	268,6	297,5	329,6	365,1	404,4	447,9
EBIT	15,1	17,9	19,3	22,6	27,3	30,3	33,5	37,1	41,1	45,5
EBIT-Marge	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	8,4	9,8	10,3	12,4	14,5	16,0	17,8	19,7	21,8	24,1
Nettomarge	13,0%	13,3%	12,9%	12,5%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Dividendenausschüttung	-4,7	-4,8	-4,8	-5,8	-7,2	-8,0	-8,9	-9,8	-10,9	-12,1
Verbleibendes Kapital für Wachstum	-	-	-	6,5	7,2	8,0	8,9	9,8	10,9	12,1
Leverage (Eigenkapitalanforderung)	-	-	-	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Wachstum der Vorräte im Folgejahr	-	-	-	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5	48,2
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,460	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920
Ergebnis je Aktie (in Euro)	3,42	3,37	3,51	4,23	4,96	5,49	6,08	6,74	7,46	8,27
Wachstum ggü. Vj.	-	-1,5%	4,3%	20,5%	17,2%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Dividende je Aktie (in Euro)	1,60	1,65	1,65	2,00	2,48	2,74	3,04	3,37	3,73	4,13
Ausschüttungsquote	46,8%	49,0%	47,0%	47,3%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Barwerte je Aktie (in Euro)	1,58	1,47	1,32	1,44	1,61	1,60	1,60	1,59	1,59	1,58
Summe Barwerte je Aktie (in Euro)	15,39									
Terminalwert je Aktie (in Euro)	18,89	in % des Gesamtwerts: 55%								
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	34,29									

Modell-Parameter:

Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,5
		Risikoprämie:	5,0%
		Zins EK:	10,5%
Wachstum ew. Rente:	2,0%	Datum:	27.11.17

Quelle: Independent Research

Fairer Wert laut DDM-Modell: 34,29 (zuvor: 28,90) Euro je Aktie

(Terminalwert) unterstellen wir entsprechend der Inflationsrate ein langfristiges Wachstum des Nettoergebnisses um 2% (Ausschüttungsquote: 50%).

Die Kapitalkosten (CAPM) ermitteln wir mit 10,5%. Das Beta von 1,5 berücksichtigt dabei die Volatilität des Projektgeschäfts, die durch die stabilen Mieterträge jedoch abgemildert wird. Insgesamt ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals von 100,1 (zuvor: 84,4) Mio. Euro bzw. 34,29 (zuvor: 28,90) Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz (Cost of Equity)			
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Wachstum ewige Rente	1,5%	35,44	33,16	31,12	29,30
	2,0%	36,76	34,29	32,10	30,14
	2,5%	38,26	35,56	33,18	31,07
	3,0%	39,98	37,00	34,40	32,12

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Economic Value Added-Modell

Noratis AG										
Economic Value Added-Modell										
Angaben in Mio. Euro	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	64,8	74,2	79,4	98,6	121,2	134,2	148,6	164,6	182,3	202,0
Wachstum ggü. Vj.	-	14,5%	7,1%	24,2%	22,9%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	80,8%	71,4%	42,1%	45,7%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Capital Employed Jahresanfang	79,9	103,6	188,2	215,4	242,1	268,1	297,0	329,0	364,4	403,6
Veränderung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung Immobilienvorräte	23,7	84,6	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5
Wachstum ggü. Vj.	-	256,4%	-67,9%	-1,1%	-3,2%	11,2%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Veränderung Working Capital	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Capital Employed Jahresende	103,6	188,2	215,4	242,1	268,1	297,0	329,0	364,4	403,6	447,1
Immobilienvorräte Jahresanfang	80,2	103,9	188,5	215,7	242,6	268,6	297,5	329,6	365,1	404,4
Veränderung Immobilienvorräte	23,7	84,6	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5
Immobilienvorräte Jahresende	103,9	188,5	215,7	242,6	268,6	297,5	329,6	365,1	404,4	447,9
EBIT	15,1	17,9	19,3	22,6	27,3	30,3	33,5	37,1	41,1	45,5
EBIT-Marge	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Ertragssteuern	-4,5	-5,4	-5,8	-6,8	-8,2	-9,1	-10,1	-11,1	-12,3	-13,7
NOPAT	10,6	12,5	13,5	15,8	19,1	21,2	23,5	26,0	28,8	31,9
ROCE (Basis: durchschn. Capital Employed)	11,5%	8,6%	6,7%	6,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Excess Return	4,4%	1,4%	-0,5%	-0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
NOPAT	10,6	12,5	13,5	15,8	19,1	21,2	23,5	26,0	28,8	31,9
Absolute Kapitalkosten	-5,7	-7,4	-13,5	-15,4	-17,3	-19,2	-21,2	-23,5	-26,1	-28,9
EVA	4,8	5,1	0,1	0,4	1,8	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0
Barwerte	4,8	4,7	0,0	0,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
Summe Barwerte	18,7									
Terminalwert	31,3	in % des Gesamtwerts: 63%								
Summe Economic Value Added	50,0	Modell-Parameter: Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 40% Fremdkapital: 60% Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,5 Risikoprämie FK: 4,0% Risikoprämie: 5,0% Tax-Shield: 30,0% Zins EK: 10,5% Zins FK: 4,9% Wachstum ew. Rente: 2,0% WACC: 7,1% Datum: 27.11.17								
+ Capital Employed	98,1									
+ Liquide Mittel	23,7									
- Finanzverschuldung	-92,3									
Marktwert Eigenkapital	79,6									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	2,920									
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	27,25									

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
Wachstum ewige Rente	1,5%	27,80	26,25	24,95	23,86
	2,0%	29,06	27,25	25,76	24,51
	2,5%	30,63	28,46	26,71	25,28
	3,0%	32,62	29,96	27,87	26,20

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Diskontierung der Excess Returns

Unser EVA-Modell beruht ebenfalls auf einem Dreiphasenansatz. Die Phase I basiert auf unseren Detailplanungen bis 2020e. Der starke Anstieg des Capital Employed bis Ende 2019e auf 215,4 (31.12.16: 79,9) Mio. Euro reflektiert u.a. die Investition der Erlöse aus dem IPO 2017. Ab 2021e gehen wir in der Phase II in die Trendanalyse über. Der Anstieg des Capital Employed und der Immobilienvorräte berücksichtigt wie im DDM-Modell die Innenfinanzierungskraft von Noratis. Wir haben eine EBIT-Marge von 22,5% und eine Ausschüttungsquote von 50% unterstellt. In der Phase III (Terminalwert) kalkulieren wir entsprechend der Inflation mit einem langfristigen Wachstum des EVA um 2%.

Fairer Wert laut EVA-Modell: 27,25 (zuvor: 24,27) Euro je Aktie

Die Kapitalkosten (WACC) setzen wir mit 7,1% an. Dabei unterstellen wir eine Zielkapitalstruktur (zu Marktwerten) mit 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital. Den fairen Wert des Eigenkapitals ermitteln wir mit 79,6 (zuvor: 70,9) Mio. Euro bzw. 27,25 (zuvor: 24,27) Euro je Aktie.

Indikative Peer Group

Immobilien-Bestandshalter und -Projektentwickler

Ein aus Investorensicht zentraler für die Noratis-Aktie sprechender Faktor ist die Dividendenstärke der Gesellschaft. Noratis vereint u.E. die Stärken eines Immobilien-Bestandshalters (stetige Einnahmen aus Mieterträgen) und die eines Immobilien-Projektentwicklers (hohe Cashflows aus dem Verkauf modernisierter Immobilien). Daher kann die Gesellschaft deutlich höhere Di-

Noratis AG																										
Peer Group: Dividende																										
	Wäh- rung	DpS								Ausschüttungsquote								Dividendenrendite								
		13	14	15	16	17e	18e	19e	20e	13	14	15	16	17e	18e	19e	20e	13	14	15	16	17e	18e	19e	20e	
Immobilien-Bestandshalter																										
Adler Real Estate	Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	-	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
ADO Properties	Euro	-	-	0,35	0,45	0,64	0,76	0,85	0,99	-	-	7%	4%	53%	51%	51%	51%	-	-	1%	1%	1%	2%	2%	2%	
BUWOG	Euro	-	0,69	0,69	0,69	0,74	0,78	0,92	0,99	-	-	173%	29%	68%	58%	64%	61%	-	6%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	
Dt. Wohnen	Euro	0,34	0,43	0,54	0,74	0,80	0,85	0,91	1,02	28%	15%	15%	16%	66%	65%	63%	64%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	
Grand City	Euro	0,00	0,00	0,20	0,25	0,71	0,78	0,86	0,86	0%	0%	7%	7%	61%	64%	64%	68%	0%	0%	1%	1%	4%	4%	5%	5%	
LEG Immobilien	Euro	1,73	1,96	2,26	2,76	3,06	3,35	3,54	4,02	69%	68%	60%	30%	73%	65%	66%	72%	5%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	
Peach Property	CHF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
RCM	Euro	0,00	0,03	0,03	0,04	-	-	-	-	0%	62%	35%	36%	-	-	-	-	0%	2%	2%	2%	-	-	-	-	
TAG Immobilien	Euro	0,35	0,50	0,55	0,57	0,62	0,69	0,73	0,77	167%	278%	47%	38%	76%	74%	73%	72%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	
Vonovia	Euro	0,67	0,74	0,94	1,12	1,32	1,43	1,52	1,55	31%	50%	43%	23%	74%	75%	76%	70%	4%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	
Median		0,17	0,43	0,45	0,51	0,71	0,78	0,86	0,99	14%	32%	25%	19%	66%	64%	64%	66%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	
Mittelwert		0,39	0,48	0,56	0,66	0,88	0,96	1,04	1,28	37%	59%	39%	18%	52%	50%	51%	57%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	
Immobilien-Projektentwickler																										
Eyemaxx	Euro	0,30	0,00	0,20	0,00	0,20	0,30	0,40	-	28%	0%	16%	0%	12%	16%	17%	-	4%	0%	4%	0%	2%	2%	3%	-	
GIEAG	Euro	0,00	0,48	0,24	0,24	-	-	-	-	-	94%	8%	-	-	-	-	-	0%	70%	22%	5%	-	-	-	-	
UBM	Euro	0,62	1,24	1,60	1,60	1,80	2,00	2,23	2,40	29%	35%	33%	41%	44%	44%	46%	-	4%	5%	4%	5%	4%	5%	6%	6%	
Median		0,30	0,48	0,24	0,24	1,00	1,15	1,31	2,40	28%	35%	16%	21%	28%	30%	32%	-	4%	5%	4%	5%	3%	4%	4%	6%	
Mittelwert		0,31	0,57	0,68	0,61	1,00	1,15	1,31	2,40	28%	43%	19%	21%	28%	30%	32%	-	3%	25%	10%	4%	3%	4%	4%	6%	
Immobilien-Bestandsentwickler																										
ACCENTRO	Euro	0,00	0,00	0,00	0,15	0,15	0,16	0,17	0,22	0%	0%	0%	14%	22%	20%	20%	24%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	3%	
Minimum		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Maximum		1,73	1,96	2,26	2,76	3,06	3,35	3,54	4,02	167%	278%	173%	41%	76%	75%	76%	72%	5%	70%	22%	5%	4%	5%	6%	6%	
Median		0,15	0,43	0,30	0,35	0,68	0,77	0,85	0,99	28%	25%	16%	16%	57%	54%	57%	64%	1%	2%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	
Mittelwert		0,33	0,47	0,54	0,62	0,84	0,93	1,01	1,28	32%	50%	32%	18%	46%	44%	45%	54%	2%	7%	4%	3%	2%	3%	3%	4%	
Noratis	Euro	-	-	-	-	1,60	1,65	1,65	2,00	-	-	-	-	47%	49%	47%	47%	-	-	-	-	9%	9%	9%	11%	

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 24.11.17

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Noratis AG

Peer Group: Trading Multiples

	Wäh- rung	EV / EBITDA								Med. 13-20	KGV								Med. 13-20
		13	14	15	16	17e	18e	19e	20e		13	14	15	16	17e	18e	19e	20e	
Immobilien-Bestandshalter																			
Adler Real Estate	Euro	6,3	7,4	18,2	11,0	11,4	14,0	14,5	13,0	12,2	1,5	1,6	7,8	6,9	7,5	8,7	10,1	-	7,5
ADO Properties	Euro	-	-	8,0	4,2	39,3	33,3	29,9	-	29,9	-	-	5,3	3,2	35,7	29,2	25,8	22,4	24,1
BUWOG	Euro	-	-	20,4	10,9	22,8	23,0	19,8	18,1	20,1	-	-	42,3	7,5	22,0	17,7	16,9	14,7	17,3
Dt. Wohnen	Euro	26,6	7,9	6,2	5,1	27,6	27,7	27,2	26,2	26,4	11,6	6,6	7,1	6,4	30,7	28,2	25,5	23,2	17,4
Grand City	Euro	4,4	7,3	9,7	5,3	22,5	20,6	19,0	18,3	14,0	2,3	6,8	7,9	4,9	16,4	15,7	14,2	15,0	11,0
LEG Immobilien	Euro	16,2	16,3	13,9	8,8	26,3	24,2	22,8	21,5	18,9	15,1	19,7	19,0	7,8	21,4	17,5	16,8	16,2	17,1
Peach Property	CHF	16,5	41,5	13,6	9,7	12,7	8,8	6,5	5,3	11,2	40,9	-	52,5	8,9	10,2	7,9	5,6	4,5	8,9
RCM	Euro	19,9	19,0	41,3	21,6	-	-	-	-	20,8	29,1	37,4	23,6	18,8	-	-	-	-	26,4
TAG Immobilien	Euro	23,8	17,4	13,1	10,6	21,8	21,1	20,3	20,0	20,2	41,8	53,4	9,7	8,5	18,9	16,5	15,6	14,6	16,1
Vonovia	Euro	7,0	11,6	9,1	6,5	28,4	24,7	23,7	23,9	17,7	8,0	18,0	13,1	6,4	22,3	20,8	19,9	17,9	18,0
Median		16,4	14,0	13,3	9,3	22,8	23,0	20,3	19,1	17,8	13,4	18,0	11,4	7,2	21,4	17,5	16,8	15,6	16,2
Mittelwert		15,1	16,0	15,3	9,4	23,6	21,9	20,4	18,3	17,2	18,8	20,5	18,8	7,9	20,6	18,0	16,7	16,1	18,4
Immobilien-Projektentwickler																			
Eyemaxx	Euro	30,5	180,4	11,4	180,6	10,2	8,7	7,9	-	11,4	6,4	6,5	4,4	6,6	7,8	6,5	5,4	-	6,5
GIEAG	Euro	16,1	7,9	3,2	70,4	-	-	-	-	12,0	-	1,4	0,4	-	-	-	-	-	0,9
UBM	Euro	13,7	17,7	17,5	30,2	21,9	18,4	15,1	-	17,7	7,1	6,5	7,3	7,9	9,8	8,7	8,3	-	7,9
Median		16,1	17,7	11,4	70,4	16,1	13,5	11,5	-	16,1	6,7	6,5	4,4	7,3	8,8	7,6	6,9	-	6,9
Mittelwert		20,1	68,6	10,7	93,7	16,1	13,5	11,5	-	16,1	6,7	4,8	4,0	7,3	8,8	7,6	6,9	-	6,9
Immobilien-Bestandsentwickler																			
ACCENTRO	Euro	12,2	22,3	52,1	8,8	9,8	8,6	8,2	7,8	9,3	22,4	-	3,9	6,8	11,9	10,2	9,6	9,1	9,6
Minimum		4,4	7,3	3,2	4,2	9,8	8,6	6,5	5,3	5,9	1,5	1,4	0,4	3,2	7,5	6,5	5,4	4,5	3,8
Maximum		30,5	180,4	52,1	180,6	39,3	33,3	29,9	26,2	36,3	41,8	53,4	52,5	18,8	35,7	29,2	25,8	23,2	32,4
Median		16,2	16,9	13,3	10,2	22,2	20,9	19,4	18,3	17,6	11,6	6,7	7,8	6,9	17,7	16,1	14,9	15,0	13,3
Mittelwert		16,1	29,7	17,0	27,4	21,2	19,4	17,9	17,1	18,7	16,9	15,8	14,6	7,7	17,9	15,6	14,5	15,3	15,5
Noratis	Euro	-	-	-	-	8,1	6,8	6,3	5,4	6,6	-	-	-	-	5,3	5,4	5,2	4,3	5,3

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 24.11.17

Drei bis vier Mal so hohe Dividendenrendite wie Immobilien-Bestandshalter

videnden als Immobilien-Bestandshalter und stetigere Dividendenausschüttungen als vom volatilen Projektgeschäft geprägte Immobilien-Projektentwickler zahlen. Deutlich wird dies an der Dividendenrendite von Noratis, die 2020e mit 11,0% drei bis vier Mal so hoch wie die der Immobilien-Bestandshalter mit 3% bis 4% sein dürfte (die Dividendenrendite liegt auch in den Vorjahren bereits höher). Die Dividendenausschüttungen der Immobilien-Projektentwickler Eyemaxx und GIEAG waren dagegen in den letzten Jahren volatil.

Implizierte KGVs spiegeln konservativen Bewertungsansatz wider

Unsere gemittelten fairen Wert für Noratis AG von 89,8 Mio. Euro bzw. 30,77 Euro je Aktie sehen wir fundamental mit implizierten KGVs von 7,3 (2020e) bis 9,1 (2018e) als moderat und gut unterlegt an. Die implizierten KGVs liegen zum einen unter denen der Immobilien-Bestandshalter, die auf Grund der stetigen Cashflows höhere Multiples aufweisen. Zum anderen bewegen sich die implizierten KGVs von Noratis über den Multiplikatoren von Immobilien-Projektentwicklern, deren KGVs auf Grund des ausschließlichen Fokus auf das Projektgeschäft in der Regel niedrig sind.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

Ergebnisanalyse

Hohe Nachfrage und keine Blasenbildung bei Kaufpreisen an B- und C-Standorten

Beachtlicher Track Record mit ausschließlich profitablen Projekten

Seit dem Beginn des Portfolioaufbaus 2011 hat Noratis laut des Managements alle Projekte mit Gewinn abgeschlossen. Das Wachstum wird von der hohen Nachfrage nach bezahlbarem, modernisiertem Wohnraum an B- und C-Standorten und stabilen Kaufpreisen getrieben. Dies zeigt sich in den durchschnittlichen Kennzahlen der 14 von 2014 bis 2016 abgewickelten Projekte:

- Immobilienverkauf: der Verkaufspreis liegt im Median mit 13,7x Istmiete deutlich über dem Kaufpreis mit 11,6x Istmiete; Durchschnitt Verkaufsrohmargin 2014 bis 2016: 21%
- Flagship-Projekt Dormagen mit 755 Wohnungen realisiert (gesteigerte Markt-Awareness)
- Mieten: durchschnittliche Verringerung der Leerstandsquoten um 8 Prozentpunkte

Abverkauf des Dormagen-Projekts sichert u.E. Gewinn und Dividende für 2017e

Rekordergebnis für 2017e u.E. gesichert...

In H1 2017 hat Noratis auf Grund des Abverkaufs eines Teils des Dormagen-Portfolios ein EBITDA (6,9 (2,9) Mio. Euro) und ein Nettoergebnis (3,3 (0,7) Mio. Euro) auf Rekordniveau vermeldet - trotz einmaliger IPO-Kosten von -1,5 Mio. Euro. U.E. sichert der Blockverkauf weiterer 221 Wohnungen in Dormagen in H2 2017e unsere Ergebnisprognose für 2017e (Nettoergebnis: 8,4 Mio. Euro) ab. Auf Basis dessen erwarten wir bei einer unterstellten Ausschüttungsquote von 50% (Basis: bereinigter Jahresüberschuss) für 2017e eine Dividende von 1,60 Euro je Aktie. Das bedeutet beim aktuellen Aktienkurs eine Dividendenrendite von 8,8%.

Bereits konkrete Gespräche mit potenziellen Käufern

...und hohe Nachfrage nach Projekten ermöglicht beschleunigten Abverkauf ab 2018e

Laut des Noratis-Managements hat in den letzten Wochen das Interesse von Investoren an einzelnen Projekten spürbar zugenommen. So laufen beispielsweise derzeit konkrete Gesprä-

Noratis AG							
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung							
Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Immobilienverkauf							
Umsatzerlöse	14,0	19,0	37,8	58,7	65,7	68,2	85,0
Abgang an Buchwerten/sonstige Kosten	-11,4	-15,3	-28,6	-42,1	-48,9	-51,2	-65,5
Rohhertrag	2,6	3,8	9,2	16,6	16,9	16,9	19,5
Rohmargin	18,4%	19,8%	24,4%	28,3%	25,7%	24,8%	23,0%
Zugang zu Buchwerten inkl. Capex	37,2	57,8	18,1	65,0	133,8	78,8	92,3
Immobilienvermietung							
Umsatzerlöse/Mieterträge	2,7	4,8	6,7	6,1	8,4	11,2	13,6
Kosten der Vermietung	-1,3	-2,5	-2,8	-2,6	-3,7	-5,0	-6,1
Rohhertrag	1,4	2,3	3,9	3,5	4,8	6,3	7,5
Rohmargin	53,0%	47,9%	57,9%	57,0%	56,3%	55,7%	55,0%
Umsatzerlöse gesamt	16,7	23,8	44,6	64,8	74,2	79,4	98,6
Rohhertrag gesamt	4,0	6,1	13,1	20,0	21,6	23,2	27,0
Rohmargin	24,1%	25,4%	29,5%	30,9%	29,2%	29,2%	27,4%
EBITDA	2,5	3,8	10,0	15,1	17,9	19,3	22,7
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	0,8	1,1	4,1	8,4	9,8	10,3	12,4

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Noratis AG

Aktuelles Bestandsportfolio und Projektpipeline

Angaben in Mio. Euro	Einheiten*	m²**	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	ff.
Ankauf											
Aktuelles Bestandsportfolio											
Frankfurt I	100	5.443									
Dormagen (Privatisierung)	88	5.896									
Krefeld	10	1.055									
Schwarzenbek	99	6.812									
Zweibrücken	13	1.176									
Trier I	36	3.333									
Großkrotzenburg	54	3.985									
Raum Erfurt	121	7.293					10,1				
Rügen (Privatisierung)	66	4.383					7,1				
Riedstadt	24	2.192									
Dormagen (Blockverkauf)	221	15.206									
Erlensee	46	3.493									
Rügen (Blockverkauf)	73	4.301					6,9				
Frankfurt II	59	3.002					8,1				
Gladbeck	29	3.346					3,0				
Trier II	44	3.853					6,9				
Ratzeburg/Mölln**	354	20.600					16,4				
Frankfurt-Fechenheim**	19	1.550						3,0			
Reinvestition Objektverkäufe 2018***								62,6			
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***									66,2		
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***										51,1	
Objektkäufe aus Erlöse IPO und Kapitalmaßnahme											
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2017***							0,0				
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2018***								56,8			
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***									0,0		
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***										29,5	
Zugang zu Buchwerten exkl. Capex			-	-	-	-	58,6	122,4	66,2	80,7	-
Capex											
Aktuelles Bestandsportfolio											
Frankfurt I	100	5.443					0,3				
Dormagen (Privatisierung)	88	5.896					0,4				
Krefeld	10	1.055					0,0				
Schwarzenbek	99	6.812					0,2				
Zweibrücken	13	1.176									
Trier I	36	3.333									
Großkrotzenburg	54	3.985					0,4	0,2			
Raum Erfurt	121	7.293					0,3	0,3	0,0		
Rügen (Privatisierung)	66	4.383					0,7	0,4	0,3		
Riedstadt	24	2.192					0,3	0,5	0,2		
Dormagen (Blockverkauf)	221	15.206					0,1	0,1			
Erlensee	46	3.493					2,1				
Rügen (Blockverkauf)	73	4.301					0,3	0,2	0,1		
Frankfurt II	59	3.002					0,3	0,5	0,2		
Gladbeck	29	3.346					0,1	0,2	0,1		
Trier II	44	3.853					0,2	0,5	0,3		
Ratzeburg/Mölln**	354	20.600					0,3	4,5	1,2		
Frankfurt-Fechenheim**	19	1.550						0,2	0,1	0,1	
Reinvestition Objektverkäufe 2018***								1,7	4,3	2,6	
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***									1,8	4,5	
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***										1,4	
Objektkäufe aus Erlöse IPO und Kapitalmaßnahme											
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2017***								0,0	0,0	0,0	
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2018***								1,5	3,9	2,3	
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***									0,0	0,0	
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***										0,8	
Capex			-	-	-	-	6,4	11,5	12,6	11,7	-
Zugang zu Buchwerten inkl. Capex			-	37,2	57,8	18,1	65,0	133,8	78,8	92,3	-
davon Bestandsportfolio (inkl. Ratzeburg/Mölln, Frankf.)			-	37,2	57,8	18,1	65,0	75,5	74,9	59,7	-
damit erworbene Objekte aus restl. Erlösen IPO, KM			-	0,0	0,0	0,0	0,0	58,3	3,9	32,7	-

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Stand: Q2 2017 ** noch nicht im Eigentum *** exkl. bereits aus IPO-Erlösen finanzierte Objektkäufe in Ratzeburg/Mölln und Frankfurt

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Noratis AG

Aktuelles Bestandsportfolio und Projektpipeline (Fortsetzung)

Angaben in Mio. Euro	Einheiten*	m ² **	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	ff.
Umsatzerlöse aus Immobilienverkäufen											
Aktuelles Bestandsportfolio											
Frankfurt I	100	5.443						16,9			
Dormagen (Privatisierung)	88	5.896				3,8		4,6			
Krefeld	10	1.055				0,4		1,1			
Schwarzenbek	99	6.812				2,6		7,7			
Zweibrücken	13	1.176				0,4		1,1			
Trier I	36	3.333						5,0	4,1		
Großkrotzenburg	54	3.985						3,9	3,9		
Raum Erfurt	121	7.293							10,8	4,6	
Rügen (Privatisierung)	66	4.383							7,0	3,2	2021e
Riedstadt	24	2.192					1,2	3,5			
Dormagen (Blockverkauf)	221	15.206					50,5				
Erlensee	46	3.493						3,7	3,7		
Rügen (Blockverkauf)	73	4.301							6,8	3,1	2021e
Frankfurt II	59	3.002						10,5	1,8		
Gladbeck	29	3.346							2,7	1,6	2021e
Trier II	44	3.853							6,3	3,7	2021e
Ratzeburg/Mölln**	354	20.600						7,8	21,1		
Frankfurt-Fechenheim**	19	1.550								3,1	2021e
Reinvestition Objektverkäufe 2018***										34,4	2021e/22e
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***											ab 2021e
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***											ab 2022e
Objektkäufe aus Erlöse IPO und Kapitalmaßnahme											
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2017***								0,0	0,0		2021e
Objektkäufe aus Erlösen IPO und KM 2018***										31,2	2021e/22e
Reinvestition Objektverkäufe 2019/II***											ab 2021e
Reinvestition Objektverkäufe 2020/II***											ab 2022e
Umsatzerlöse			-	14,0	19,0	37,8	58,7	65,7	68,2	85,0	-
davon Bestandsportfolio (inkl. Ratzeburg/Mölln, Frankf.)			-	14,0	19,0	37,8	58,7	65,7	68,1	53,7	
damit erworbene Objekte aus restl. Erlösen IPO, KM			-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	31,3	

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Stand: Q2 2017 ** noch nicht im Eigentum *** exkl. bereits aus IPO-Erlösen finanzierte Objektkäufe in Ratzeburg/Mölln und Frankfurt

Zügiger Abverkauf der Portfolios Frankfurt II und Ratzeburg sorgt für Umsatzschub 2018e und 2019e

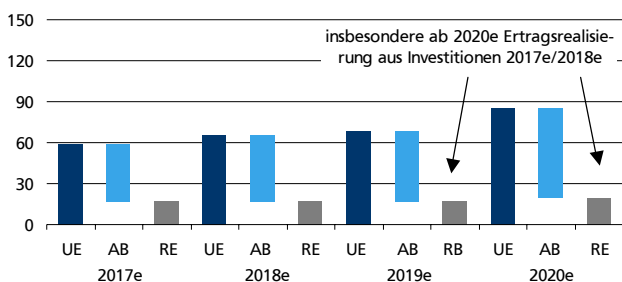
che hinsichtlich des Verkaufs des Portfolios Frankfurt II mit 59 Wohneinheiten, das erst im Juni 2017 erworben wurde. Auch beim erst jüngst akquirierten Immobilienportfolio in Ratzeburg und Mölln (50 km bis 60 km von Hamburg entfernt; über die A24 in 50 bis 60 Minuten zu erreichen) mit 354 Wohneinheiten (Leerstand: ca. 6%; Istmiete: 1,2 Mio. Euro p.a.) zeichnet sich laut Noratis ein zügiger Teilverkauf ab. Damit verkürzt sich die Laufzeit einiger Projekte im Vergleich zur üblichen Vorlaufzeit von zwei bis drei Jahren erheblich. Noratis gelingt es somit, die aktuelle Marktphase mit hohen Transaktionsvolumina, Forward Sales und anziehenden Preisen immer mehr für sich zu nutzen. Vor diesem Hintergrund gehen wir nunmehr nach dem Abverkauf des größten Teils des Dormagen-Portfolios 2017e davon aus, dass Noratis auch 2018e und 2019e durch den beschleunigten Portfolioumschlag hohe Umsätze erzielen wird (2018e: 74,2 (bisher: 55,0; 2017e: 64,8) Mio. Euro; 2019e: 79,4 (bisher: 57,8) Mio. Euro).

Investierte Mittel aus Kapitalmaßnahmen kommen ab 2020e voll zum Tragen

Wir rechnen damit, dass Noratis im Verlauf des Jahres 2018e das Wachstum weiter forcieren wird. So hat Noratis Mitte November angekündigt, ein weiteres Gebäudeensemble in Frankfurt zu erwerben (östlicher Ortsteil Fechenheim an der Stadtgrenze zu Hanau; 19 Wohnungen mit einer Istmiete von 0,2 Mio. Euro). Auf Grund der hohen lokalen Expertise (Firmensitz in Eschborn nahe Frankfurt) und der laut des Managements zahlreichen Opportunitäten erwarten wir einen weiteren Ausbau des Engagements in der Rhein-Main-Region. Zur Finanzierung des Wachstums ist u.E. im Jahresverlauf 2018e eine Debt- und/oder Equity-Maßnahme mög-

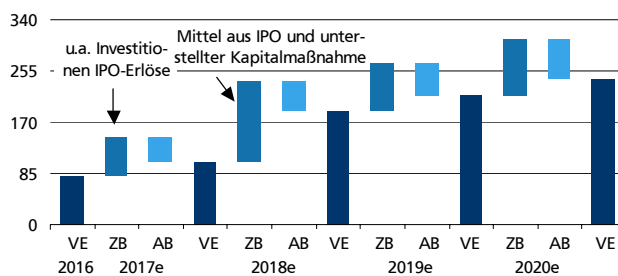
Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Immobilienkäufe: Umsatz und Rohertrag (Mio. Euro)



UE = Umsatzerlöse AB = Abgang Buchwerte RE = Rohertrag
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Immobilienkäufe und -verkäufe sowie -vorräte (Mio. Euro)



VE = Vorräte Grundstücke Jahresende ZB = Zugang Buchwerte AB = Abgang Buchwerte
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Rekordwerte bei Umsatz und Rohertrag im Jahr 2020e erwartet

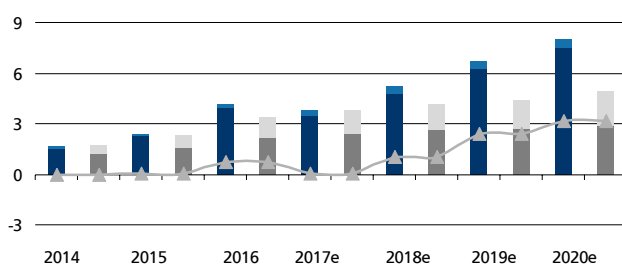
lich. Den vollen Effekt der Investition der Mittel aus dem IPO 2017 und einer Kapitalmaßnahme 2018e erwarten wir 2020e (Stichwort: zwei- bis dreijährige Projektvorlaufzeit). Zudem beschleunigt die Reinvestition der aus den oben genannten Projekten schneller als erwartet realisierten Gewinne das Wachstum. Wir erwarten daher 2020e den Umsatz mit 98,6 (bisher: 94,2) Mio. Euro auf Rekordniveau. Auch beim Rohertrag erwarten wir 2020e mit 27,0 (bisher: 25,5) Mio. Euro trotz einer bei Neuprojekten niedrigeren Rohmarge einen Spitzenwert (2018e: 21,6 (bisher: 16,8) Mio. Euro; 2019e: 23,2 (bisher: 17,5) Mio. Euro).

Planungen auf Basis eines Preis-/Mengenmodells

Portfolioausbau durch reinvestierte Verkaufserlöse und Einnahmen aus Kapitalmaßnahmen
Insgesamt beruhen unsere Planungen auf einem Preis-/Mengenmodell der einzelnen Projekte, in das wir den aktuellen Immobilienbestand, die Reinvestitionen der Mittelzuflüsse aus erwarteten Objektverkäufen sowie die Investition der Nettoerlöse u.a. aus dem IPO in neue Objekte einkalkuliert haben. Dem liegen folgende Annahmen zugrunde:

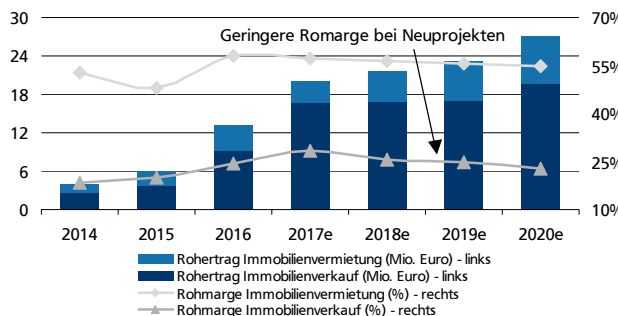
- Kaufpreise: auf Basis von empirica-Daten mit Abschlag von ca. 30% (B-/C-Standorte; Modernisierungsbedarf); neue Objekte ca. 1.250 Euro/m² zzgl. Nebenkosten von 10%
- Capex: 15% des Nettokaufpreises (Erfahrungswert) verteilt über zwei bis drei Jahre

Nettoerträge vs. operative Kosten (Mio. Euro)



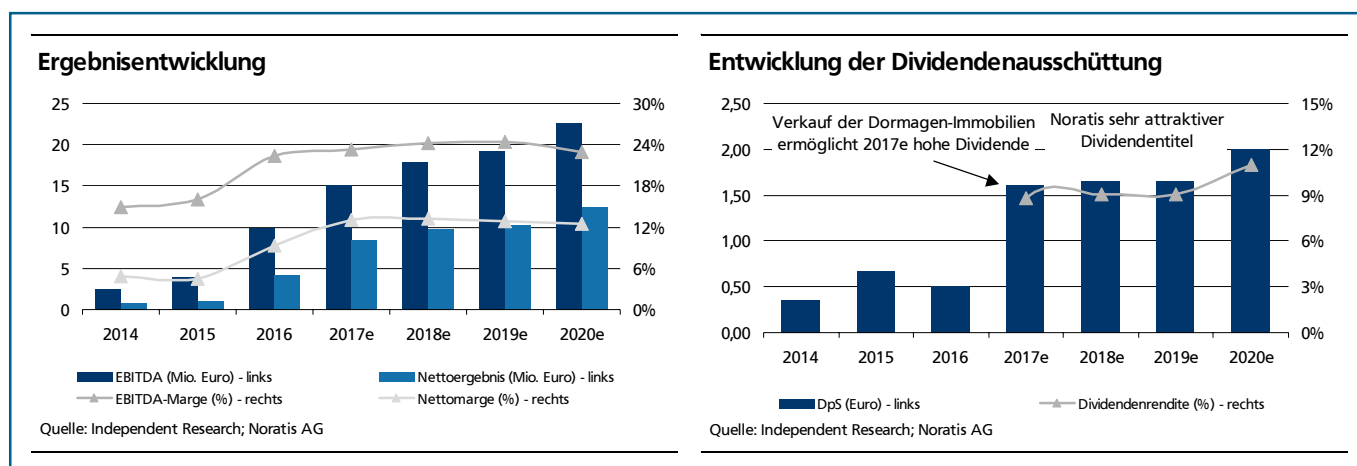
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Entwicklung des Rohertrags



Quelle: Independent Research; Noratis AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Rohmarge bei Immobilienverkäufen von 23% bis 25%

- Immobilienverkauf: Projektentwicklung von 24 (Durchschnitt 2011 bis 2014: 23) Monaten; Verkauf in zwei bis drei Jahren mit Rohmarge von 22,5% bis 25,0%
- Miete: durchschnittliche Portfoliomiete von 5,50 bis 6,00 Euro/m² und Abbau der Leerstandsquote von durchschnittlich 10% bei Kauf auf unter 5% bei Verkauf

Auch 2018e und in den Folgejahren weiter steigendes Nettoergebnis

Bereits auf Wachstum ausgerichtete Infrastruktur ermöglicht Skaleneffekte

Noratis hat in den letzten Jahren massiv in Infrastruktur und Personal investiert (operative Kosten 2016: 3,4 (2014: 1,7) Mio. Euro). Wir prognostizieren daher künftig unterdurchschnittliche Investitionen (operative Kosten 2020e: 4,9 Mio. Euro bzw. 4,9% (2016: 7,6%) des Umsatzes). In Kombination mit unseren angehobenen Schätzungen für die Topline resultiert hieraus 2018e und 2019e ein sukzessiver Anstieg des Nettogewinns auf 9,8 (bisher: 6,8) Mio. Euro bzw. 10,3 (bisher: 6,9) Mio. Euro. Für 2020e erwarten wir einen Rekordwert von 12,4 (bisher: 11,7) Mio. Euro. Nach unseren Berechnungen dürften die laufenden Einnahmen zudem die operativen Kosten 2020e um 3,1 (2016: 0,7) Mio. Euro übersteigen. Noratis gewinnt so an Flexibilität und Finanzkraft, denn hierdurch können auch Jahre mit niedrigeren Verkaufserlösen gestemmt werden.

Laufende Miet- und sonstige Erträge decken Großteil der operativen Kosten

Positionierung als Dividententitel

Dividendenrendite von 9% bis 11%

U.E. erlaubt das Geschäftsmodell von Noratis - die hohe Profitabilität der volatilen Immobilien-Projektentwicklung und die stabilen Einnahmen aus der Immobilienvermietung - die Zahlung einer überdurchschnittlichen Dividende. Bei einer angestrebten Ausschüttungsquote von 50% erwarten wir für die Jahre 2017e bis 2020e eine Dividende von 1,60 Euro bis 2,00 (bisher: 1,15 bis 2,00) Euro je Aktie. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses entspricht dies einer Dividendenrendite von 8,8% bis 11,0%, die zwei bis drei Mal so hoch wie bei Immobilien-Bestandshaltern ist (im Median: 3% bis 4%). Hervorzuheben ist, dass die Dividenden bis 2019e aus dem Abverkauf des Dormagen-Projekts und dem beschleunigten Abverkauf bereits erworbener Immobilien erwirtschaftet werden. Eine weitere Wachstumsbeschleunigung ab 2020e finanziert durch eine einmalige mögliche Debt- und/oder Equity-Maßnahme im Jahresverlauf 2018e erlaubt u.E. die nachhaltige Steigerung des Nettogewinns und damit der Dividende über die Folgejahre.

Finanzanalyse

Bis dato Eigenkapital als limitierender Wachstumsfaktor

Mittel aus Kapitalmaßnahmen erlauben forcierten Ausbau des Portfolios

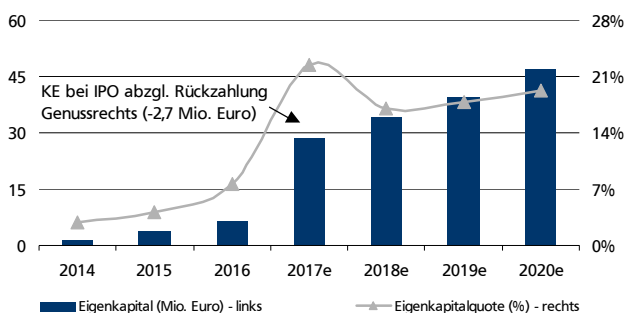
Erlöse aus Kapitalmaßnahmen erlauben u.E. Verdreifachung des Immobilienbestands

Bis dato war das Eigenkapital der limitierende Faktor. Bei einem konservativ unterstellten Nettogewinn von 9 Mio. Euro p.a., einer Ausschüttung von 50% und einer Eigenkapitalfinanzierung von 25% kann Noratis den Vorratsbestand organisch um ca. 72 Mio. Euro in vier Jahren steigern. Zudem haben wir die Mittel aus dem IPO (netto 15,8 Mio. Euro) und einer 2018e unterstellten Kapitalmaßnahme (Debt und/oder Equity) berücksichtigt, die eine Erhöhung des Immobilienvorrats um 90 Mio. Euro erlauben. Wir erwarten daher bis Ende 2020e eine Verdreifachung der Vorräte auf 242,6 (bisher: 203,0; 31.12.16: 80,2) Mio. Euro. Mit den Portfolios Frankfurt (Berger Str.), Ratzeburg/Mölln und Frankfurt-Fechenheim hat Noratis die ersten Mittel investiert. Somit unterstellen wir Ende 2020e Vorräte von 172 Mio. Euro aus dem Bestandsportfolio und von 71 Mio. Euro aus den verbleibenden Mitteln bspw. des IPOs.

Hohe stille Reserven in HGB-Bilanz

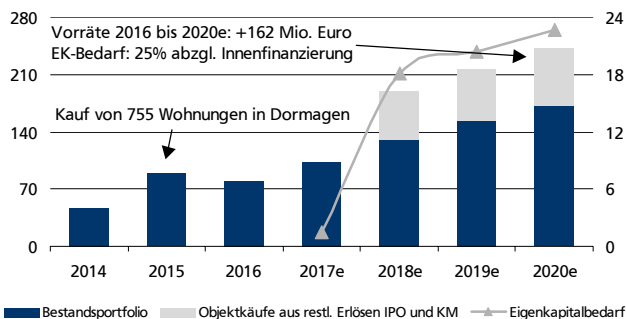
Die Immobilien sind zum Großteil mit besicherten Bankkrediten (Anteil 30.06.17: 83%) und langfristig, aber flexibel, (Anteil 30.06.17: 81%) finanziert. Zwar schirmt Noratis die einzelnen Projekte nicht über SPVs oder Non-Recourse-Finanzierungen ab (Ausnahmen: Dormagen, Frankfurt

Entwicklung des Eigenkapitals



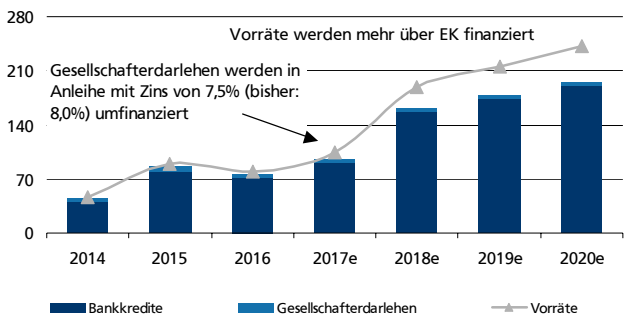
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Zum Verkauf bestimmte Grundstücke/Vorräte (Mio. Euro)



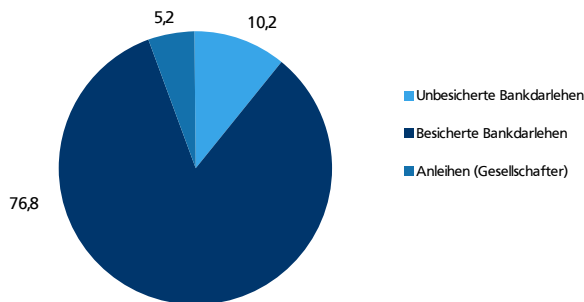
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Struktur der Finanzverbindlichkeiten (Mio. Euro)



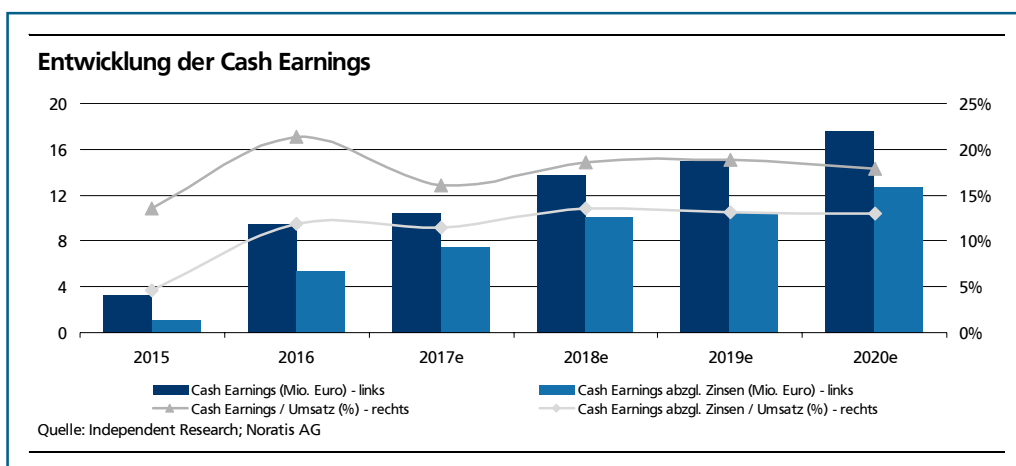
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Struktur der Finanzverbindlichkeiten (30.06.17; Mio. Euro)



Quelle: Noratis AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Immobilienvorratsbestand at cost in der Bilanz - hohe stille Reserven

II), doch bestehen in der Bilanz Sicherheitspuffer. Nach HGB bilanziert Noratis alle Projekte zu Anschaffungswerten. Bei einer durchschnittlichen Rohmarge bei Immobilienverkäufen von 25% schätzen wir die stillen Reserven in den Vorräten zum 30.06.17 auf 32,7 (31.12.16: 26,7) Mio. Euro. Zu internen Zwecken hat Noratis zuletzt zum 31.12.16 die Vorratsimmobilien von einem international renommierten Gutachter zu Marktwerten (nach den Berufsgrundsätzen 2014, Red Book 2014, der Royal Institution of Chartered Surveyors) bewerten lassen, die sich hieraus auf insgesamt 110,4 Mio. Euro belaufen haben. Anhand dieses Gutachtens ergaben sich zum Stichtag 31.12.16 somit sogar stille Reserven von über 30 Mio. Euro.

Gutachten bestätigt hohe stille Reserven

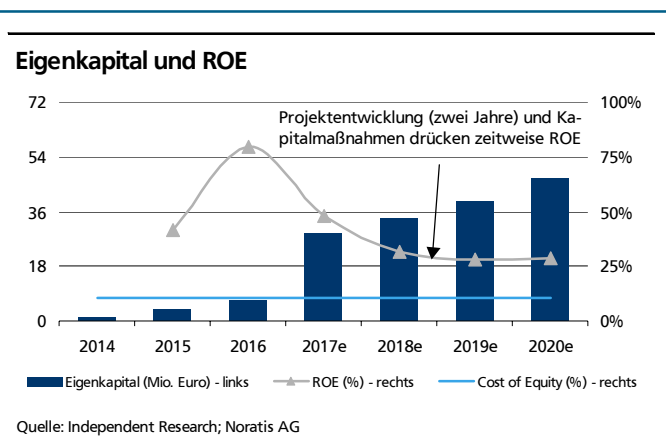
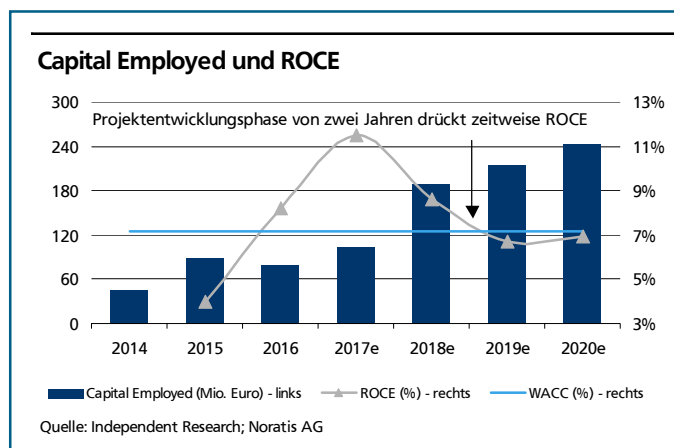
Cashflow ermöglicht attraktive Dividendenzahlung

Cash Earnings abzüglich Zinsen als relevante Kennzahl

Auf Grund des volatilen Vorratsbestands ist der operative Cashflow u.E. nicht aussagekräftig. Die Cash Earnings (operativer Cashflow vor Änderung der Vorräte) abzüglich der Zinszahlungen (Teil des Finanzierungs-Cashflows) von 11% bis 13% des Umsatzes verdeutlichen u.E. die Cashflowstärke des Geschäftsmodells und das hohe Dividendenausschüttungspotenzial.

Renditen über den Kapitalkosten

Als aus Bewertungssicht attraktiv sehen wir den ROE an, den wir 2020e mit 28,7% (Cost of Equity: 10,5%) über den Kapitalkosten erwarten. Der hohe ROE rechtfertigt u.E. eine Bewertung deutlich über dem Buchwert. Insgesamt sind der ROE und ROCE in der aktuellen starken Wachstumsphase noch vom Timelag zwischen Immobilienankauf und Ertragsrealisierung geprägt.



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Unternehmensüberblick

Unternehmensprofil

Immobilien-Bestandsentwickler an B- und C-Standorten

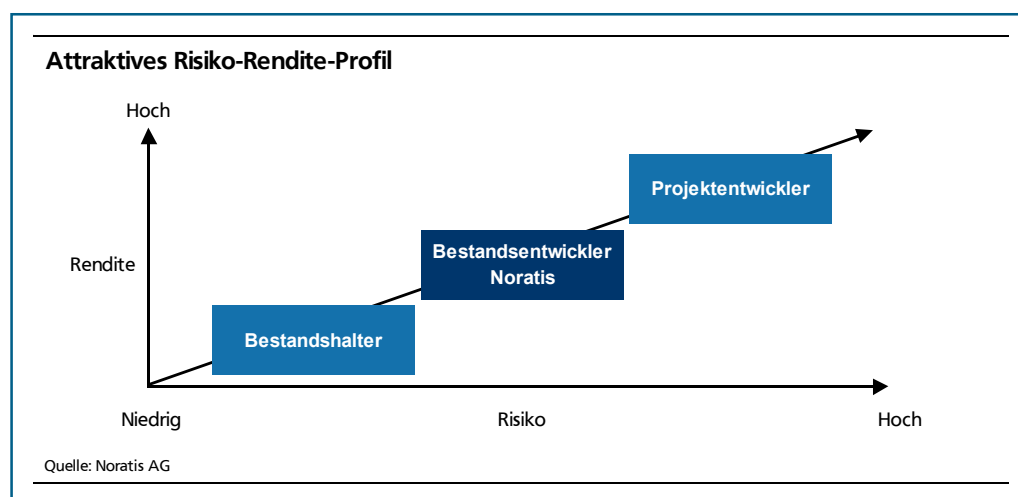
Hohe Wertschöpfung bei der Modernisierung von Wohnportfolios

Erwerb von Immobilien mit bereits positiven Cashflows

Seit 2014 alle Projekte mit Gewinn abgeschlossen

Noratis ist eine auf die Entwicklung von Bestandswohnungen spezialisierte Immobiliengesellschaft, die nach der Realisierung von wertsteigernden Entwicklungsmaßnahmen im Rahmen eines Blockverkaufs bzw. einer Einzelprivatisierung veräußert werden. Der Fokus liegt dabei auf dem Erwerb von Wohnobjekten mit einfachem und mittlerem Standard in Sekundärlagen in Deutschland (B- und C-Standorte). Der Investitionszyklus, d.h. vom Erwerb über die Entwicklungsmaßnahmen bis hin zur Veräußerung der Wohnobjekte, dauert in der Regel zwei bis drei Jahre. Im Gegensatz zu reinen Bestandshaltern von Wohnimmobilien grenzt sich Noratis durch die klare Exit-Strategie ("Buy & Sell") ab. Im Gegensatz zu Projektentwicklern erfolgt die Investition in Bestandsimmobilien (Sekundärmarkt), die bereits ab dem Zeitpunkt des Erwerbs nach Kapital- und Betriebskosten einen positiven Cashflow erwirtschaften.

Seit 2014 wurden 15 Immobilienprojekte erfolgreich abgeschlossen. Einem Ankaufsvolumen von rund 1.900 Wohneinheiten bzw. 110 Mio. Euro (durchschnittliches Ankaufsvolumen pro Wohneinheit: 58 Tsd. Euro) in den Jahren 2014 bis Q2 2017 steht die Veräußerung von rund 1.300 Einheiten bzw. 100 Mio. Euro (durchschnittliches Verkaufsvolumen pro Wohneinheit: 77 Tsd. Euro) gegenüber. Im Rahmen von Entwicklungsmaßnahmen wurden Investitionen von 12 Mio. Euro getätigt. In diesem Zeitraum wurden die Umsatzerlöse von 16,7 (davon Verkaufserlöse von 14,0) Mio. Euro im Jahr 2014 auf 44,6 (davon Verkaufserlöse von 37,8) Mio. Euro im Jahr 2016 gesteigert. Das Nettoergebnis erhöhte sich von 0,8 Mio. Euro (2014) auf 4,2 Mio. Euro (2016).

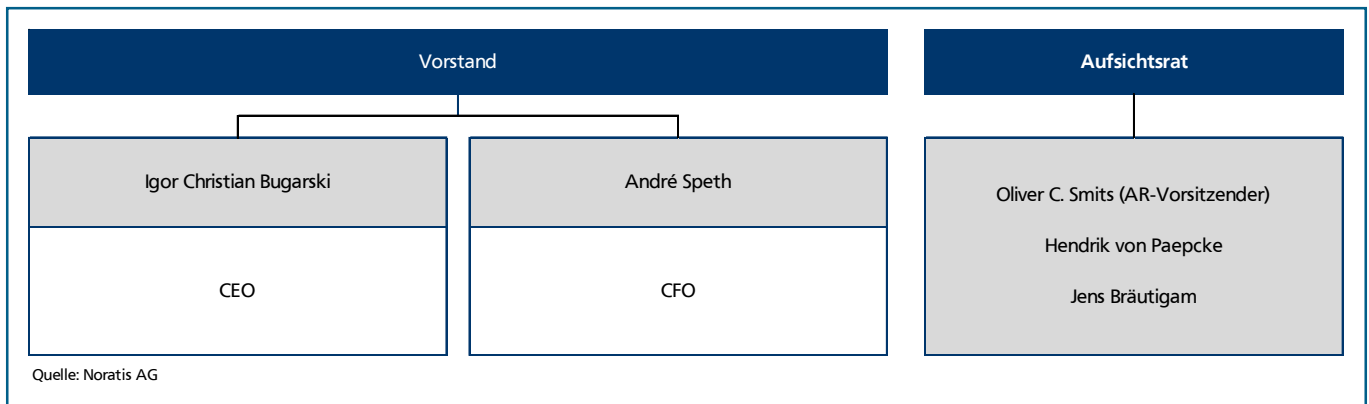


Historische Entwicklung

Meilensteine	
2002	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensgründung als Noratis GmbH
2011	<ul style="list-style-type: none"> Einstieg von Igor Christian Bugarski als Gesellschafter Erwerb eines Immobilienprojekts in Fulda (55 Wohneinheiten)
2012	<ul style="list-style-type: none"> Berufung von Igor Christian Bugarski als Geschäftsführer Erwerb von Immobilienprojekten in Heddesheim und Koblenz (insgesamt 40 Wohneinheiten)
2013	<ul style="list-style-type: none"> Erwerb von Immobilienprojekten in Bad Hersfeld, Friedberg, Neu-Isenburg, Steinau und Zweibrücken (insgesamt 299 Wohneinheiten) Veräußerung des Immobilienprojekts in Fulda
2014	<ul style="list-style-type: none"> Erwerb von Immobilienprojekten in Bad Homburg, Bünde, Frankfurt, Krefeld, Mayen und Ulm (insgesamt 674 Wohneinheiten) Veräußerung der Immobilienprojekte in Friedberg und Koblenz im Rahmen eines Blockverkaufs (insgesamt 96 Wohneinheiten)
2015	<ul style="list-style-type: none"> Erwerb eines Immobilienprojekts in Dormagen – mit dem Ankauf von 755 Wohneinheiten (zzgl. Gewerbeeinheiten) das bislang größte Immobilienprojekt in der Unternehmensgeschichte Erwerb weiterer Immobilienprojekte in Riedstadt und Schwarzenbek (insgesamt 123 Wohneinheiten) Veräußerung der Immobilienprojekte (insgesamt 294 Wohneinheiten) u.a. in Bad Hersfeld (Blockverkauf), Bad Homburg (Einzelprivatisierung) und Ulm (Blockverkauf)
2016	<ul style="list-style-type: none"> Berufung von André Speth als Geschäftsführer Erwerb der Portfolios in Großkrotzenburg und Erlensee (insgesamt 100 Wohneinheiten) Veräußerung eines Teils des Dormagen-Portfolios an einen Immobilienspezialfonds (Dormagen I, 137 Wohneinheiten zzgl. Gewerbeeinheiten) Veräußerung weiterer Immobilienprojekte (insgesamt weitere 488 Wohneinheiten) in Bünde (Blockverkauf), Mayen (Blockverkauf) und Ulm (Einzelprivatisierung)
2017	<ul style="list-style-type: none"> Umwandlung in eine Aktiengesellschaft Erwerb von Immobilienprojekten im Raum Erfurt (121 Wohneinheiten) und auf Rügen (139 Wohneinheiten zzgl. Gewerbeeinheiten) Erwerb weiterer Immobilienprojekte in Frankfurt, Gladbeck und Trier II (insgesamt 132 Wohneinheiten zzgl. Gewerbeeinheiten) Kapitalerhöhung (920.000 Aktien, Emissionserlös: 17,25 Mio. Euro) + Börsengang der Gesellschaft (Emissionspreis: 18,75 Euro je Aktie) Veräußerung eines Großteils des Dormagen-Portfolios (530 Wohneinheiten in zwei Transaktionen) Erste Transaktionen nach dem IPO: Erwerb von 354 Wohneinheiten in Ratzeburg und Mölln sowie von 19 Wohnungen in Frankfurt-Fechenheim

Quelle: Noratis AG

Management



Großaktionär von Noratis

Igor Christian Bugarski (CEO)

- 42 Jahre alt
- Verantwortungsbereich: Einkauf, Vertrieb, Asset Management, Baumanagement, Public Relations, Recht, HR
- Seit 2011 Gesellschafter (33,3% der Anteile pre-IPO) bzw. seit 2012 Geschäftsführer
- Studium des Bauingenieurwesens an der Technischen Universität Darmstadt
- Umfangreiche Erfahrung im Immobiliensektor (>15 Jahre); Begleitung von Transaktionen im Volumen von 4 Mrd. Euro bzw. über 4.000 Wohn- und Gewerbeimmobilien
- Langjährige Tätigkeit im Bereich Real Estate / Corporate Development, u.a. bei CBRE (2006-2011) und DeTelImmobilien (2003-2006)

Langjährige Tätigkeit als Investment Banker mit dem Schwerpunkt Real Estate

André Speth (CFO)

- 44 Jahre alt
- Verantwortungsbereich: Finanzierung, Accounting & Controlling, Reporting, Steuern, Investor Relations, IT
- Seit 2015 bei der Gesellschaft, zunächst als Prokurist, später als Geschäftsführer (ab 09/2016)
- Studium der Betriebswirtschaftslehre an der European Business School (Oestrich-Winkel) mit dem Schwerpunkt Banken und Finanzen sowie Immobilienökonomie
- Langjährige Tätigkeit im Investment Banking (>14 Jahre), u.a. bei Morgan Stanley und der Deutschen Bank (2010-2014); dabei Begleitung zahlreicher M&A- und Kapitalmarkttransaktionen insbesondere im Immobilienbereich
- Head of Corporate Development bei der DO Deutsche Office AG (2014-2015)

Unternehmensdaten und Aktionärsstruktur

Firmenanschrift

Noratis AG
 Hauptstraße 125
 65760 Eschborn
 Internet: www.noratis.de

Kontakt Investor Relations

edicto GmbH
 Axel Mühlhaus/Dr. Sönke Knop
 Eschersheimer Landstraße 42
 60322 Frankfurt
 Telefon: +49 (0) 69 905505-52
 E-Mail: noratis@edicto.de

Vorstandsvorsitzender mit wesentlicher Beteiligung

Streubesitz von 31,8%

Im Zuge des Börsengangs Ende Juni 2017 erfolgte eine Kapitalerhöhung (Ausgabe von 0,920 Mio. neuen Aktien; Aktienanzahl nach IPO: 2,920 Mio. Stück). Hauptaktionäre der Gesellschaft sind weiterhin der Vorstandsvorsitzende Igor Christian Bugarski mit einem Anteil von 22,8% (pre-IPO: 33,3%), der Gründer und jetzige Aufsichtsratsvorsitzende Oliver C. Smits, der über seine Beteiligungsgesellschaft Terratis GmbH 22,7% (pre-IPO: 33,3%) der Anteile hält, und Edgars Pigoznis, der über die SIA Hansahold ebenfalls 22,7% (pre-IPO: 33,3%) der Aktien besitzt. Das IPO diente ausschließlich der Wachstumsfinanzierung. Das Commitment der Altaktionäre bleibt sehr hoch, denn im Zuge des IPOs wurden von der Norlig GmbH und von SIA Hansahold lediglich 10 Tsd. Aktien abgegeben. Der Streubesitz beläuft sich auf 31,8%.

Noratis AG		
Aktionärsstruktur		
Aktionär	Aktien (Mio. Stück)	Anteil
Igor Christian Bugarski	0,667	22,8%
Terratis GmbH (Oliver C. Smits)	0,662	22,7%
SIA Hansahold (Edgars Pigoznis)	0,662	22,7%
Streubesitz	0,930	31,8%

Quelle: Noratis AG

Geschäftsmodell und strategische Perspektiven

Erfolg durch wertsteigernde Maßnahmen und intensives Asset Management

Immobilien-Bestandentwickler an B- und C-Standorten

Noratis ist ein auf Wohnimmobilien spezialisierter Immobilien-Bestandentwickler, der sich auf den Ankauf von Wohnimmobilien mit Entwicklungspotenzial in Sekundärlagen Deutschlands fokussiert (Investition in Wohnobjekte mit einfachem bis mittlerem Standard). Der Unternehmenserfolg basiert im Wesentlichen auf den wertsteigernden Maßnahmen bei der Entwicklung dieser Immobilienprojekte sowie einem intensiven Asset Management.

Schwerpunkte sind technische Due Diligence und Asset Management

Die Kompetenz bei Entwicklungsmaßnahmen von Wohnimmobilien drückt sich dadurch aus, dass rund die Hälfte der derzeitigen Mitarbeiter (13 von 29 Mitarbeitern) in den Bereichen "Technik" - d.h. technische Due Diligence, Baukostenkalkulation, Planung, Projekt-/Bauleitung & Vergabe - sowie "Asset Management" - d.h. Überwachung, Betreuung, kaufmännische Due Diligence & laufende Portfolioanalysen - gebündelt sind. In den Bereichen "Einkauf" und "Vertrieb" sind fünf bzw. vier Mitarbeiter beschäftigt (inkl. der jeweiligen Leitungsfunktionen). Neben dem moderaten Ausbau des Einkaufs- und Vertriebsteams soll im Rahmen des IPO insbesondere das Entwicklungsteam erweitert werden - um die höhere Anzahl an Immobilienprojekten mit Entwicklungspotenzial stemmen zu können.

Entwicklung einer Immobilie über zwei bis drei Jahre

Noratis vereint Stärken von Immobilien-Bestandshaltern und -Projektentwicklern

Im Gegensatz zu reinen Immobilien-Bestandshaltern ist bei Noratis der Exit eines Immobilienportfolios festgelegt - ob im Rahmen eines Blockverkaufs oder einer Einzelprivatisierung. Dieser erfolgt zumeist nach dem Investitionszyklus an Entwicklungsmaßnahmen, der in der Regel zwei bis drei Jahre umfasst. Gegenüber reinen Immobilien-Projektentwicklern grenzt sich Noratis durch den Erwerb von Bestandsimmobilien ab, die üblicherweise bereits bei der Übernahme Überschüsse nach Kapital- und Betriebskosten erwirtschaften. Daher ist das Risikoprofil als deutlich geringer als bei reinen Immobilien-Projektentwicklern einzuschätzen. Das höhere Risikoprofil im Vergleich zu reinen (FFO getriebenen) Immobilien-Bestandshaltern soll über eine zwei bis drei Mal so hohe Dividendenrendite abgedeckt werden. Bei der anvisierten Ausschüttungs-

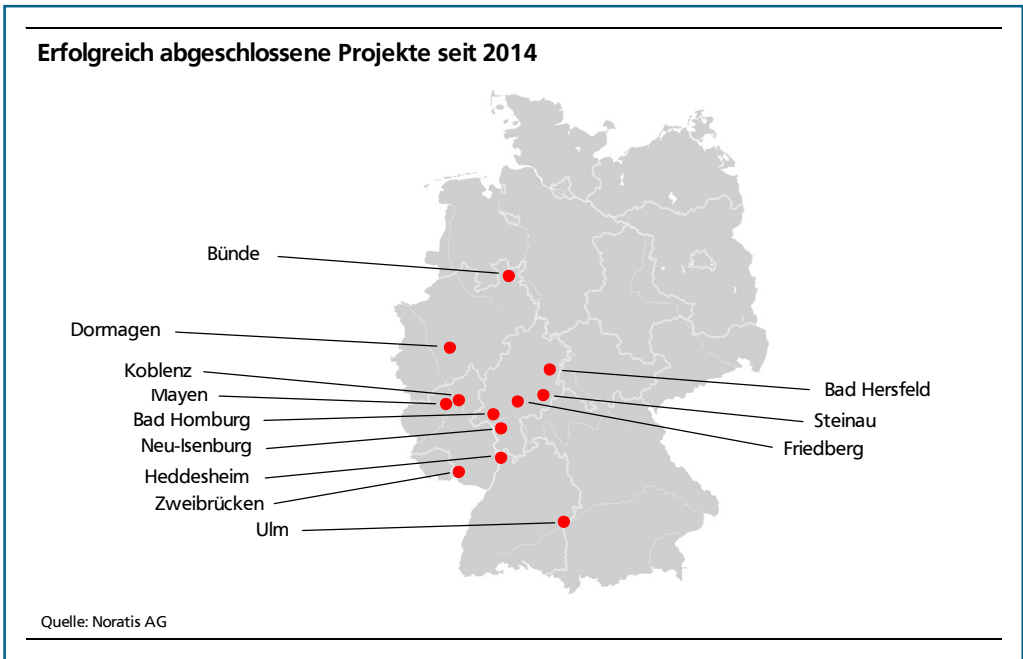
Positive Cashflows schon bei Erwerb eines Objekts

Noratis AG

Investitionskriterien im Einkauf

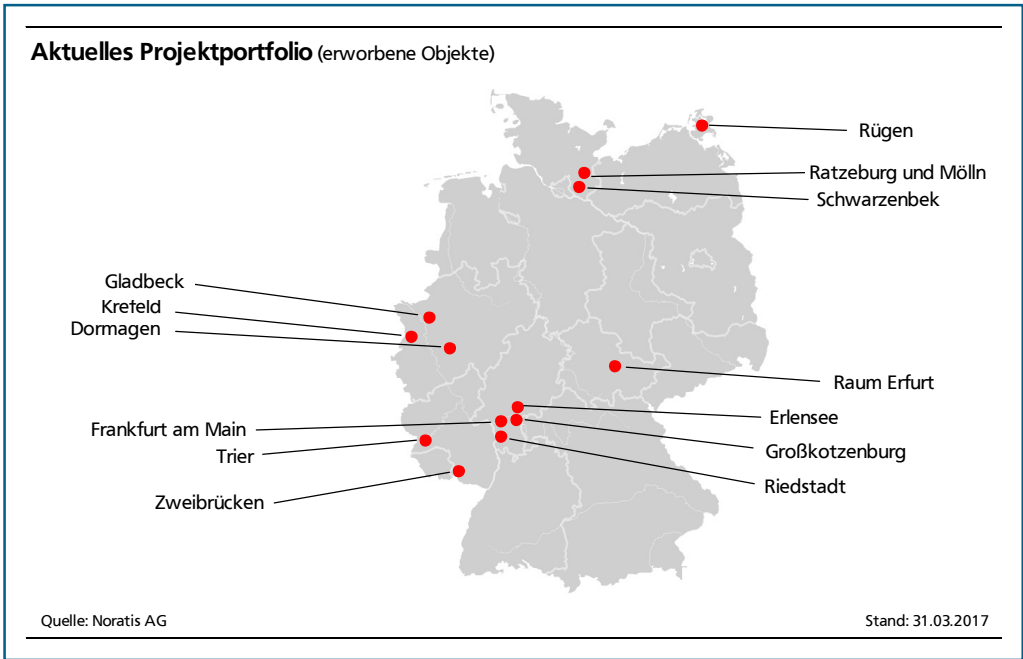
Standort & Lagen	Bundesweit in Randlagen; keine sozialen Brennpunkte; Städte ab ca. 10.000 Einwohner
Zustand	Objekte mit Entwicklungspotenzial
Objektgröße	Ab ca. 20 bis 2.000 Wohneinheiten
Nutzung	Wohnnutzung; Gewerbenutzung nur in Ausnahmefällen
Ankaufstruktur	Bevorzugt Asset Deal
Besonderes Interesse	Siedlungsbauten, Werkwohnungen und Quartiere der 20er bis 80er Jahre
Erbbaurechte	Möglich
Öffentliche Förderung	Möglich, insbesondere bei kurzer Restlaufzeit der (Nach-)Bindefrist

Quelle: Noratis AG



Dividendenrendite zwei bis drei Mal so hoch wie bei Immobilien-Bestandshaltern

quote von rund 50% des Jahresgewinns dürfte dies nach unseren Berechnungen bereits im Jahr 2017e der Fall sein (Dividendenrendite: knapp 9%). Auch für die Jahre 2018e und 2019e erwarten wir eine hohe Dividendenrendite (9%), bevor die Dividendenausschüttung ab 2020e auf Grund der voll zum Tragen kommenden Investition der Erlöse u.a. aus dem IPO 2017 nochmals an Dynamik gewinnen dürfte (Dividendenrendite von 11%; siehe hierzu unsere Annahmen in der Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse).



Noratis AG

Track Record: Eine Auswahl von abgeschlossenen Immobilienprojekten

Pro- jekt	Leerstand %	Ankauf			Capex Gesamtin- vestment			Verkauf			Renditen			
		Preis Euro/m ²	Istmiete Euro/m ² /Monat	Preis / Istmiete	Euro/m ²	Euro/m ²	%	Preis Euro/m ²	Istmiete Euro/m ² /Monat	Preis / Istmiete	Leerstand PP	Euro/m ²	Marge 1*	Marge 2*
1	2%	449	3,82	9,8x	15	464	0%	538	4,04	11,1x	-2 PP	74	14%	5%
2	12%	1.551	7,83	16,5x	112	1.663	-	2.181	-	-	-	518	24%	17%
3	8%	1.051	6,21	14,1x	103	1.154	0%	1.522	7,46	17,0x	-8 PP	368	24%	17%
4	4%	514	4,00	10,7x	54	568	1%	719	4,41	13,6x	-3 PP	151	21%	14%
5	8%	451	3,84	9,8x	33	484	4%	575	2,99	16,0x	-4 PP	91	16%	8%
6	26%	360	3,45	8,7x	21	381	4%	606	4,86	10,4x	-22 PP	225	37%	31%
7	52%	535	3,14	14,2x	205	740	28%	1.315	5,27	20,8x	-24 PP	575	44%	40%
8	0%	653	5,79	9,4x	284	937	-	1.524	-	-	-	587	39%	34%
9	12%	554	4,36	10,6x	86	640	4%	803	4,88	13,7x	-8 PP	163	20%	13%
10	32%	740	4,22	14,6x	218	958	12%	1.383	5,26	21,9x	-20 PP	425	31%	25%
11	8%	503	3,95	10,6x	95	598	0%	809	5,15	13,1x	-8 PP	211	26%	20%
12	0%	1.470	6,19	19,8x	202	1.672	-	2.283	-	-	-	611	27%	20%
13	0%	1.364	7,95	14,3x	321	1.685	-	2.148	-	-	-	463	22%	15%
14	-	1.257	7,17	14,6x	119	1.376	-	1.605	-	-	-	229	14%	6%
15	0%	466	5,71	6,8x	319	785	0%	1.035	7,19	12,0x	0 PP	250	24%	20%
16	3%	891	5,94	12,5x	0	891	6%	1.195	6,51	15,3x	3 PP	304	25%	18%
Min	0%	360	3,14	6,8x	0	381	0%	538	2,99	10,4x	-24 PP	74	14%	5%
Max	52%	1.551	7,95	19,8x	321	1.685	28%	2.283	7,46	21,9x	3 PP	611	44%	40%
Median	8%	604	5,03	11,6x	108	838	4%	1.255	5,15	13,7x	-8 PP	277	24%	18%
Mittelw.	11%	801	5,22	12,3x	137	937	5%	1.265	5,27	15,0x	-9 PP	328	25%	19%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Rohmarge 1: Rohertrag / Verkaufspreis; Rohmarge 2: Rohertrag abzgl. unterstellt 10% Kaufpreisenkosten / Verkaufspreis

Sehr unterschiedliche Projektcharakteristika

Track Record beim Abbau des Leerstands

Überzeugender Track Record bei allen abgeschlossenen Projekten

Anhand der obigen Übersicht zu ausgewählten Projekten zeigt sich, dass diese sehr unterschiedlich sind. So liegt die Leerstandsquote beim Erwerb von Wohnimmobilien in der Regel im einstelligen Prozentbereich, vereinzelt aber auch bei 30% bis über 50%. Insgesamt lässt sich hieraus jedoch der Erfolg der Wertschöpfung durch die Entwicklungsmaßnahmen ablesen. So hat Noratis die Leerstandsquote innerhalb des Investitionszyklus durchschnittlich um 8 Prozentpunkte (Median) reduziert. Der Verkaufsmultiplikator (Verkaufspreis in Relation zur Istmiete) lag mehr als zwei Punkte über dem Ankaufsmultiplikator (im Median 13,7x vs. 11,6x). Zudem schätzen wir die Rohmarge (inklusive unterstellter Kaufnebenkosten von 10%) aller abgeschlossenen Projekte im Median auf 18%, wobei alle Projekte einen deutlich positiven Deckungsbeitrag leisteten.

Projektbeispiel Dormagen

Vor Entwicklungsmaßnahmen (Einkauf)



Nach Entwicklungsmaßnahmen (Vertrieb)*



Quelle: Noratis AG

* benachbartes Objekt

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Marktumfeld und Wettbewerber

Hohe Verfügbarkeit von zu modernisierendem Wohnraum

Etwa 70% der Immobilien als Zielmarkt für Noratis

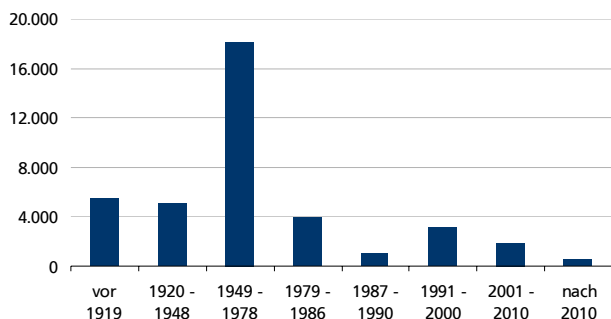
Noratis konzentriert sich auf Wohnimmobilien mit kaufmännischem und/oder technischem Entwicklungspotenzial an B- und C-Standorten - z.B. auf Siedlungsbauten, ehemalige Werkswohnungen oder Quartiere. Diese Objekte wurden häufig in den 20er bis 80er Jahren errichtet und weisen einen hohen Modernisierungsbedarf auf. Die Sourcing-Pipeline ist in diesem Segment u.E. sehr gut gefüllt, denn von den knapp 39,2 Mio. Wohnungen in Deutschland wurde etwa 70% in den für Noratis besonders relevanten Jahren gebaut.

Stabiles Grundrauschen im Markt für kleine bis mittlere Transaktionsgrößen

Volatiler Transaktionsmarkt durch große Deals geprägt

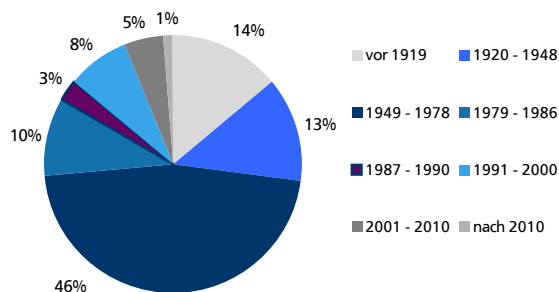
Allerdings weisen die Kennzahlen zu Immobilientransaktionen in Deutschland auf den ersten Blick eine hohe Volatilität auf. Daten des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumplanung (BBSR) zeigen, dass sich die Verkaufszahlen (Portfolios ab 800 Wohnungen) nach drei Jahren mit über 300.000 Wohneinheiten 2016 auf unter 100.000 Einheiten gedrittelt hat. In H1 2017 wurden mit 26.600 Einheiten so wenig Wohnungen wie seit dem H1 2010 nicht mehr verkauft. Ursächlich hierfür war ein signifikanter Rückgang der M&A-Transaktionen mit lediglich zwei größeren Deals im Jahr 2016 (Übernahme von conwert Immobilien durch Vonovia; Ver-

Wohnungsbestand in Deutschland nach Baujahren (Tsd.)



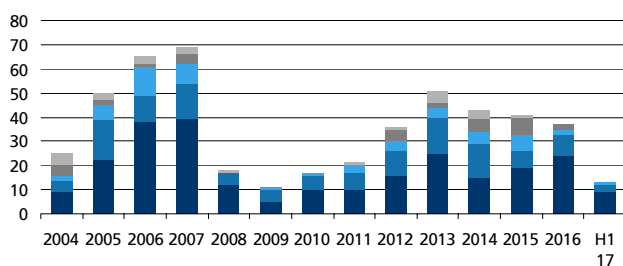
Quelle: BBSR, Statistisches Bundesamt

Wohnungsbestand in Deutschland nach Baujahren (Anteil)



Quelle: BBSR; Statistisches Bundesamt

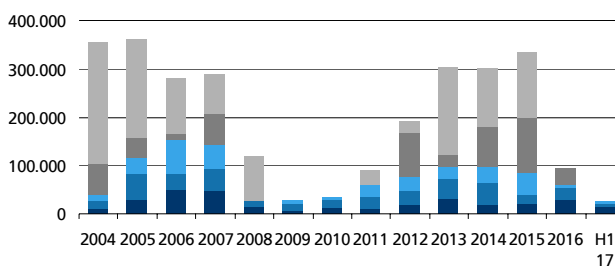
Verkaufsfälle nach Portfoliogröße



Portfoliogröße nach Wohneinheiten:
 ■ 800 bis <2.000 ■ 2.000 bis <5.000 ■ 5.000 bis <10.000
 ■ 10.000 bis <25.000 ■ 25.000 und mehr

Quelle: BBSR

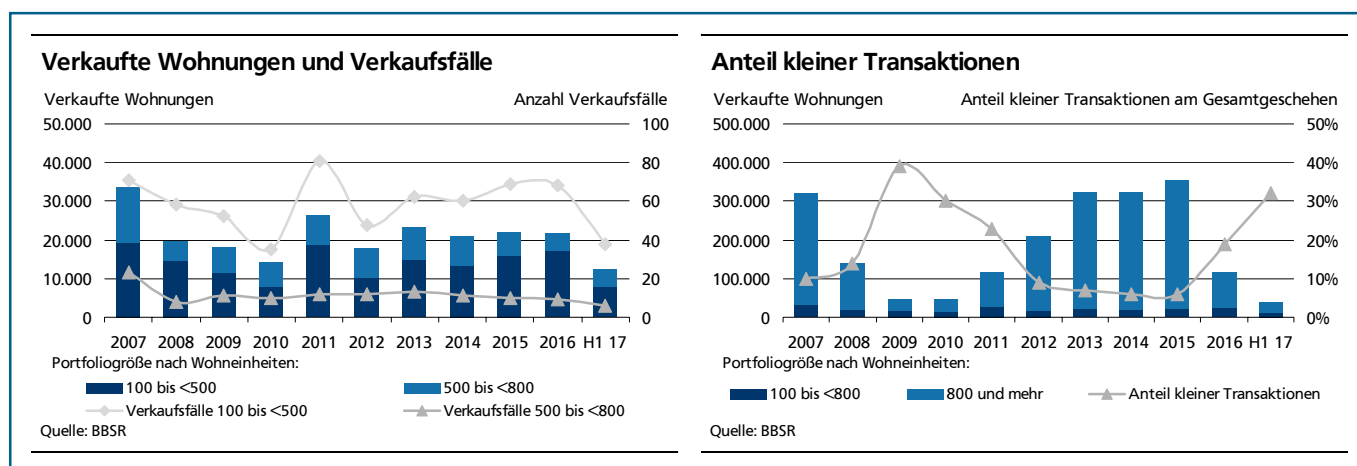
Verkaufte Wohnungen nach Portfoliogröße



Portfoliogröße nach Wohneinheiten:
 ■ 800 bis <2.000 ■ 2.000 bis <5.000 ■ 5.000 bis <10.000
 ■ 10.000 bis <25.000 ■ 25.000 und mehr

Quelle: BBSR

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Kleine und mittelgroße Deals mit stabilem Volumen

kauf von BGP Investment an den chinesischen Staatsfonds CIC) und einer Transaktion in H1 2017 (weitere Aufstockung des Anteils von Vonovia an convert Immobilien; 2015 u.a. GAGFAH/ Vonovia, SüDeWo/Vonovia sowie Westgrund/Adler Real Estate).

Noratis bewegt sich allerdings im Markt für kleinere bis mittlere Transaktionsgrößen mit Verkäufen von bis zu 800 Einheiten (größtes Einzelprojekt von Noratis war bisher der Kauf von 755 Wohneinheiten in Dormagen, die jedoch als kleinere Portfolios oder Einzelprivatisierungen wieder verkauft wurden). Dieses Marktsegment zeichnet sich durch ein stabiles Grundrauschen mit jährlichen Verkäufen von 20 bis 30 Tsd. Wohnungen aus. Im Jahr 2016 wurden laut BBSR in 77 Transaktionen insgesamt 22 Tsd. Wohnungen veräußert, womit das Jahr dem langjährigen Durchschnitt entsprach. Der positive Trend hat sich in H1 2017 mit einem Anstieg der verkauften Einheiten auf 12.500 (11.200) fortgesetzt. Der BBSR kommt daher zu dem Schluss, dass die bei

Sozioökonomische Daten an ausgewählten Noratis-Standorten (beispielhaft für B- und C-Lagen)*

Landkreis/Stadt	Standort der Noratis	Zuzüge/Fortzüge (netto)		Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte am Wohnort		Abiturientenquote 2015
		kumuliert 2012-2014	per 30.06.2016	CAGR 30.06.2013-30.06.2016	Anteil an der Gesamtbevölkerung 2015	
Herzogtum Lauenburg	Schwarzenbek	4.776	70.687	1,7%	36,5%	31,0%
Vorpommern-Rügen	Rügen	3.021	82.315	0,6%	36,4%	30,1%
Kreis Recklinghausen	Gladbeck	6.884	211.028	1,8%	33,6%	34,1%
Rhein-Kreis Neuss	Dormagen	8.958	166.913	1,7%	36,7%	45,4%
Main-Kinzig-Kreis	Erlensee	10.000	158.554	2,1%	37,9%	32,9%
Kreisfreie Stadt Erfurt	Raum Erfurt	4.605	79.845	1,9%	37,5%	42,2%
Kreisfreie Stadt Trier	Trier	22.025	33.065	3,0%	28,8%	42,0%
Hamburg		65.119	709.753	2,9%	38,6%	55,1%
Berlin		180.599	1.243.598	3,8%	34,3%	42,2%
Düsseldorf		19.165	232.505	2,7%	36,7%	42,8%
Köln		33.235	391.059	2,3%	36,3%	41,4%
Frankfurt am Main		52.772	286.955	3,9%	38,0%	45,4%
Stuttgart		31.908	244.279	3,2%	38,2%	39,7%
München		107.251	626.608	3,9%	41,8%	33,0%
Deutschland		2.347.891	31.186.125	1,9%	37,5%	34,0%

Quelle: Bundesagentur für Arbeit; Destatis; Statistische Ämter des Bundes und der Länder

* auf Basis der derzeit größten Immobilienportfolios im Bestand

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Volkswirtschaftliche Rahmendaten an ausgewählten Noratis-Standorten (beispielhaft für B- und C-Lagen)*

Landkreis/Stadt	Standort der Noratis	BIP in jeweiligen	Primäreinkommen	Verfügbares Einkom-	Monatliche	Arbeitslosen-		
		Preisen je Einwohner (in Euro)	je Einwohner (in Euro)	men je Einwohner (in Euro)	Kaufkraft (in Euro)	quote		
		2015	2014	2014	2013	31.12.13	31.12.16	Veränd.
Herzogtum Lauenburg	Schwarzenbek	21.206	27.268	22.685	1.606	6,7%	6,0%	-0,7 PP
Vorpommern-Rügen	Rügen	22.175	17.305	17.472	1.221	15,7%	13,0%	-2,7 PP
Kreis Recklinghausen	Gladbeck	24.455	22.401	19.394	1.405	11,9%	11,1%	-0,8 PP
Rhein-Kreis Neuss	Dormagen	40.013	30.227	23.637	1.584	7,1%	5,9%	-1,2 PP
Main-Kinzig-Kreis	Erlensee	31.267	26.565	21.674	1.560	5,6%	5,0%	-0,6 PP
Kreisfreie Stadt Erfurt	Raum Erfurt	38.024	19.399	17.188	1.404	8,9%	7,2%	-1,7 PP
Kreisfreie Stadt Trier	Trier	40.938	24.629	19.824	1.647	5,9%	5,9%	0,0 PP
Hamburg		60.493	29.871	23.486	1.432	8,5%	7,7%	-0,8 PP
Berlin		35.176	21.360	18.465	1.335	13,3%	10,8%	-2,5 PP
Düsseldorf		78.013	32.192	24.011	1.391	9,5%	8,1%	-1,4 PP
Köln		58.508	26.887	20.675	1.300	10,5%	8,9%	-1,6 PP
Frankfurt am Main		91.281	28.642	20.322	1.406	7,9%	6,9%	-1,0 PP
Stuttgart		81.994	30.880	23.601	1.494	6,1%	5,4%	-0,7 PP
München		71.837	36.326	25.641	1.493	5,7%	4,7%	-1,0 PP
Deutschland		36.907	25.308	21.061	1.495	7,0%	6,1%	-0,9 PP

Quelle: Bundesagentur für Arbeit; Destatis; Institut der deutschen Wirtschaft Köln; Statistische Ämter der Länder

* auf Basis der derzeit größten Immobilienportfolios im Bestand

BBSR erwartet 2017e Anstieg der verkauften Einheiten um 10%

größeren Transaktionen derzeit festzustellende Knappheit an Wohnungsportfolios bei Portfolios mit kleineren Größenklassen derzeit nicht festzustellen ist. Für das Gesamtjahr 2017e prognostiziert der BBSR sogar einen Anstieg der verkauften Wohneinheiten um 10%. Insgesamt rechnet der BBSR damit, dass auf Grund der Knappheit an großen Portfolios auf absehbare Zeit vornehmlich kleine und mittlere Portfoliotransaktionen stattfinden werden. Dies zeigt, dass sich Noratis sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufsseite in einem stabilen Markt bewegt.

Deutlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit und Anstieg der Beschäftigten

Sozioökonomische Daten verbessern sich auch an B- und C-Standorten

Die Standorte von Noratis (Auswahl von sieben Landkreisen mit größeren Wohnungsportfolios) zeigen erwartungsgemäß, dass das BIP pro Kopf und Primäreinkommen pro Kopf im Median mit 31.267 (Bundesdurchschnitt: 36.907) Euro bzw. 24.629 (Bundesdurchschnitt: 25.308) Euro niedriger als im deutschen Mittel bzw. deutlich niedriger als in den Top 7 Immobilienstandorten liegen. Allerdings liegt die Kaufkraft selbst in den wirtschaftlich schwächeren Landkreisen sogar leicht über dem Bundesdurchschnitt. Auch die wirtschaftlichen Rahmendaten haben sich spürbar verbessert. Die Arbeitslosenquote ist von 2013 bis 2016 an den Noratis-Standorten im Median um -0,8 PP (Deutschland: -0,9 PP) zurückgegangen und die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist im Median um 1,8% (Deutschland: +1,9%) gestiegen.

Wohnungsgrößen von Noratis passen gut in den aktuellen Nachfragetrend

Steigende Wohnflächennachfrage trotz Bevölkerungsrückgang

Auf Grund der Zunahme der Zahl der Haushalte von Singles und alleinlebenden Rentnern erwartet der BBSR an fast allen Standorten eine stabile bis zunehmende jährliche Wohnflächennachfrage von +0,1% bis +0,8% (Ausnahmen: Landkreis Vorpommern Rügen und Stadt Erfurt). Mit einer durchschnittlichen Fläche der Noratis-Wohnungen von ca. 65 m² dürfte die Ge-

Wohnraumnachfrage und Bevölkerung an ausgewählten Noratis-Standorten (beispielhaft für B- und C-Lagen)*

	Standort der Noratis	2017e	2018e	2019e	2020e	2025e	2030e	CAGR 2017e-2030e
Herzogtum Lauenburg								
	Schwarzenbek							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		7,5	7,6	7,6	7,7	8,0	8,3	0,8%
Bevölkerung (Tsd.)		189,9	190,2	190,3	190,7	191,4	194,6	0,2%
Vorpommern-Rügen								
	Rügen							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,6	-0,1%
Bevölkerung (Tsd.)		216,8	215,2	213,6	212,0	203,2	193,9	-0,9%
Kreis Recklinghausen								
	Gladbeck							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		24,1	24,2	24,2	24,2	24,4	24,5	0,1%
Bevölkerung (Tsd.)		604,1	601,2	598,5	595,7	581,8	569,6	-0,5%
Rhein-Kreis Neuss								
	Dormagen							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		23,3	23,5	23,6	23,8	24,5	25,0	0,5%
Bevölkerung (Tsd.)		443,1	443,0	442,8	442,8	441,1	439,6	-0,1%
Main-Kinzig-Kreis								
	Erlensee							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		17,5	17,6	17,8	18,0	18,8	19,5	0,8%
Bevölkerung (Tsd.)		411,4	412,0	412,7	413,4	415,3	416,2	0,1%
Kreisfreie Stadt Erfurt								
	Raum Erfurt							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,2	-0,1%
Bevölkerung (Tsd.)		202,0	201,5	200,8	200,0	195,7	189,3	-0,5%
Kreisfreie Stadt Trier								
	Trier							
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	0,2%
Bevölkerung (Tsd.)		106,2	105,7	105,3	105,1	102,7	99,0	-0,5%
Deutschland								
Wohnflächennachfrage insgesamt (Mio. m ²)		3.328	3.348	3.367	3.385	3.467	3.521	0,4%
Bevölkerung (Tsd.)		81.004	80.950	80.877	80.786	80.169	79.309	-0,2%

Quelle: Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung

* auf Basis der derzeit größten Immobilienportfolios im Bestand

sellschaft auf den Trend zu Single- und Rentnerwohnungen gut reagieren können. Die Entwicklung der Wirtschaft und der sozialen Daten bleiben aber an den B- und C-Lagen eine Herausforderung.

Preisaufrtrieb in B- und C-Lagen deutlich moderater

Die Attraktivität von B- und C-Standorten liegt u.E. auch darin begründet, dass die in einigen Großstädten vermutete Blasenbildung bei den Immobilienpreisen in der Peripherie nicht zu beobachten ist. Laut Daten von empirica haben sich die Kaufpreise an den sieben ausgewählten Noratis-Standorten von Q1 2013 bis Q3 2017 um 28% (CAGR: +5,4%) erhöht, während der Anstieg in den Top 7 Wohnimmobilienstandorten bei 51% (CAGR: +9,0%; Deutschland: +36% bzw. CAGR von +6,6%) lag. Zudem hat sich der Kaufpreisanstieg an den B- und C-Standorten zuletzt deutlich abgeschwächt, während er in den Top-Lagen weiterhin hoch bleibt (+2% bis +3% pro Quartal). Die Kaufpreise liegen zudem im Mittel mit 1.950 (Top 7 Standorte: 3.900; Deutschland: 2.100) Euro/m² auf einem moderaten Niveau. Aus unserer Sicht bewegt sich Noratis daher an Standorten mit einer soliden Preisbasis.

Anstieg der Kaufpreise mit 5,4% p.a. deutlich geringer als in Top-Lagen mit +9,0% p.a.

Immobilien-spezifische Kennzahlen an ausgewählten Noratis-Standorten (beispielhaft für B- und C-Lagen)*

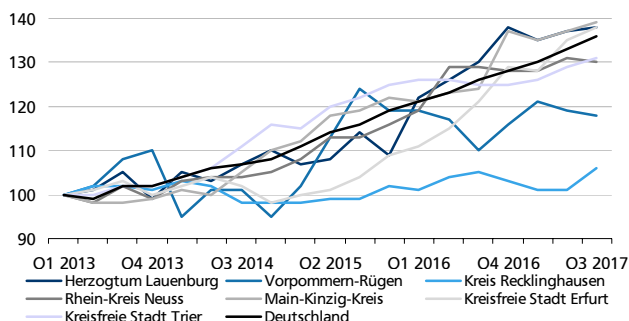
Landkreis/Stadt	Standort der Noratis	Leerstandquote		Durchschnittliche Monatsmiete		Durchschnittlicher Kaufpreis ETW	
		31.12.2011	Q3 2017 (Euro je m ²)	CAGR Q1 2013 bis Q3 2017 (annualisiert)	Q3 2017 (Euro je m ²)	CAGR Q1 2013 bis Q3 2017 (annualisiert)	
Herzogtum Lauenburg	Schwarzenbek	2,9%	7,21	4,2%	1.740	6,9%	
Vorpommern-Rügen	Rügen	6,7%	5,80	0,0%	2.233	3,5%	
Kreis Recklinghausen	Gladbeck	3,8%	5,75	2,0%	1.263	1,3%	
Rhein-Kreis Neuss	Dormagen	2,5%	7,72	2,2%	1.933	5,7%	
Main-Kinzig-Kreis	Erlensee	4,2%	7,69	2,6%	1.949	7,1%	
Kreisfreie Stadt Erfurt	Raum Erfurt	4,9%	6,97	2,3%	2.008	7,0%	
Kreisfreie Stadt Trier	Trier	3,4%	8,39	2,6%	2.545	5,8%	
Hamburg		1,5%	10,20	1,3%	3.644	6,4%	
Berlin		3,5%	9,22	5,5%	3.330	11,4%	
Düsseldorf		2,9%	9,62	1,8%	3.063	6,3%	
Köln		2,4%	10,08	2,9%	2.955	8,2%	
Frankfurt am Main		2,6%	12,23	2,4%	4.068	10,5%	
Stuttgart		3,7%	11,40	3,7%	3.716	10,1%	
München		2,1%	15,06	3,8%	6.470	9,8%	
Deutschland		4,4%	7,35	2,8%	2.089	6,6%	

Quelle: Noratis AG; Destatis; empirica

* auf Basis der derzeit größten Immobilienportfolios im Bestand

Kaufpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

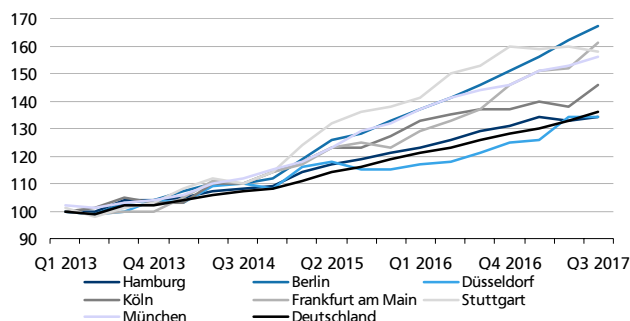
(indexiert; Q1 2013 = 100)



Quelle: empirica

Kaufpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

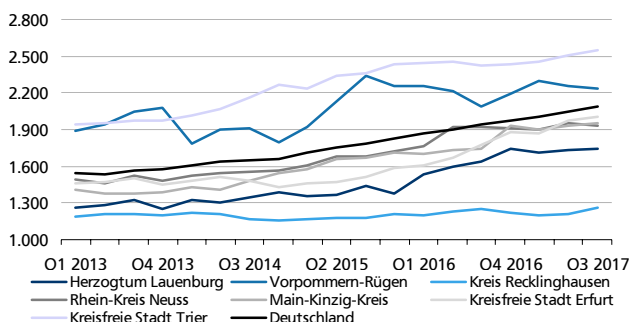
(indexiert; Q1 2013 = 100)



Quelle: empirica

Kaufpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

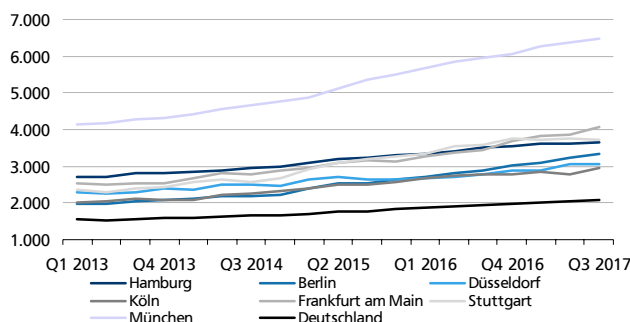
(in Euro/m²)



Quelle: empirica

Kaufpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

(Euro/m²)

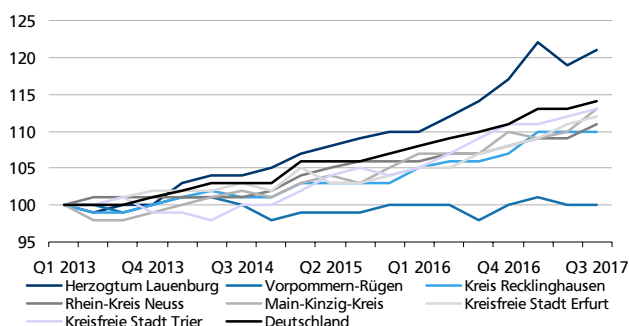


Quelle: empirica

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Mietpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

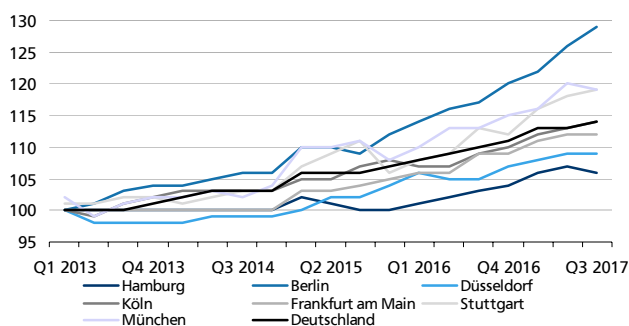
(indexiert; Q1 2013 = 100)



Quelle: empirica

Mietpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

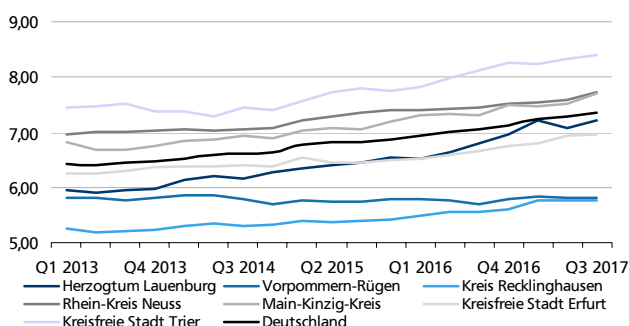
(indexiert; Q1 2013 = 100)



Quelle: empirica

Mietpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

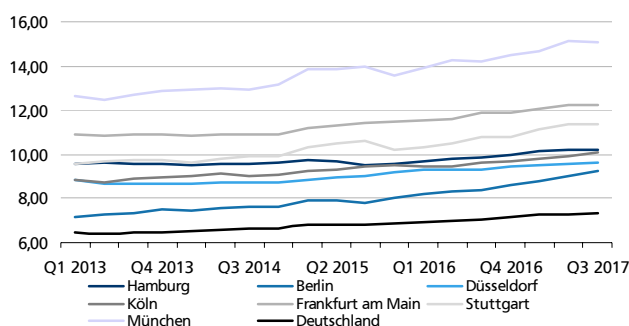
(Euro/m²)



Quelle: empirica

Mietpreisentwicklung Q1 2013 bis Q3 2017

(Euro/m²)



Quelle: empirica

Noch attraktive Bruttomietrenditen für Investoren an B- und C-Standorten

Deutlich wird dies u.E. auch an der Mietpreisentwicklung. Während die Mieten an den ausgewählten Noratis-Standorten von Q1 2013 bis Q3 2017 im Mittel um 11% (CAGR: +2,3%) stiegen, kletterten sie in den Top 7 Wohnimmobilienstandorten um 15% (CAGR: +3,0%; Deutschland: +14% bzw. CAGR von 2,8%). Zwar liegt der Anstieg der Mieten insgesamt unterhalb des Anstiegs der Kaufpreise, doch fällt die Diskrepanz in den Top 7-Lagen und im gesamten Bundesgebiet deutlich höher aus. Infolgedessen ist die Bruttomietrendite an den Noratis-Standorten von Q1 2013 bis Q3 2017 im Durchschnitt um 13% auf 4,5% (Q1 2013: 5,1%) zurückgegangen. In den Top 7-Standorten lag der Rückgang der Bruttomietrendite hingegen bei 23% auf 3,5% (Q1 2014: 4,6%; Deutschland: -16% auf 4,2% (Q1 2013: 5,0%)). Die überdurchschnittlichen Bruttomietrenditen reflektieren u.E. auch das höhere Chance-/Risikoprofil der B- und C-Standorte. Angesichts der Expertise und des Track Records von Noratis beim Abbau des Leerstands, der Steigerung der Mieteinnahmen und der Erhöhung der Mieterzufriedenheit, verbessert sich das Chance-/Risikoprofil für Investoren beim Kauf von Noratis-Objekten jedoch deutlich.

Noratis AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Verkaufserlöse	14,0	19,0	37,8	58,7	65,7	68,2	85,0
Mieterlöse	2,7	4,8	6,7	6,1	8,4	11,2	13,6
Sonstige Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umsatzerlöse	16,7	23,8	44,6	64,8	74,2	79,4	98,6
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-12,7	-17,8	-31,4	-44,7	-52,5	-56,2	-71,6
Rohhertrag	4,0	6,1	13,1	20,0	21,6	23,2	27,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Personalaufwand	-1,1	-1,5	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-0,6	-0,8	-1,2	-2,9	-1,6	-1,7	-2,0
EBITDA	2,5	3,8	10,0	15,1	17,9	19,3	22,7
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,5	3,8	9,9	15,1	17,9	19,3	22,6
Finanzergebnis	-1,3	-2,3	-3,9	-3,0	-3,7	-4,5	-4,8
EBT	1,2	1,5	6,0	12,1	14,2	14,8	17,8
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,4	-0,4	-1,8	-3,6	-4,3	-4,4	-5,4
Jahresüberschuss vor Minderheiten	0,8	1,1	4,2	8,5	9,9	10,4	12,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	0,8	1,1	4,1	8,4	9,8	10,3	12,4
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,000	2,000	2,000	2,460	2,920	2,920	2,920
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,40	0,54	2,07	3,42	3,37	3,51	4,23
Dividende je Aktie (in Euro)	0,35	0,67	0,50	1,60	1,65	1,65	2,00
Ausschüttungsquote	86,8%	124,1%	24,1%	46,8%	49,0%	47,0%	47,3%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Bereinigung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen 2014-2016 um Vertriebskosten (Umsatzkostenverfahren)

Noratis AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Verkaufserlöse	83,6%	80,0%	84,9%	90,7%	88,6%	85,8%	86,2%
Mieterlöse	16,4%	20,0%	15,1%	9,3%	11,4%	14,2%	13,8%
Sonstige Umsatzerlöse	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-75,9%	-74,6%	-70,5%	-69,1%	-70,8%	-70,8%	-72,6%
Rohhertrag	24,1%	25,4%	29,5%	30,9%	29,2%	29,2%	27,4%
Sonstige betriebliche Erträge	1,2%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%
Personalaufwand	-6,8%	-6,4%	-4,8%	-3,7%	-3,5%	-3,4%	-2,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-3,5%	-3,4%	-2,8%	-4,5%	-2,1%	-2,1%	-2,0%
EBITDA	15,0%	16,0%	22,3%	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%
Abschreibungen	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	14,8%	15,9%	22,2%	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%
Finanzergebnis	-7,8%	-9,5%	-8,8%	-4,6%	-5,0%	-5,7%	-4,9%
EBT	7,0%	6,4%	13,5%	18,7%	19,1%	18,6%	18,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,1%	-1,8%	-4,1%	-5,6%	-5,7%	-5,6%	-5,4%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,8%	4,5%	9,4%	13,1%	13,4%	13,0%	12,7%
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	4,8%	4,5%	9,3%	13,0%	13,3%	12,9%	12,5%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Bereinigung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen 2014-2016 um Vertriebskosten (Umsatzkostenverfahren)

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Noratis AG
Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	103,9	188,5	215,7	242,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Sonstige Vermögensgegenstände*	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Steuerforderungen*	0,0	0,0	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Flüssige Mittel	1,4	2,5	5,8	22,6	9,8	4,4	1,5
Umlaufvermögen	48,4	92,1	87,0	127,1	198,9	220,7	244,8
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7
Aktiva	48,9	92,7	87,5	127,8	199,7	221,6	245,9
Gezeichnetes Kapital	0,5	0,5	0,5	2,9	2,9	2,9	2,9
Kapitalrücklage	0,1	2,0	2,0	16,8	16,8	16,8	16,8
Verlust-/Gewinnvortrag	0,1	0,2	-0,1	0,5	4,2	9,2	14,7
Jahresüberschuss	0,8	1,1	4,2	8,4	9,8	10,3	12,4
Nicht beherrschende Anteile	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4
Eigenkapital	1,4	3,8	6,6	28,7	34,0	39,5	47,2
Steuerrückstellungen	0,4	0,6	1,6	0,9	0,9	0,9	1,0
Sonstige Rückstellungen	0,4	0,5	1,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Rückstellungen	0,8	1,1	3,4	1,6	1,7	1,7	1,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	40,5	79,7	70,6	90,9	157,4	173,6	189,7
Erhaltene Anzahlungen	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,6	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	1,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	7,7	6,3	5,8	5,8	5,9	6,0
Verbindlichkeiten	46,7	87,8	77,4	97,4	164,0	180,3	196,8
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Passiva	48,9	92,7	87,5	127,8	199,7	221,6	245,9

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Steuerforderungen separat ausgewiesen (gegenüber der Position "sonstige Vermögensgegenstände")

Noratis AG

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	95,7%	96,4%	91,7%	81,3%	94,4%	97,3%	98,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Vermögensgegenstände*	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Steuerforderungen*	0,0%	0,0%	0,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Flüssige Mittel	2,8%	2,7%	6,6%	17,7%	4,9%	2,0%	0,6%
Umlaufvermögen	99,0%	99,3%	99,4%	99,5%	99,6%	99,6%	99,6%
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,9%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	0,9%	0,5%	0,6%	2,3%	1,5%	1,3%	1,2%
Kapitalrücklage	0,1%	2,2%	2,3%	13,2%	8,4%	7,6%	6,8%
Verlust-/Gewinnvortrag	0,2%	0,2%	-0,1%	0,4%	2,1%	4,2%	6,0%
Jahresüberschuss	1,6%	1,2%	4,8%	6,6%	4,9%	4,6%	5,0%
Nicht beherrschende Anteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Eigenkapital	2,9%	4,1%	7,6%	22,5%	17,0%	17,8%	19,2%
Steuerrückstellungen	0,9%	0,6%	1,9%	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%
Sonstige Rückstellungen	0,8%	0,5%	2,0%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%
Rückstellungen	1,7%	1,2%	3,8%	1,3%	0,8%	0,8%	0,7%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	82,9%	85,9%	80,7%	71,2%	78,8%	78,3%	77,2%
Erhaltene Anzahlungen	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8%	8,3%	7,3%	4,5%	2,9%	2,7%	2,4%
Verbindlichkeiten	95,4%	94,7%	88,5%	76,2%	82,1%	81,4%	80,0%
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

* Steuerforderungen separat ausgewiesen (gegenüber der Position "sonstige Vermögensgegenstände")

Noratis AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Periodenergebnis vor Minderheiten	-	1,1	4,2	8,5	9,9	10,4	12,5
Abschreibungen und Amortisationen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	-	0,1	1,2	-1,8	0,1	0,0	0,1
Buchgewinne/-verluste	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Vorräte, Forderungen und LuL sonstigen Aktiva	-	-42,6	8,4	-23,9	-84,7	-27,2	-27,0
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstigen Passiva	-	-0,4	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,3
Zinsaufwendungen/-erträge	-	2,3	3,9	3,0	3,7	4,5	4,8
Ertragssteueraufwendungen/-erträge	-	0,4	1,8	3,6	4,3	4,4	5,4
Ertragssteuerzahlungen	-	-0,3	-0,7	-3,1	-4,3	-4,4	-5,4
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-	-39,3	18,7	-13,3	-70,8	-12,2	-9,3
Veränderung der zum Verkauf bestimmten Grundstücke und Vorräte	-	-42,5	9,2	-23,7	-84,6	-27,2	-26,9
Cash Earnings	-	3,2	9,5	10,4	13,8	14,9	17,6
Kauf/Verkauf von immateriellen Vermögensgegenständen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Sachanlagen	-	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Kauf/Verkauf von Finanzanlagen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Unternehmen im Konsolidierungskreis	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Kapitalerhöhung	-	2,0	0,0	17,3	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Eigenkapitalherabsetzung	-	0,0	0,0	-2,7	0,0	0,0	0,0
Verkauf/Erwerb eigener Aktien	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	-	-0,7	-1,3	-1,0	-4,7	-4,8	-4,8
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und Anleihen	-	41,3	-9,8	19,6	66,4	16,2	16,1
Gezahlte Zinsen	-	-2,1	-4,2	-3,0	-3,8	-4,5	-4,8
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-	40,5	-15,4	30,2	58,0	6,9	6,5
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-	1,1	3,3	16,8	-12,8	-5,4	-2,9
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	-	1,4	2,5	5,8	22,6	9,8	4,4
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	-	2,5	5,8	22,6	9,8	4,4	1,5

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Noratis AG**Kennzahlen**

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Wachstumsanalyse							
Wachstum Umsatzerlöse	-	42,6%	87,1%	45,3%	14,5%	7,1%	24,2%
EBITDA-Wachstum	-	52,7%	160,9%	51,7%	18,6%	7,9%	17,3%
EBIT-Wachstum	-	52,5%	162,5%	52,2%	18,6%	7,9%	17,3%
EBT-Wachstum	-	30,3%	296,5%	101,8%	17,0%	4,3%	20,5%
Wachstum EpS	-	33,6%	285,1%	64,8%	-1,5%	4,3%	20,5%
Margenanalyse							
EBITDA-Marge	15,0%	16,0%	22,3%	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%
EBIT-Marge	14,8%	15,9%	22,2%	23,3%	24,1%	24,3%	23,0%
EBT-Marge	7,0%	6,4%	13,5%	18,7%	19,1%	18,6%	18,1%
Nettomarge	4,8%	4,5%	9,3%	13,0%	13,3%	12,9%	12,5%
Segmente							
Umsatzerlöse Immobilienverkauf	14,0	19,0	37,8	58,7	65,7	68,2	85,0
Rohrertrag Immobilienverkauf	2,6	3,8	9,2	16,6	16,9	16,9	19,5
Rohmarge Immobilienverkauf	18,4%	19,8%	24,4%	28,3%	25,7%	24,8%	23,0%
Umsatzerlöse Immobilienvermietung	2,7	4,8	6,7	6,1	8,4	11,2	13,6
Rohrertrag Immobilienvermietung	1,4	2,3	3,9	3,5	4,8	6,3	7,5
Rohmarge Immobilienvermietung	53,0%	47,9%	57,9%	57,0%	56,3%	55,7%	55,0%
Renditeanalyse							
ROI	-	1,5%	4,6%	7,8%	6,0%	4,9%	5,3%
ROCE	-	4,0%	8,2%	11,5%	8,6%	6,7%	6,9%
ROE	-	41,7%	79,7%	47,7%	31,5%	28,1%	28,7%
ROIC	-	3,9%	8,0%	10,1%	7,8%	6,5%	6,9%
Bilanzanalyse							
Eigenkapitalquote	2,9%	4,1%	7,6%	22,5%	17,0%	17,8%	19,2%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	103,9	188,5	215,7	242,6
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte / Bilanzsumme	95,7%	96,4%	91,7%	81,3%	94,4%	97,3%	98,7%
Verschuldung							
Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)	43,5	83,7	70,6	73,3	152,6	174,2	193,3
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	16,7	7,7	4,8	6,3	8,5	8,1
Net Gearing	-	22,2	10,6	2,6	4,5	4,4	4,1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	1,9	1,7	2,5	5,0	4,7	4,3	4,7
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	1,9	1,7	2,5	5,0	4,7	4,3	4,7
Cashflow-Analyse							
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	1,1	5,3	7,4	10,1	10,5	12,8
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex	-	1,0	5,3	7,4	10,0	10,4	12,7
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen / Umsatzerlöse	-	4,6%	11,9%	11,5%	13,6%	13,2%	13,0%
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex / Umsatzerlöse	-	4,3%	11,8%	11,4%	13,5%	13,1%	12,9%
Bewertungsmultiplikatoren							
Buchwert je Aktie (Euro)	0,70	1,89	3,32	9,84	11,64	13,54	16,16
EV / Umsatz	-	-	-	1,9	1,6	1,5	1,2
EV / EBITDA	-	-	-	8,1	6,8	6,3	5,4
EV / EBIT	-	-	-	8,1	6,8	6,3	5,4
KGV	-	-	-	5,3	5,4	5,2	4,3
KBV	-	-	-	1,9	1,6	1,3	1,1
Kurs / Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	-	-	6,0	5,3	5,1	4,2
Dividendenrendite	-	-	-	8,8%	9,0%	9,0%	11,0%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Akkumulieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Reduzieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 27.11.2017 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenskonflikte
Noratis AG	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäss Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Grossbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Copyright: Das Urheberrecht für alle Inhalte dieser Studie liegt bei Independent Research GmbH, Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten. Inhalte dieser Studie dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch auszugsweise kopiert, verändert, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

Stand: 27.11.2017

**Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main