

25. Juni 2018  
Research-Comment

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Noratis AG

## Fortschritte an drei wichtigen Fronten

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 21,20 Euro | Kursziel: 34,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Lebhafte Handelsaktivitäten



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Eschborn
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	31
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4MK4
<b>Kurs:</b>	21,20 Euro
<b>Marktsegment:</b>	General Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	3,60 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	76,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	141,3 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	28,57 / 15,56 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	86,6 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018e	2019e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	68,0	74,3	81,7
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	15,2	14,9	16,9
<b>Jahresüberschuss</b>	8,7	8,9	10,6
<b>EpS</b>	2,97	2,47	2,93
<b>Dividende je Aktie</b>	1,50	1,58	1,75
<b>Umsatzwachstum</b>	52,6%	9,3%	10,0%
<b>Gewinnwachstum</b>	106,1%	2,6%	18,8%
<b>KUV</b>	1,12	1,03	0,93
<b>KGV</b>	8,8	8,6	7,2
<b>KCF</b>	5,93	-	-
<b>EV / EBIT</b>	9,3	9,5	8,3
<b>Dividendenrendite</b>	7,1%	7,5%	8,3%

## Aktuelle Entwicklung

Noratis hat in den letzten Wochen lebhaftere Handelsaktivitäten entfaltet und unter anderem ein Portfolio aus 99 Wohnungen in Schwarzenbek in der Nähe von Hamburg veräußert. Damit wurde ein wichtiger Zwischenschritt getan, um wie angekündigt das dynamische Wachstum der letzten beiden Jahre auch in 2018 fortzusetzen. Als ebenso wichtig erachten wir, dass Noratis auch im Einkauf aktiv gewesen ist und zwei Portfolien mit insgesamt mehr als 500 Wohneinheiten erwerben konnte. In beiden Fällen handelt es sich um ältere Wohnungen, die aufgrund von Leerständen und/oder von Modernisierungsbedarf nach Angaben von Noratis noch über beträchtliches Wertsteigerungspotenzial verfügen. In Relation zu dem Wohnungsbestand von knapp 1.200 Einheiten, den Noratis zum Jahresende 2017 ausgewiesen hat, stellen diese Zukäufe einen deutlichen Zuwachs dar und bilden eine gute Grundlage für das angestrebte Wachstum. Um diese Expansion auch finanziell abzusichern, hat Noratis im Mai eine Kapitalerhöhung durchgeführt, in deren Rahmen knapp 0,7 Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 22,50 Euro platziert und ein Mittelzufluss von 15,3 Mio. Euro (brutto) erzielt wurden.

## Fazit

Der positive Newsflow der letzten Wochen entspricht sowohl den Ankündigungen des Unternehmens als auch unseren Erwartungen. Insbesondere beim Aufbau des Vorratsvermögens kommt die Gesellschaft gut voran, was wir angesichts der Angebotsknappheit auf dem Wohnungsmarkt für ein gutes Signal halten. Mit dem zusätzlichen Eigenkapital dürfte der Portfolioaufbau in den nächsten Monaten weiter dynamisch fortgesetzt werden. Bezüglich der Umsätze hat Noratis hingegen bereits angekündigt, dass ein Großteil der für 2018 geplanten Verkäufe erst in der zweiten Jahreshälfte und vor allem im vierten Quartal erfolgen dürfte. Insgesamt sehen wir das Unternehmen weiter auf Kurs und bestätigen unser Rating „Buy“. Das Kursziel liegt nun bei 34,00 Euro.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	74,3	81,7	89,9	98,9	108,4	118,2	128,3	138,6
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
EBIT-Marge	20,0%	20,7%	20,6%	20,4%	20,2%	19,9%	19,7%	19,4%
<b>EBIT</b>	<b>14,9</b>	<b>16,9</b>	<b>18,5</b>	<b>20,2</b>	<b>21,9</b>	<b>23,6</b>	<b>25,3</b>	<b>26,9</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,5	5,1	5,5	6,0	6,6	7,1	7,6	8,1
<b>NOPAT</b>	<b>10,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,9</b>	<b>14,1</b>	<b>15,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,7</b>	<b>18,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>10,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>14,2</b>	<b>15,4</b>	<b>16,6</b>	<b>17,8</b>	<b>18,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-9,8	-10,8	-11,9	-13,1	-14,4	-15,1	-15,6	-16,1
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>

*SMC Schätzmodell*

### Modellanpassungen

Da die bisherige Entwicklung im Rahmen unserer Erwartungen liegt, haben wir auf eine Anpassung der operativen Schätzungen weitestgehend verzichtet. Demnach erwarten wir für das laufende Jahr Umsätze von 74,3 Mio. Euro sowie einen Nettoaufbau des Vorratsvermögens von etwa 10 Mio. Euro. Änderungsbedarf hat sich hingegen aus der Kapitalerhöhung ergeben, die wir in unsere Bilanz- und Cashflow-Schätzung integriert haben. Auch haben wir die

Kosten der Kapitalerhöhung in der diesjährigen GuV berücksichtigt. In Verbindung mit der nun etwas erhöhten Aktienzahl resultiert daraus ein neues Kursziel von 34,00 Euro. In Relation zum Börsenkurs, der infolge der Kapitalerhöhung deutlich nachgegeben hat, signalisiert unser Bewertungsmodell für die Noratis-Aktie somit ein hohes Kurspotenzial von etwa 60 Prozent.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
1. Immat. VG	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
II. UV Summe	126,6	135,9	148,6	161,3	174,7	188,6	204,4	222,3	242,4
1. Vorratsvermögen	99,2	109,1	120,0	132,0	145,2	159,8	175,0	190,7	206,9
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	29,3	49,1	55,2	61,4	68,2	75,5	84,6	95,7	109,1
II. Rückstellungen	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1
<b>III. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	85,5	74,8	80,6	86,5	92,4	98,3	104,2	110,2	116,2
2. Kurzfristiges FK	5,7	5,9	6,4	7,0	7,6	8,3	9,0	9,6	10,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>127,8</b>	<b>137,1</b>	<b>149,8</b>	<b>162,5</b>	<b>175,9</b>	<b>189,8</b>	<b>205,6</b>	<b>223,5</b>	<b>243,7</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	68,0	74,3	81,7	89,9	98,9	108,4	118,2	128,3	138,6
Rohertrag	21,5	20,5	22,1	23,9	25,9	27,8	29,9	31,8	33,8
EBITDA	15,3	14,9	17,0	18,6	20,3	22,0	23,7	25,3	27,0
EBIT	15,2	14,9	16,9	18,5	20,2	21,9	23,6	25,3	26,9
EBT	12,2	12,7	15,1	16,4	17,9	19,3	20,8	22,2	23,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,7	8,9	10,6	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5
JÜ	8,7	8,9	10,6	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5
EPS	2,97	2,47	2,93	3,19	3,47	3,76	4,04	4,31	4,58

# Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	12,9	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-0,4	0,0	0,5
CF aus Investition	-4,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	3,3	-0,1	1,6	0,7	0,3	-0,3	0,6	1,6	2,9
Liquidität Jahresanfa.	5,8	17,9	16,9	18,2	18,5	18,1	17,0	17,0	18,5
Liquidität Jahresende	17,9	16,9	18,2	18,5	18,1	17,0	17,0	18,5	21,8

## Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	52,6%	9,3%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
Rohertragsmarge	31,7%	27,5%	27,1%	26,6%	26,1%	25,7%	25,3%	24,8%	24,4%
EBITDA-Marge	22,5%	20,1%	20,8%	20,7%	20,5%	20,3%	20,0%	19,8%	19,5%
EBIT-Marge	22,4%	20,0%	20,7%	20,6%	20,4%	20,2%	19,9%	19,7%	19,4%
EBT-Marge	18,0%	17,1%	18,5%	18,3%	18,1%	17,8%	17,6%	17,3%	17,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	12,7%	12,0%	12,9%	12,8%	12,6%	12,5%	12,3%	12,1%	11,9%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 25.06.2018 um 13:25 Uhr fertiggestellt und am 25.06.2018 um 14:00 Uhr veröffentlicht.

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
09.04.2018	Buy	35,30 Euro	1), 3)
22.02.2018	Buy	33,90 Euro	1), 3), 4)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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