

26. März 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Noratis AG

Zusätzliche Stabilität und neue  
Wachstumsoptionen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 17,20 € | Kursziel: 30,50 € (zuvor 34,10 €)

**Analyst:** Dipl.-Volksw. 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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Eschborn
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	49
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4MK4
<b>Ticker:</b>	NUVA:GR
<b>Kurs:</b>	17,20 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	3,6 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	62,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	234,7 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	49,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	23,50 / 14,50 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	46,6 Tsd. Euro / Tag

Mit der Merz-Gruppe hat Noratis einen neuen Ankerinvestor, der nach der Übernahme einiger Anteile von den Altaktionären und dem Abschluss der aktuellen Kapitalerhöhung vom Stand weg mehr als ein Drittel der Stimmrechte halten wird. Angesichts der Verpflichtung des neuen Großaktionärs, Noratis bis Ende 2024 bis zu 50 Mio. Euro Kapital zur Verfügung zu stellen, dürfte dieser Anteil in Zukunft deutlich zunehmen. Mit der Änderung der Besitzverhältnisse geht auch eine Nejustierung der Strategie einher. Im Kern soll die Positionierung als Bestandsentwickler mit der zentralen Rolle der Verkaufserlöse zwar beibehalten werden, doch zukünftig will Noratis das Gewicht dieser volatilen Ertragsart zugunsten der Mieterträge etwas reduzieren. Damit soll die Stabilität des Geschäftsmodells weiter erhöht und auch die Flexibilität bezüglich der optimalen Verkaufszeitpunkte verbessert werden. Für das laufende Jahr bedeutet diese Anpassung, dass Noratis das aktuelle Umfeld für verstärkte Zukäufe nutzen will, während die Verkäufe deutlich unter dem Niveau des letzten Jahres bleiben sollen. Wir haben dies in unser Modell integriert und sehen den fairen Wert nun bei 30,50 Euro je Aktie. Auf dem aktuellen Niveau bietet die Aktie somit ein sehr hohes Kurspotenzial, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	68,0	56,1	75,9	39,5	70,0	92,1
EBIT (Mio. Euro)	15,2	15,5	15,3	8,7	16,7	22,1
Jahresüberschuss	8,7	9,2	8,6	3,2	7,8	11,0
EpS	2,97	2,57	2,39	0,84	2,03	2,86
Dividende je Aktie	1,50	1,21	1,30	0,42	1,03	1,37
Umsatzwachstum	52,6%	-17,5%	35,2%	-47,9%	77,0%	31,7%
Gewinnwachstum	106,0%	6,7%	-6,9%	-62,3%	140,6%	41,2%
KUV	0,98	1,18	0,87	1,68	0,95	0,72
KGV	7,7	7,2	7,7	20,4	8,5	6,0
KCF	5,15	-	-	-	-	-
EV / EBIT	15,7	15,4	15,6	27,4	14,3	10,8
Dividendenrendite	8,7%	7,0%	7,6%	2,4%	6,0%	8,0%

## Finanzkräftiger Ankerinvestor

Ende der vergangenen Woche konnte Noratis eine größere Änderung im Aktionärskreis verkünden, aus der sich für das Unternehmen vielversprechende Optionen ergeben. Konkret wurde mitgeteilt, dass die Merz Real Estate GmbH & Co. KG, ein Beteiligungsunternehmen der Merz-Gruppe, 29,4 Prozent der Anteile an Noratis übernehmen und damit auf einen Schlag zum größten Aktionär werden wird. Die Aktien stammen von zwei bisherigen Großaktionären, darunter auch vom Vorstandsvorsitzenden Bugarski, der aber mit 8 Prozent weiter engagiert bleibt.

## Kapitalzusage bis zu 50 Mio. Euro

Die Übernahme der Bestandsaktien stellt nur den ersten Schritt dar. Es folgt zeitnah eine Kapitalerhöhung, in deren Rahmen Merz 252 Tsd. neue Aktien übernehmen und seinen Anteil damit auf 34 Prozent ausbauen wird. Der Ausgabepreis wurde dabei auf 19,80 Euro und damit deutlich oberhalb des Niveaus der letzten Wochen taxiert. Da die neuen Aktien für 2019 nicht dividendenberechtigt sind, liegt der Preis unter Berücksichtigung der anstehenden Ausschüttung (unsere Schätzung: 1,3 Euro je Aktie) in etwa gleichauf mit dem Preis, den die Merz-Gruppe an die Altaktionäre für die Bestandsaktien bezahlt. Darüber hinaus hat sich die Merz Gruppe verpflichtet, weitere Kapitalmaßnahmen zu unterstützen und Noratis bis Ende 2024 insgesamt bis zu 50 Mio. Euro zur Verfügung zu stellen.

## Portfoliowachstum wird forciert

Mit den frischen Mitteln soll das Portfoliowachstum weiter beschleunigt werden. Neben den hieraus resultierenden höheren Mieteinnahmen will sich Noratis damit auch größere Spielräume schaffen, um die Verkaufsaktivitäten sowohl zeitlich als auch bezüglich des Umfangs besser renditeoptimiert steuern zu können. Die Verkäufe von Wohnungen sollen zwar weiterhin die wichtigste Ertragssäule bilden, doch soll deren Relation zur Portfoliogröße und das Gewicht an den Erlösen reduziert werden. Um die Unabhängigkeit von den volatilen Verkaufszahlen abzubauen, sollen die Mieteinnahmen soweit gesteigert werden, dass auch

ohne Verkaufserlöse positive Ergebnisse erzielt werden können. Flankierend plant Noratis die Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS, um damit die Wertschöpfung des Asset Managements unabhängig vom Verkauf dokumentieren zu können und damit die Vergleichbarkeit mit anderen börsennotierten Immobilienunternehmen zu verbessern.

## Fokusverschiebung für 2020

Das angestrebte Portfoliowachstum wird sich im laufenden Jahr zunächst in Form von reduzierten Verkaufsaktivitäten niederschlagen. Eine konkrete Größenordnung wurde von Noratis nicht genannt, doch das Unternehmen hat angekündigt, 2020 ein HGB-Ergebnis „deutlich unter den Vorjahren“ anzustreben.

## Lebhafte Ankaufaktivitäten

Demgegenüber wird der Ankaufskurs weiter mit hohem Tempo fortgesetzt. Nachdem Noratis im November und Dezember weitere 420 Einheiten in Leipzig, Krefeld, Magdeburg und Neuruppin erworben hat, belief sich der Immobilienbestand zum Jahreswechsel auf 2.411 Einheiten, ein Viertel mehr als zwölf Monate zuvor. Die konkrete wertmäßige Entwicklung wurde noch nicht veröffentlicht, doch lag das Wachstum nach Unternehmensangaben über dem zahlenmäßigen Anstieg. Eine weitere Akquisition, in deren Rahmen 79 Wohnungen in 15 Häusern in Emden erworben wurden, wurde im Februar bekannt gegeben. Das Closing soll ungeachtet der aktuellen Krise noch in diesem Monat erfolgen.

## Verkäufe 2019 im Plan

Zahlen für 2019 wurden noch nicht veröffentlicht, doch Noratis hat zumindest schon bestätigt, dass die Verkaufsplanungen im letzten Jahr erreicht wurden. Insgesamt wurden 337 Einheiten veräußert, rund 15 Prozent mehr als im Vorjahr. Da sich die Mieteinnahmen ohnehin plangemäß entwickelt haben dürften und da Noratis nichts Anderslautendes veröffentlicht hat, gehen wir davon aus, dass die Jahresziele, ein moderates Umsatzwachstum sowie ein Ergebnis auf dem Niveau der beiden Vorjahre, erreicht wurden.

## Verkaufsschätzungen deutlich geändert

Damit fühlen wir uns auch mit unseren Schätzungen für 2019 weiter wohl und haben diesbezüglich lediglich den Ansatz für das Wachstum des Vorratsvermögens angepasst und damit auf die Zukäufe des vierten Quartals reagiert. Konkret kalkulieren wir für das letzte Jahr mit einem Umsatz von 75,9 Mio. Euro, einem EBIT von 15,3 Mio. Euro und einem Vorsteuerergebnis von 12,2 Mio. Euro. Für 2020 haben wir aber die Verkaufsschätzungen deutlich reduziert. Damit berücksichtigen wir einerseits die Ankündigung des Unternehmens, die Verkaufsaktivitäten dieses Jahr aus strategischen Erwägungen drosseln zu wollen, und andererseits die Corona-Krise. Sowohl deren unmittelbare Auswirkungen als auch die dämpfenden Effekte auf die Einkommen und Risikobereitschaft dürften nämlich die Nachfrage nach Wohneigentum in den kommenden Quartalen spürbar schwächen. Ab 2021 lassen wir die Verkaufserlöse hingegen wieder anwachsen, doch das Niveau aus 2019 sehen wir erst wieder in 2022 erreicht.

## Starkes Portfoliowachstum

Kräftig erhöht haben wir hingegen die Annahmen bezüglich des Portfoliowachstums. Dieses sehen wir nun

in den nächsten zwei Jahren auf dem Niveau der letzten beiden Jahre, so dass wir bereits für Ende 2021 mit einem Vorratsvermögen von mehr als 350 Mio. Euro kalkulieren (bisher: 245 Mio. Euro). Bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir mit weiterem Anstieg auf fast 570 Mio. Euro.

## Hohe Mieterträge

Die Kombination aus hohen Zukäufen und (zunächst) reduzierten Verkäufen lässt die unterstellten Mieterträge kräftig ansteigen. Lagen sie letztes Jahr noch bei 17 Prozent der Gesamterlöse, sehen wir sie im Durchschnitt der Jahre 2020 bis 2027 bei 26 Prozent. In Summe erwarten wir dieses Jahr einen Umsatz von knapp 40 Mio. Euro, der anschließend aber rasch wächst und schon 2022 mit rund 90 Mio. Euro das Niveau aus 2019 übertreffen dürfte. Bis 2027 rechnen wir mit einem weiteren Wachstum auf über 160 Mio. Euro. Anders als bisher, beruht der Umsatz wie erwähnt aber zu einem geringeren Anteil auf Verkaufserlösen. Auch in Relation zum Portfolio ist das Gewicht der Verkaufserlöse gesunken, die Umschlagsgeschwindigkeit des Vorratsvermögens liegt im Durchschnitt der nächsten acht Jahre bei knapp 19

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	39,5	70,0	92,1	114,8	130,3	140,3	150,9	162,1
Umsatzwachstum		77,0%	31,7%	24,6%	13,6%	7,7%	7,6%	7,4%
EBIT-Marge	22,1%	23,9%	24,0%	24,1%	24,3%	24,5%	24,6%	24,7%
<b>EBIT</b>	<b>8,7</b>	<b>16,7</b>	<b>22,1</b>	<b>27,7</b>	<b>31,7</b>	<b>34,3</b>	<b>37,1</b>	<b>40,1</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,6	5,0	6,6	8,3	9,5	10,3	11,1	12,0
<b>NOPAT</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>15,5</b>	<b>19,4</b>	<b>22,2</b>	<b>24,0</b>	<b>26,0</b>	<b>28,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>6,3</b>	<b>11,8</b>	<b>15,6</b>	<b>19,5</b>	<b>22,3</b>	<b>24,2</b>	<b>26,2</b>	<b>28,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-69,9	-49,9	-33,4	-34,7	-35,7	-36,5	-36,9	-37,1
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>-63,7</b>	<b>-38,2</b>	<b>-18,0</b>	<b>-15,3</b>	<b>-13,6</b>	<b>-12,5</b>	<b>-11,0</b>	<b>-9,0</b>

SMC Schätzmodell

Prozent, rund ein Drittel niedriger als in unseren bisherigen Schätzungen. Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, der sich aus all diesen Annahmen ergibt und den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

### Diskontierungssatz reduziert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir weiterhin mit einem Abschlag auf die Zielmarke von 20 Prozent und somit mit einer EBIT-Marge von 19,8 Prozent sowie mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir unverändert einen FK-Zins von 3,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir zwar in allen unseren Modellen den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert), doch im Gegenzug haben wir die Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent erhöht (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Zusammen mit der Reduktion des Betafaktors von zuvor 1,4 auf 1,3, mit der wir die stärkere Gewichtung der wenig volatilen Bestandhaltung berücksichtigt haben, hat sich hierdurch der Eigenkapitalkostensatz nach CAPM von zuvor 10,1 auf 9,5 Prozent reduziert. Da wir gleichzeitig den Ziel-FK-Anteil von 65 auf 70 Prozent erhöht haben, hat sich der WACC-Satz auf 4,6 Prozent ermäßigt (bisher: von 5,3 Prozent).

### Kursziel: 30,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 117,6 Mio. Euro bzw. 30,52 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 30,50 Euro ableiten (bisher: 34,10 Euro). Dabei haben wir die aktuelle Kapitalerhöhung bereits eingerechnet und

mit 3,9 Mio. Aktien kalkuliert. Die weiteren, von dem Großaktionär zugesagten Mittel in Höhe von bis zu 45 Mio. Euro, haben wir noch nicht verwässernd verarbeitet, weil derzeit weder der Zeitpunkt noch der Ausgabekurs bekannt sind. Hätten wir das gesamte Volumen zum jetzigen Zeitpunkt und zum Ausgabekurs der aktuellen Kapitalerhöhung unterstellt, hätte sich der faire Wert auf 26,60 Euro ermäßigt. Unverändert gelassen haben wir hingegen die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter vier von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 3,6 und 5,6 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen negativen Werten und 211,71 Euro je Aktie. Die sehr breite Spanne verdeutlicht nachdrücklich die herausragende Bedeutung des Zinssatzes für die Wertermittlung. Diese resultiert einerseits aus dem hohen Ziel-FK-Anteil und andererseits aus der im Modell unterstellten hohen Expansion des Vorratsvermögens bis zum Ende des Detailprognosezeitraums, die dafür sorgt, dass positive Cashflows erst danach, im Rahmen des Terminal Value, anfallen, was aufgrund des sehr langen Diskontierungszeitraums die Sensitivität für die Zinsentwicklung massiv erhöht. Allerdings handelt es sich bei der Zinsreagibilität um eine – zumindest mittelfristig – nur theoretische Betrachtung, weil sich aufgrund der Zinsbindung Marktzinsänderungen im Hinblick auf das Gesamtportfolio nur anteilig und mit starker Verzögerung in den Fremdkapitalkosten niederschlagen. Die sehr hohen und niedrigen Marktwerte, die aus Zinsänderungen resultieren, übertreiben daher den Effekt.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,6%	211,71	137,00	91,59	61,07	39,14
4,1%	128,97	85,24	55,85	34,74	18,84
4,6%	79,17	50,86	30,52	15,21	3,26
5,1%	46,08	26,49	11,74	0,23	-
5,6%	22,64	8,42	-	-	-

## Fazit

---

Mit der Meldung über den Einstieg eines neuen, finanzstarken Investors hat Noratis perfektes Timing bewiesen. Denn die Finanzierungszusage von bis zu 50 Mio. Euro eröffnet dem Unternehmen nicht nur ein hohes Wachstumspotenzial für die nächsten Jahre, sondern bietet auch eine erhöhte Stabilität für die aktuelle Krise. Selbst für den Fall, dass sich die Wohnungsverkäufe noch über einen längeren Zeitraum nicht normalisieren sollten, ist Noratis nun finanziell komfortabel gepolstert.

Dieses Polster soll verstärkt dafür genutzt werden, das Portfolio rasch auszubauen, um damit auch dauerhaft die Abhängigkeit von den volatilen Verkaufserlösen etwas zu reduzieren. Diese sollen zwar weiterhin die Hauptertragsquelle bleiben, doch mit einem etwas geringeren Gewicht.

Diese Neujustierung der Strategie wird in diesem Jahr dazu führen, dass die Verkaufserlöse im Vergleich mit 2019 deutlich niedriger ausfallen werden. Auch das Ergebnis wird das Niveau der Vorjahre nicht erreichen. Stattdessen will Noratis das aktuelle Marktumfeld für Zukäufe nutzen.

Wir haben beide Aspekte in unser Modell eingepflegt und kalkulieren in Summe des detaillierten Prognosezeitraums nun mit spürbar höheren Volumina. Da sich dabei die positiven Cashflows investitionsbedingt weit in die Zukunft verschoben haben, ist der von uns ermittelte faire Wert leicht gesunken. Mit 30,50 Euro je Aktie liegt er aber noch immer sehr weit oberhalb des aktuellen Kursniveaus, weswegen wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
II. UV Summe	265,4	329,7	381,3	418,9	453,9	489,7	525,9	563,5	597,6
1. Vorratsvermögen	233,2	303,2	353,2	386,7	421,5	457,4	493,9	531,0	568,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	53,5	57,4	83,6	115,7	125,0	135,1	145,5	157,3	170,5
II. Rückstellungen	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4
<b>III. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	206,3	266,3	291,3	296,3	321,3	346,3	371,3	396,3	416,3
2. Kurzfristiges FK	3,2	3,4	3,8	4,2	4,8	5,4	6,1	6,9	7,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>268,6</b>	<b>332,8</b>	<b>384,5</b>	<b>422,1</b>	<b>457,1</b>	<b>492,9</b>	<b>529,2</b>	<b>566,8</b>	<b>600,9</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	75,9	39,5	70,0	92,1	114,8	130,3	140,3	150,9	162,1
Rohertrag	21,2	14,9	23,2	28,9	34,8	39,1	42,2	45,4	48,7
EBITDA	15,5	8,9	16,8	22,2	27,8	31,8	34,5	37,3	40,3
EBIT	15,3	8,7	16,7	22,1	27,7	31,7	34,3	37,1	40,1
EBT	12,2	4,6	11,2	15,7	20,9	24,0	25,7	27,9	30,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,6	3,2	7,8	11,0	14,6	16,8	18,0	19,5	21,2
JÜ	8,6	3,2	7,8	11,0	14,6	16,8	18,0	19,5	21,2
EPS	2,39	0,84	2,03	2,86	3,80	4,36	4,67	5,07	5,49

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-47,5	-66,5	-42,0	-22,3	-19,9	-18,8	-18,3	-17,2	-15,7
CF aus Investition	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	45,3	60,7	43,4	26,0	19,7	18,3	17,4	17,3	12,0
Liquidität Jahresanfa.	7,8	5,5	-0,4	0,9	4,5	4,1	3,4	2,3	2,1
Liquidität Jahresende	5,5	-0,4	0,9	4,5	4,1	3,4	2,3	2,1	1,8

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	35,2%	-47,9%	77,0%	31,7%	24,6%	13,6%	7,7%	7,6%	7,4%
Rohertragsmarge	28,0%	37,7%	33,1%	31,4%	30,3%	30,0%	30,1%	30,1%	30,1%
EBITDA-Marge	20,4%	22,4%	24,1%	24,2%	24,3%	24,4%	24,6%	24,7%	24,8%
EBIT-Marge	20,2%	22,1%	23,9%	24,0%	24,1%	24,3%	24,5%	24,6%	24,7%
EBT-Marge	16,1%	11,7%	15,9%	17,1%	18,2%	18,4%	18,3%	18,5%	18,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	11,3%	8,2%	11,2%	12,0%	12,8%	12,9%	12,8%	12,9%	13,0%



# 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), 4)

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 26.03.2020 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 26.03.2020 um 8:45 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
10.10.2019	Buy	34,10 Euro	1), 3),4)
28.05.2019	Buy	33,70 Euro	1), 3),4)
04.04.2019	Buy	31,30 Euro	1), 3)
17.01.2019	Buy	32,00 Euro	1), 3), 4)
26.10.2018	Buy	33,80 Euro	1), 3), 4)
25.06.2018	Buy	34,00 Euro	1), 3)
09.04.2018	Buy	35,30 Euro	1), 3)

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

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.