Noratis

(Scale All Share, Real Estate)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 25,00	
Kurs	EUR 17,20
Upside	45,3 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	25,00

Aktien Daten:	
Bloomberg:	NUVA GR
Reuters:	NUVG.DE
ISIN:	DE000A2E4MK4

Beschreibung:
Entwickler von Bestandswohnimmobilien an Standorten der 2. und 3. Reihe in Deutschland

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	62,0
Aktienanzahl (Mio.):	3,6
EV:	269,2
Freefloat MC:	30,4
Ø Trad. Vol. (30T):	73,92 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	49,1 %
I. C. Bugarski (CEO)	18,5 %
Terratis (O. C. Smits)	13,4 %
Hansa Consulting	19,0 %

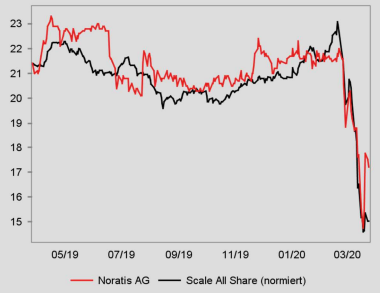
Risikoprofil (WRe):	2019e
Beta:	1,4
KBV:	1,2 x
EK-Quote:	21 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	11,9 x
Net Debt / EBITDA:	11,9 x

Neuer Hauptaktionär und frisches Geld für weiteres Wachstum

Die Noratis AG hat am Freitag, 20.03.2020, bekannt gegeben, dass sie einen neuen Hauptaktionär gefunden hat. Die Merz Real Estate GmbH & Co. KG, eine Beteiligungsgesellschaft der Merz-Gruppe, hat sich mit zwei Großaktionären von Noratis, darunter deren CEO Igor Christian Bugarski, geeinigt.

- **Neuer Großaktionär Merz Real Estate:** Merz wird 1.057.650 Aktien zu einem Preis von EUR 21 (Schlusskurs 19.03.2020 von EUR 15,45) erwerben, was auch die aktuelle Unterbewertung der Aktie zeigt und unsere Sicht auf das Unternehmen stützt. Nach Abschluss der Übernahme wird Merz Real Estate zunächst rund 29,4 % der Anteile an der Noratis AG halten. Mittelfristig wird eine Mehrheitsbeteiligung angestrebt. Igor Christian Bugarski würde jedoch einen Anteil von 8,0 % an der Gesellschaft behalten.
- **Frisches Geld für weiteres Wachstum:** Darüber hinaus hat sich Merz Real Estate im Rahmen eines Investoren- und Festzeichnungsvertrages gegenüber der Noratis AG verpflichtet, bis Ende 2024 insgesamt bis zu EUR 50 Mio. über Kapitalmaßnahmen in das Unternehmen zu investieren. Diese Investitionen sollen in einer ähnlichen Größenordnung über die Zeit verteilt werden. Dies hängt jedoch auch von den Möglichkeiten ab, die sich auf dem Markt für Portfoliokäufe ergeben, so dass eine gewisse Flexibilität bei den Investitionen gegeben ist.
- **Erwartete Kapitalerhöhung:** Es wird erwartet, dass der Vorstand der Noratis AG nach dieser Ankündigung mit Zustimmung des Aufsichtsrates eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen beschließen wird. In diesem Zusammenhang soll das Aktienkapital des Unternehmens von derzeit 3.601.897 Euro, eingeteilt in 3.601.897 auf den Inhaber lautende Stammaktien ohne Nennwert (Stückaktien), um 252.525 Euro auf 3.854.422 Euro erhöht werden, durch Ausgabe von 252.525 neuen Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1 und mit Dividendenberechtigung ab dem 1. Januar 2020. Zur Zeichnung und zum Erwerb aller neuen Aktien ist ausschließlich Merz Real Estate berechtigt. Die neuen Aktien werden zu einem Preis von EUR 19,80 pro neuer Aktie ausgegeben. Sie sind im Gegensatz zu den bestehenden Aktien des Unternehmens nicht gewinnanteilsberechtigt für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019. Die Durchführung der Transaktionen mit Merz Real Estate steht noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch das Bundeskartellamt.
- **Fazit:** Die finanziellen Verpflichtungen von Merz Real Estate und der Erlös aus der Kapitalerhöhung sollen ausschließlich für das weitere Wachstum des Portfolios verwendet werden. Wir sehen den Einstieg des Großaktionärs für das weitere Wachstum von Noratis sehr positiv. Das langfristige Ziel, den Gesamtumsatz weniger abhängig von Immobilienverkäufen zu machen und die wiederkehrenden Umsätze aus Mieteinnahmen zu stärken, kann nun deutlich beschleunigt werden. Dadurch wird es möglich sein, die Einnahmen früher als geplant deutlich zu stabilisieren, indem ein höherer Anteil an wiederkehrenden und vorhersehbaren Mieteinnahmen erzielt wird. Der Verkauf der von Noratis optimierten Immobilien wird jedoch die wichtigste Einnahmequelle bleiben. Der Einstieg von Merz Real Estate und die damit verbundenen finanziellen Mittel ermöglichen es dem Unternehmen, Portfolios selektiver zu veräußern und sich bietende Marktchancen noch besser zu nutzen. Für das Jahr 2020 erwartet das Unternehmen als kurzfristigen Effekt ein Nettoergebnis (HGB), das aufgrund der geringeren als geplanten Portfolioverkäufe voraussichtlich deutlich niedriger als in den Vorjahren ausfallen wird. Deshalb werden wir unser Modell und unsere Schätzungen überprüfen.

Insgesamt sehen wir diesen Schritt als sehr positiv für das weitere Wachstum des Unternehmens an, da er Noratis in die Lage versetzt, seinen Umsatz-Split deutlich früher als erwartet auf die wiederkehrenden Mieteinnahmen zu verlagern, was den Ertragsstrom stabilisieren wird. Wir bekräftigen unsere **Kaufempfehlung**.



Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	9,7 %
6 Monate:	10,3 %
Jahresverlauf:	7,1 %
Letzte 12 Monate:	11,8 %

Unternehmenstermine:	
30.04.20	FY 2019
25.06.20	HV
30.09.20	Q2

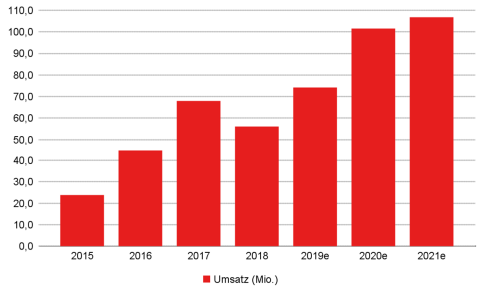
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-21e)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	23,9 %	23,8	44,6	68,0	56,1	74,2	101,5	106,8
Veränd. Umsatz yoy		*n.a.*	*87,1 %*	*52,6 %*	*-17,5 %*	*32,2 %*	*36,8 %*	*5,2 %*
Verkaufserlöse		19,0	37,8	61,9	48,2	61,8	84,6	89,8
Mieterlöse		4,9	6,7	6,1	7,9	12,4	16,9	17,0
Wohnobjekte								
Rohertrag		6,4	13,2	21,5	21,6	21,6	24,5	26,2
Rohertragsmarge		*26,9 %*	*29,6 %*	*31,7 %*	*38,5 %*	*29,1 %*	*24,2 %*	*24,6 %*
EBIT	4,2 %	3,8	9,9	15,2	15,5	15,4	16,7	17,6
Marge		*15,9 %*	*22,2 %*	*22,4 %*	*27,7 %*	*20,7 %*	*16,5 %*	*16,5 %*
EBT	-0,3 %	1,5	6,0	12,2	12,8	11,8	12,1	12,7
Marge		*6,4 %*	*13,5 %*	*18,0 %*	*22,8 %*	*16,0 %*	*11,9 %*	*11,9 %*
Nettoergebnis	-0,9 %	1,1	4,2	8,7	9,2	8,4	8,6	9,0
EPS	-0,9 %	n.a.	n.a.	2,99	2,57	2,33	2,39	2,50
EPS adj.	-0,9 %	n.a.	n.a.	2,99	2,57	2,33	2,39	2,50
DPS	-0,9 %	0,00	0,00	1,50	1,29	1,17	1,20	1,25
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	8,3 %	5,4 %	6,8 %	6,9 %	7,3 %
EV / Umsatz		n.a.	n.a.	1,7 x	4,1 x	3,4 x	2,7 x	2,7 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	7,6 x	14,7 x	15,9 x	15,7 x	16,1 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	7,7 x	14,8 x	16,2 x	16,1 x	16,7 x
KGV		n.a.	n.a.	6,0 x	9,2 x	7,4 x	7,2 x	6,9 x
ROE		28,5 %	63,3 %	29,6 %	18,7 %	15,7 %	14,9 %	14,4 %
Nettoverschuldung		77,2	64,9	64,4	145,4	187,5	207,0	230,6

Analyst/-in
Philipp Kaiser
pkaiser@warburg-research.com
+49 40 309537-260

Analyst/-in
Andreas Pläsier
aplaesier@warburg-research.com
+49 40 309537-246

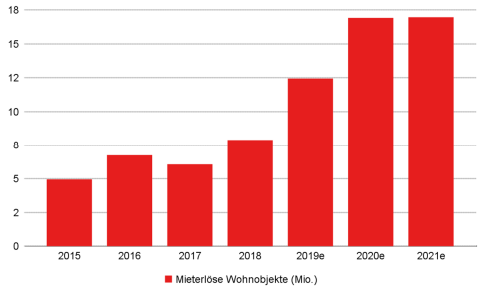
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



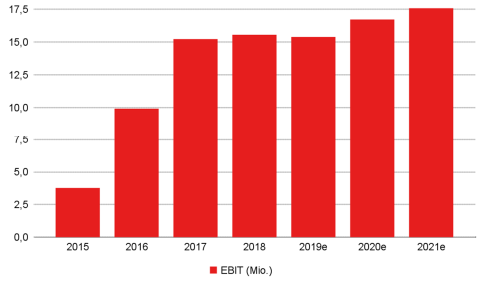
Quelle: Warburg Research

Entwicklung der Verkaufserlöse
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

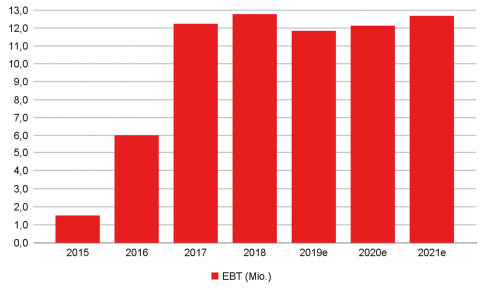
Unternehmenshintergrund

- Entwickler von bestehenden Wohnimmobilienportfolios an Standorten der zweiten und dritten Reihe in Deutschland, gelistet im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 85-90% des Gesamtumsatzes werden aus Immobilienverkäufen im kleinvolumigen Segment (100-800 Einheiten) erzielt, mit sehr stabilem Transaktionsvolumen in der Vergangenheit.
- Fokus auf Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren.
- Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette von Akquisition, Asset Management (einschl. Planung wertschöpfender Aktivitäten) bis hin zur Veräußerung durch interne Mitarbeiter, die auch externe Dienstleister koordinieren.

Wettbewerbsqualität

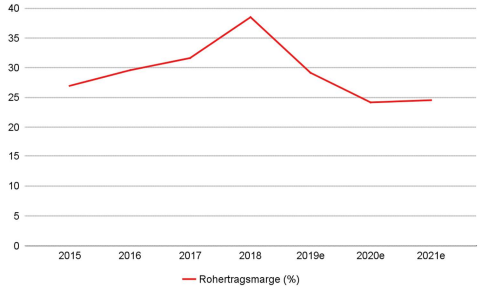
- Spezialisiert auf bezahlbare Wohnobjekte mit einfachem und mittlerem Standard, eine Nische, die für private Investoren zu groß und für größere institutionelle Investoren zu klein ist, was zu geringerem Wettbewerb führt.
- Geschäftsmodell kann auf weitere Standorte in Deutschland ausgedehnt werden.
- Projektentwicklung erfolgt überwiegend durch interne Mitarbeiter (z.B. Architekten, Bauzeichner, Immobilienkaufleute und Ingenieure), was die Abhängigkeit von Dritten reduziert und die Flexibilität der Prozesse erhöht.
- Im Gegensatz zu vielen kleineren Wettbewerbern ist Noratis gut kapitalisiert und hat als börsennotiertes Unternehmen einen besseren Zugang zu Kapital.
- Noratis verfügt über ein starkes Einkaufsnetzwerk mit ausgezeichnetem Zugang zu großen Bestandshaltern sowie regionalen Maklern, die Noratis bereits in einer sehr frühen Phase in die Ausschreibungsverfahren einbeziehen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



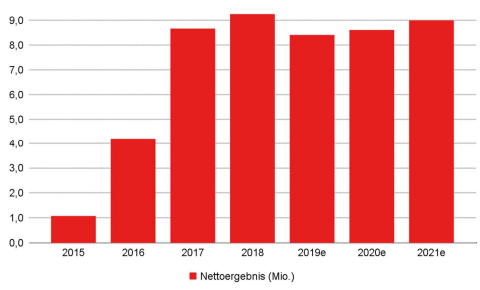
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Rohertragsmarge
in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	
Umsatz	74,2	101,5	106,8	114,3	121,1	128,2	135,5	142,5	149,1	154,3	157,0	160,1	162,5	
Umsatzwachstum	*32,2 %*	*36,8 %*	*5,2 %*	*7,0 %*	*6,0 %*	*5,8 %*	*5,7 %*	*5,2 %*	*4,6 %*	*3,5 %*	*1,8 %*	*2,0 %*	*1,5 %*	*1,5 %*
EBIT	11,8	12,1	12,7	12,0	13,0	14,3	15,8	17,4	19,1	20,9	22,7	24,9	26,3	
EBIT-Marge	*16,0 %*	*11,9 %*	*11,9 %*	*10,5 %*	*10,7 %*	*11,2 %*	*11,6 %*	*12,2 %*	*12,8 %*	*13,6 %*	*14,5 %*	*15,5 %*	*16,2 %*	
Steuerquote (EBT)	*29,0 %*	*29,0 %*	*29,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	
NOPAT	8,4	8,6	9,0	8,4	9,1	10,0	11,0	12,2	13,4	14,6	15,9	17,4	18,4	
Abschreibungen	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
Abschreibungsquote	*0,4 %*	*0,4 %*	*0,5 %*	*0,4 %*	*0,4 %*	*0,3 %*	*0,3 %*	*0,3 %*	*0,2 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	139,4	30,0	28,5	19,2	29,8	30,9	32,1	33,7	34,3	37,2	36,3	43,4	80,6	
- Investitionen	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
Investitionsquote	*0,4 %*	*0,3 %*	*0,4 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	*0,1 %*	
Sonstiges	-109,7	-24,4	-22,2	-10,5	-23,8	-24,8	-25,7	-27,0	-27,4	-29,8	-29,0	-34,7	-64,5	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-21,2	3,1	2,9	0,0	3,5	4,1	4,9	5,7	6,7	7,2	8,6	8,7	2,3	17
Barwert FCF	-19,6	2,6	2,2	0,0	2,3	2,4	2,7	2,9	3,1	3,0	3,3	3,1	0,8	71
Anteil der Barwerte	**-18,52 %**			**29,45 %**										**89,07 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	1,7 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	**9,09 %**	**Beta**	**1,38**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031e	9		
Terminal Value	71		
Zinstr. Verbindlichkeiten	86		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	10	Aktienzahl (Mio.)	3,6
Eigenkapitalwert	**89**	**Wert je Aktie (EUR)**	**24,82**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	0,75 %	1,00 %	1,25 %	**1,50 %**	1,75 %	2,00 %	2,25 %
1,56	10,1 %	18,85	19,24	19,65	20,09	20,56	21,05	21,58
1,47	9,6 %	20,80	21,27	21,76	22,29	22,85	23,44	24,08
1,43	9,3 %	21,89	22,40	22,94	23,51	24,12	24,78	25,48
1,38	9,1 %	23,05	23,60	24,19	**24,82**	25,50	26,22	26,99
1,33	8,8 %	24,29	24,90	25,55	26,24	26,98	27,78	28,64
1,29	8,6 %	25,63	26,30	27,01	27,78	28,60	29,48	30,43
1,20	8,1 %	28,62	29,43	30,30	31,24	32,25	33,35	34,53

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,56	10,1 %	15,93	17,31	18,70	20,09	21,48	22,87	24,26
1,47	9,6 %	17,84	19,32	20,81	22,29	23,77	25,25	26,73
1,43	9,3 %	18,91	20,44	21,98	23,51	25,04	26,58	28,11
1,38	9,1 %	20,06	21,65	23,24	**24,82**	26,41	28,00	29,59
1,33	8,8 %	21,30	22,95	24,60	26,24	27,89	29,53	31,18
1,29	8,6 %	22,65	24,36	26,07	27,78	29,48	31,19	32,90
1,20	8,1 %	25,70	27,54	29,39	31,24	33,09	34,93	36,78

- DCF auf Equity-Basis
- Erwartet starke Akquisitionen in 19/20 sowie die Realisierung von stillen Reserven führen zu starken Wachstum in 2023
- Die Position "Working Capital" beinhaltet die zur Veräußerung gehaltenen Immobilien im Umlaufvermögen.
- "Sonstige" enthält den Teil des WC, der durch Fremdkapital finanziert wird und muss somit vom WC Aufbau abgezogen werden
- Ab 2023e wieder eine leichte Steigerung der Marge durch die Verschiebung zu margenstärkeren Mieterträgen.

Wertermittlung

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
KBV	n.a.	n.a.	1,8 x	1,7 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,76	6,63	9,99	13,66	14,71	15,93	17,23
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	1,7 x	4,1 x	3,4 x	2,7 x	2,7 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	7,6 x	14,7 x	15,9 x	15,7 x	16,1 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	7,7 x	14,8 x	16,2 x	16,1 x	16,7 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	7,7 x	14,8 x	16,2 x	16,1 x	16,7 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	4,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	6,0 x	9,2 x	7,4 x	7,2 x	6,9 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	6,0 x	9,2 x	7,4 x	7,2 x	6,9 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	8,3 %	5,4 %	6,8 %	6,9 %	7,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	n.a.	10,0 %	5,3 %	4,9 %	5,1 %	4,9 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Verkaufserlöse	19,0	37,8	61,9	48,2	61,8	84,6	89,8
Mieterlöse Wohnobjekte	4,9	6,7	6,1	7,9	12,4	16,9	17,0
Rohertrag	6,4	13,2	21,5	21,6	21,6	24,5	26,2
Ausschüttungsquote	n.a.	n.a.	50,2 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit fertigen Bauten	89,3	80,2	99,2	176,7	238,6	268,6	297,1
Eigenkapital	3,8	6,6	29,3	49,5	53,2	57,7	62,3
ROE	28,5 %	63,3 %	29,6 %	18,7 %	15,7 %	14,9 %	14,4 %

GuV

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	**23,8**	**44,6**	**68,0**	**56,1**	**74,2**	**101,5**	**106,8**
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	87,1 %	52,6 %	-17,5 %	32,2 %	36,8 %	5,2 %
Verkaufserlöse	19,0	37,8	61,9	48,2	61,8	84,6	89,8
Mieterlöse Wohnobjekte	4,9	6,7	6,1	7,9	12,4	16,9	17,0
Rohertrag	**6,4**	**13,2**	**21,5**	**21,6**	**21,6**	**24,5**	**26,2**
Rohertragsmarge	*26,9 %*	*29,6 %*	*31,7 %*	*38,5 %*	*29,1 %*	*24,2 %*	*24,6 %*
Personalaufwendungen	1,5	2,2	2,4	3,5	4,0	4,7	5,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,5	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,2	1,3	4,0	3,1	2,7	3,2	3,6
EBIT	**3,8**	**9,9**	**15,2**	**15,5**	**15,4**	**16,7**	**17,6**
Marge	*15,9 %*	*22,2 %*	*22,4 %*	*27,7 %*	*20,7 %*	*16,5 %*	*16,5 %*
Zinserträge	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Zinsaufwendungen	2,3	3,9	3,1	3,0	3,7	4,8	5,3
EBT	**1,5**	**6,0**	**12,2**	**12,8**	**11,8**	**12,1**	**12,7**
Marge	*6,4 %*	*13,5 %*	*18,0 %*	*22,8 %*	*16,0 %*	*11,9 %*	*11,9 %*
Steuern gesamt	0,4	1,8	3,6	3,5	3,4	3,5	3,7
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**1,1**	**4,2**	**8,7**	**9,3**	**8,4**	**8,6**	**9,0**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**1,1**	**4,2**	**8,7**	**9,2**	**8,4**	**8,6**	**9,0**
Marge	*4,5 %*	*9,4 %*	*12,7 %*	*16,5 %*	*11,3 %*	*8,5 %*	*8,4 %*
Aktienanzahl (Aktuell, Mio.)	n.a.	n.a.	2,9	3,6	3,6	3,6	3,6
EPS	**n.a.**	**n.a.**	**2,99**	**2,57**	**2,33**	**2,39**	**2,50**

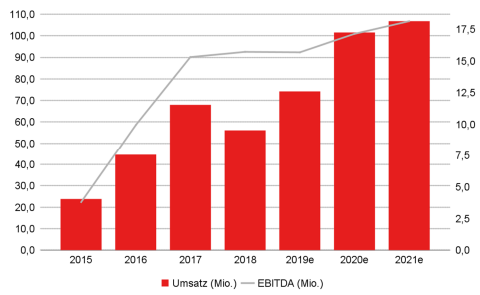
*Adjustiert um:

Guidance: EBIT und EBT auf dem Niveau der beiden Vorjahre erwartet

Kennzahlen

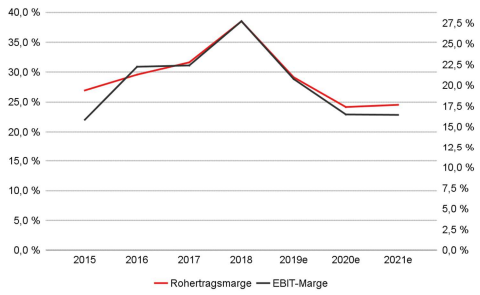
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Steuerquote (EBT)	29,0 %	30,1 %	29,1 %	27,4 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
DPS	0,00	0,00	1,50	1,29	1,17	1,20	1,25
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	8,3 %	5,4 %	6,8 %	6,9 %	7,3 %
Ausschüttungsquote	n.a.	n.a.	50,2 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



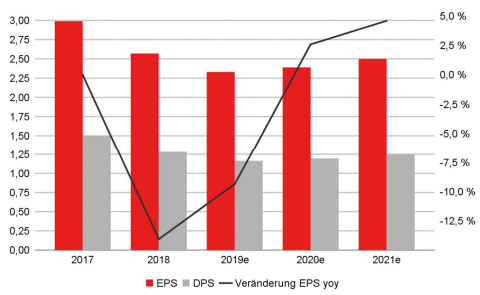
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Bilanz

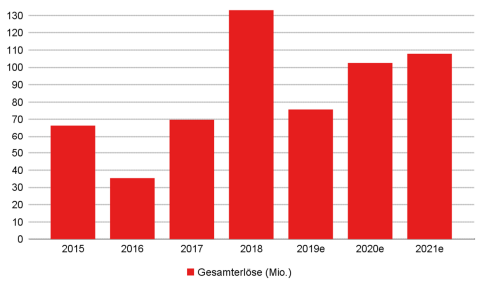
In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Sachanlagen	0,1	0,1	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Vorräte	89,3	80,2	99,2	176,7	238,6	268,6	297,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,1	1,7	24,1	8,1	4,7	5,0
Liquide Mittel	2,5	5,8	21,8	9,7	8,4	13,4	11,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,7	1,3	4,7	3,2	1,7	1,4	1,4
Bilanzsumme (Aktiva)	**92,7**	**87,5**	**127,8**	**214,1**	**257,4**	**288,8**	**316,2**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,5	0,5	2,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Kapitalrücklage	2,0	2,0	16,8	31,5	31,5	31,5	31,5
Gewinnrücklagen	1,3	4,1	9,3	14,1	17,9	22,3	27,0
Buchwert	3,8	6,6	29,0	49,2	53,0	57,4	62,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	**3,8**	**6,6**	**29,3**	**49,5**	**53,2**	**57,7**	**62,3**
Rückstellungen gesamt	1,1	3,4	7,3	5,4	4,4	5,5	5,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	79,7	70,6	86,2	155,0	195,9	220,4	242,6
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	18,0	1,6	20,4	3,9	4,9	4,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,5	0,8	1,9	1,2	1,7	1,8
Sonstige Verbindlichkeiten	7,8	6,4	4,3	2,2	2,6	3,6	3,6
Verbindlichkeiten	**88,9**	**80,8**	**98,6**	**164,6**	**204,1**	**231,2**	**253,9**
Bilanzsumme (Passiva)	**92,7**	**87,5**	**127,8**	**214,1**	**257,4**	**288,8**	**316,2**

Kennzahlen

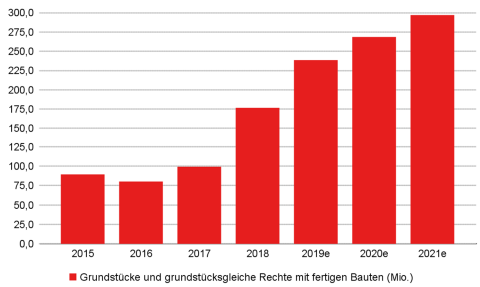
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

-

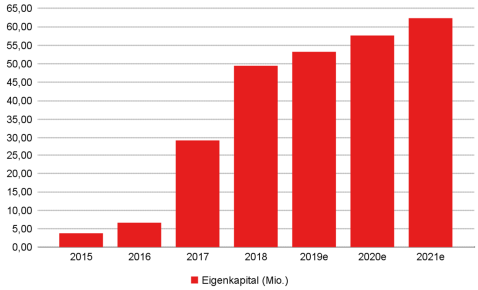
Gesamtumsatz
in Mio. EUR



Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit fertigen Bauten
in Mio. EUR



Eigenkapital
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

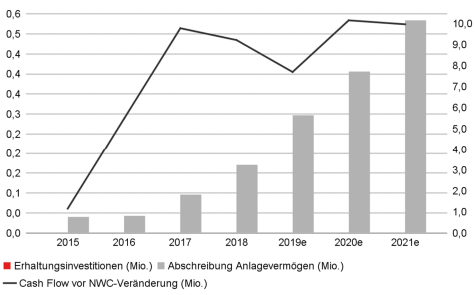
Cash flow

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,1	4,2	8,7	9,3	8,4	8,6	9,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	1,2	1,2	-0,3	-1,0	1,1	0,4
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**1,2**	**5,5**	**9,8**	**9,2**	**7,7**	**10,1**	**10,0**
Veränderung Vorräte	-42,6	8,4	-3,6	-99,8	-46,0	-26,6	-28,8
Veränderung Working Capital (gesamt)	-42,9	8,2	-3,1	-101,1	-46,6	-26,1	-28,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**-39,3**	**18,7**	**12,9**	**-85,9**	**-33,6**	**-10,1**	**-13,6**
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**0,0**	**0,0**	**-4,1**	**0,0**	**-0,3**	**-0,4**	**-0,4**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-9,8	-6,4	68,8	40,9	24,4	22,2
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**40,5**	**-15,4**	**3,4**	**75,9**	**32,6**	**15,4**	**12,6**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**1,1**	**3,3**	**12,1**	**-10,0**	**-1,3**	**5,0**	**-1,4**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,5	5,8	17,9	7,9	6,6	11,6	10,1

Kennzahlen

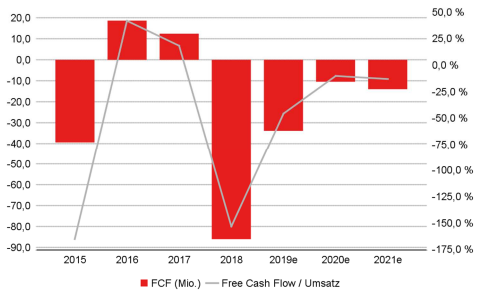
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Kapitalfluss							
FCF	-39,4	18,7	12,4	-86,1	-33,9	-10,5	-14,0
Free Cash Flow Potential	3,4	8,1	11,8	12,2	12,3	13,6	14,5
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	0,3 %	1,1 %	1,3 %	1,6 %	1,9 %	3,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,7 %	5,2 %	4,0 %	2,5 %	2,1 %	2,3 %	2,3 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,3 %	0,1 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	175,3 %	119,5 %	480,1 %	125,3 %	94,6 %	80,6 %	71,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	187,0 %	189,5 %	132,2 %	266,2 %	299,3 %	254,6 %	267,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	27,7 %	23,4 %	204,2 %	1256,0 %	675,0 %	276,5 %	277,8 %
Vorratsumschlag	0,7 x	0,3 x	0,5 x	0,6 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x
Receivables collection period (Tage)	2	1	9	156	40	17	17
Payables payment period (Tage)	2	7	6	6	8	9	9
Cash conversion cycle (Tage)	543	1.310	753	729	1.707	1.387	1.459

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



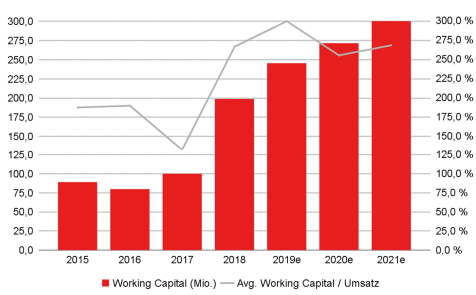
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report") ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg" bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.

4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.

-6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.

-6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.

-6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Noratis	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2E4MK4.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	**Kaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	**Halten:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	**Verkaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
"-"	**Empfehlung ausgesetzt:**	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

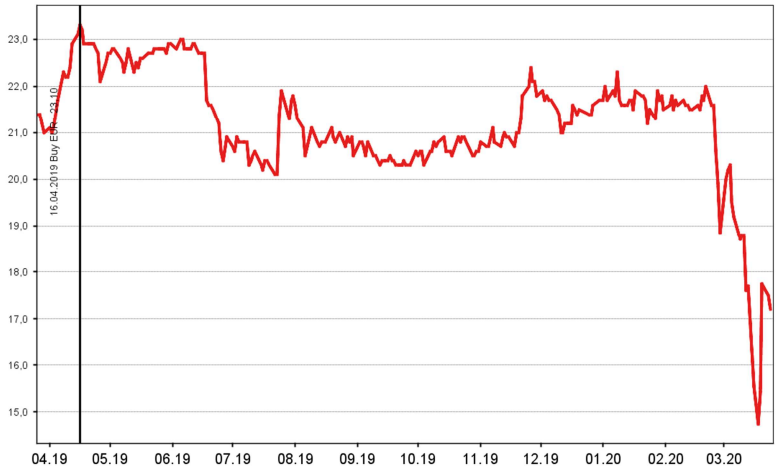
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	122	60
Halten	67	33
Verkaufen	9	4
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	**204**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	34	81
Halten	5	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
Gesamt	**42**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [NORATIS] AM [25.03.2020]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschmeier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Franz Schall +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Tobias Hald +49 40 3282-2695
United Kingdom thald@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson Reuters	www.thomsonreuters.com
Bloomberg	MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com