

04. September 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Noratis AG

Portfoliowachstum im ersten Halbjahr
konsequent fortgesetzt

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 18,00 € | Kursziel: 28,80 € (unverändert)

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

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	51
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A2E4MK4
Ticker:	NUVA:GR
Kurs:	18,00 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	4,82 Mio. Stück
Market-Cap:	86,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	281,5 Mio. Euro
Free Float:	46,3 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	22,36 / 14,41 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	39,5 Tsd. Euro / Tag

Wie im Frühjahr angekündigt, hat Noratis in diesem Jahr die Verkaufsaktivitäten sehr deutlich reduziert, um damit das Wachstum des Portfolios zu forcieren. Diese strategische Entscheidung hat sich erwartungsgemäß deutlich in den Halbjahreszahlen bemerkbar gemacht: Durch den mehr als 80-prozentigen Rückgang der Erlöse aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien sind der Gesamtumsatz um über 70 Prozent und das EBIT um die Hälfte geschrumpft. Auf der anderen Seite hat Noratis aber eben deutliche Fortschritte beim Portfoliowachstum erzielt. Ungeachtet der Corona-Krise konnten im ersten Halbjahr Kaufverträge für mehr als 750 Einheiten unterzeichnet werden, womit der Portfoliobestand zum Halbjahresstichtag bereits auf über 3.000 Einheiten geklettert ist. Diese Dynamik soll auch in der zweiten Jahreshälfte beibehalten werden, wofür aktuell eine große Bezugsrechtskapitalerhöhung durchgeführt wird. Während die diesjährige Umsatz- und Ergebnisentwicklung bisher im Rahmen unserer Erwartungen liegt, hat uns gerade angesichts der Covid-19-Pandemie die hohe Dynamik des Portfoliowachstums doch überrascht, weswegen wir diesbezüglich unsere Schätzungen angehoben haben. In Kombination mit der erhöhten Aktienzahl bleibt unser Kursziel aber unverändert bei 28,80 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	68,0	56,1	76,0	29,4	71,7	93,6
EBIT (Mio. Euro)	15,2	15,60	15,8	7,0	16,4	21,7
Jahresüberschuss	8,7	9,2	8,6	2,0	7,5	10,6
EpS	2,97	2,57	2,40	0,42	1,55	2,21
Dividende je Aktie	1,50	1,30	0,80	0,68	0,78	1,10
Umsatzwachstum	52,6%	-17,5%	35,3%	-61,3%	143,7%	30,7%
Gewinnwachstum	106,0%	6,7%	-6,4%	-76,6%	270,4%	42,1%
KUV	1,28	1,55	1,14	2,95	1,21	0,93
KGV	10,0	9,4	10,0	42,9	11,6	8,1
KCF	6,74	-	-	-	-	-
EV / EBIT	18,5	18,1	17,9	40,2	17,2	13,0
Dividendenrendite	8,3%	7,2%	4,4%	3,8%	4,3%	6,1%

Kaum Corona-Auswirkungen

Im ersten Halbjahr hat die Covid-19-Pandemie keine größeren Spuren in den Zahlen von Noratis hinterlassen. Das Unternehmen berichtet zwar von vereinzelten Mietstundungen, vor allem bei den wenigen Gewerbeeinheiten im Portfolio, doch im Zahlenwerk sind diese kaum sichtbar. Auch die Verzögerungen im Vertriebsprozess infolge der Kontakt- und Reisebeschränkungen haben sich kaum ausgewirkt, weil Noratis die Verkaufsaktivitäten dieses Jahr ohnehin deutlich reduzieren wollte, um das Portfoliowachstum zu beschleunigen. Dementsprechend beschränkten sich die Verkäufe der ersten sechs Monate auf die Privatisierung von 32 Wohneinheiten, ein Bruchteil dessen, was vor einem Jahr verkauft wurde (177 Einheiten). Der Umsatz aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien reduzierte sich infolgedessen – strategie- und ankündigungsgemäß – um 86 Prozent auf 6,0 Mio. Euro.

Mietumsätze wachsen um ein Drittel

Deutlich erhöht haben sich hingegen die Mietumsätze. Dank dem letztjährigen Portfolioausbau legten sie um mehr als ein Drittel auf 8,0 Mio. Euro zu, wodurch der Rückgang des Gesamtumsatzes auf -71 Prozent (auf 14,0 Mio. Euro) etwas gedämpft wurde.

Sehr gute Margenentwicklung

Auf der Ebene des Rohertrages betrug der Rückgang sogar nur 36 Prozent, weil die Rohmarge bei beiden Erlösquellen spürbar über dem Vorjahresniveau lag. So hat sich das Mietergebnis um 42 Prozent und damit um 7 Prozentpunkte stärker erhöht als der Mietumsatz, während die Rohmarge auf die Verkaufserlöse um 25 Prozentpunkte auf 45 Prozent zugelegt hat. Ursächlich dafür waren zwei Effekte: Zum einen war der Vergleichswert aus dem Vorjahr aufgrund von außergewöhnlich hohen Vertriebskosten besonders niedrig und zum anderen sorgte die Zusammensetzung der diesjährigen Verkäufe (ausschließlich Einzelprivatisierung von schon länger im Portfolio befindlichen, umfassend aufgewerteten Wohnungen) für eine ungewöhnlich hohe Marge. Sie stellt somit eine überaus positive Momentaufnahme dar, dürfte sich aber in den kommenden Quartalen wieder in Richtung der langjährigen Durchschnittswerte bewegen. Allerdings

zeigt der Wert, dass der noch im Frühjahr von vielen befürchtete Rückgang der Nachfrage nach Eigentumswohnungen und entsprechende negative Preisefekte nicht eingetreten sind. Auch bezüglich der Dynamik des Mietergebnisses dürfte das zweite Halbjahr eine Normalisierung zeigen, dessen überproportionale Entwicklung in den ersten sechs Monaten Noratis auf Nachfrage unter anderem mit unterjährigen Schwankungen der Betriebskosten begründet.

Geschäftszahlen	6M 2019	6M 2020	Änderung
Umsatz	47,69	14,00	-70,6%
<i>davon Verkäufe</i>	41,76	6,00	-85,6%
<i>davon Vermietung</i>	5,93	8,00	+34,9%
Rohrertrag	11,90	7,67	-35,5%
<i>Rohmarge</i>	25,0%	54,8%	
EBIT	8,83	4,21	-52,3%
<i>EBIT-Marge</i>	18,5%	30,1%	
Vorsteuerergebnis	6,91	2,28	-67,0%
<i>Vorsteueremarge</i>	14,5%	16,3%	
Jahresüberschuss	5,01	1,63	-67,4%
<i>Netto-Marge</i>	10,5%	11,7%	
Free-Cashflow	36,48	-23,40	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Weiterer Kostenanstieg

Im Einklang mit der Wachstumsstrategie, die im ersten Halbjahr zwar nicht in den Umsätzen und Erträgen, wohl aber in der Entwicklung des Portfolios ihren Niederschlag fand (siehe unten), ist im ersten Halbjahr die Kostenbasis weiter erhöht worden. Vor allem der Personalaufwand hat sich deutlich erhöht (+37 Prozent), was das Unternehmen mit einer Kombination aus Personalwachstum, einer Strukturverschiebung der Belegschaft zu höheren Gehältern und Boni für das letzte Jahr begründet.

EBIT halbiert

Der rückläufige Rohertrag und die höheren Kosten ließen das EBIT im Vorjahresvergleich um 52 Prozent

auf 4,2 Mio. Euro sinken, während das Vorsteuerergebnis und der Halbjahresüberschuss um jeweils rund zwei Drittel auf 2,3 resp. 1,6 Mio. Euro abnahmen.

Einkauf mit hoher Dynamik

Ankündigungsgemäß hat Noratis das Ankauftempo nicht nur nicht gedrosselt, sondern sogar erhöht. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr 753 Einheiten erworben, wovon ein Großteil an den bisherigen Schwerpunktstandorten Rhein-Main, südliches Niedersachsen und Leipzig angesiedelt ist. Darüber hinaus wurden 160 Einheiten in der Oberpfalz und 79 in Emden gekauft. Bilanziell war per Ende Juni allerdings nur ein kleinerer Teil dieser Zukäufe sichtbar, weil der Nutzen- und Lastenübergang zum Stichtag lediglich für 155 Einheiten erfolgt ist. Das bilanzielle Vorratsvermögen erhöhte sich infolgedessen lediglich um 7 Prozent auf 256,1 Mio. Euro und setzte sich aus 2.530 Einheiten zusammen (nach 2.407 zum Jahreswechsel). Unter Hinzurechnung derjenigen Akquisitionen, für die der Nutzen- und Lastenübergang zum 30. Juni noch nicht erfolgt war, lag die Portfoliogröße bereits bei über 3.000 Objekten. Darüber hinaus verweist Noratis auf weitere rund 400 Einheiten, unter anderem in Bayern und Niedersachsen, deren Erwerb bereits weitgehend gesichert ist und bis zum Jahresende vollzogen werden soll.

Cashflow erwartungsgemäß im Minus

Das niedrige Ergebnis und der fortgesetzte Aufbau des Vorratsvermögens haben sich auch in einem deutlichen Mittelabfluss aus operativer Tätigkeit niederschlagen. Dieser belief sich im ersten Halbjahr auf -23,4 Mio. Euro, nach +36,4 Mio. Euro in dem von hohen Verkaufserlösen geprägten Vorjahr. Zudem wurde der diesjährige Cashflow durch die Zahlung einer Verbindlichkeit für einen im Vorjahr getätigten Ankauf belastet, wodurch sich der Cashflow-Beitrag aus der Veränderung der Passiva von -1,5 auf -18,4 Mio. Euro verschlechtert hat. Bei Abwesenheit größerer Investitionsauszahlungen war der operative Cashflow nahezu identisch mit dem Free-Cashflow des ersten Halbjahrs, der somit von +36,5 auf -23,4 Mio. Euro ins Minus drehte. Finanziert wurde dies (und die Zinszahlungen von 2 Mio. Euro) durch die Zuflüsse aus der Kapitalerhöhung, die der neue Großaktionär

Merz gezeichnet hat (5 Mio. Euro) sowie durch eine Nettokreditaufnahme von knapp 20 Mio. Euro, so dass in Summe die bilanzielle Liquidität lediglich um 0,7 auf 6,3 Mio. Euro abgenommen hat.

Eigenkapitalquote leicht verbessert

Dank der Kapitalerhöhung und dem positiven Halbjahresergebnis ist das Eigenkapital in den ersten sechs Monaten um 6,8 auf 60,2 Mio. Euro gestiegen. In Relation zur Bilanzsumme, die von 259,0 auf 266,3 Mio. Euro zugenommen hat, entspricht das einer Eigenkapitalquote von 22,6 Prozent, die sich somit seit Anfang Januar um 2 Prozentpunkte verbessert hat. Angesichts der Tatsache, dass die Vorratsimmobilien zum Einkaufswert bilanziert werden, stellt das eine solide Größe dar. Bei Annahme einer durchschnittlichen Verkaufsmarge von 20 Prozent auf den Einkaufspreis würde die Eigenkapitalquote auf Basis der Marktwerte der Immobilien sogar bei 35 Prozent liegen. Dasselbe gilt für den LTV (Loan-to-Value), der sich zum Halbjahr auf Basis der bilanziellen Werte auf 0,75 belaufen hat und unter Berücksichtigung der stillen Reserven bei etwa 0,60 liegen dürfte.

Bezugsrechtskapitalerhöhung gestartet

Allerdings stellen diese Werte nur eine Momentaufnahme dar, da die bereits getätigten und die geplanten Zukäufe des zweiten Halbjahrs mit einem erhöhten Rückgriff auf Fremdkapital einhergehen werden. Um diese Akquisitionen und damit den Wachstumskurs stärker mit Eigenkapital zu unterfüttern, führt Noratis derzeit eine Bezugsrechtskapitalerhöhung um 0,96 Mio. Euro (Grundkapital) durch, in deren Rahmen die Aktionäre für jeweils vier Aktien eine neue Aktie zum Bezugspreis von 17,55 Euro beziehen dürfen. Da der Großaktionär Merz für die anschließende Privatplatzierung der im ersten Schritt nicht bezogenen Aktien eine Zeichnungszusage abgegeben hat, ist von einer Vollplatzierung auszugehen, aus der sich ein Eigenkapitaleffekt und ein Bruttomittelzufluss von 16,9 Mio. Euro ergeben werden. Nach unseren Berechnungen steigt durch diese Maßnahme die Eigenkapitalquote c.p. auf 27 Prozent bzw., unter Berücksichtigung der stillen Reserven, auf 38 Prozent.

Prognose bestätigt

Erwartungsgemäß hat Noratis im Halbjahresbericht die Prognose bestätigt und noch einmal die diesjährige Konzentration auf den Ausbau des Vorratsvermögens betont. Dementsprechend werden der Umsatz, das EBIT und der Jahresüberschuss dieses Jahr deutlich unter dem Vorjahr liegen. Bezüglich der noch geplanten Verkäufe nennt Noratis auf Nachfrage die bereits in der Vermarktung befindlichen Eigentumswohnungen am Standort Erlensee sowie ein bis zwei kleine Paketverkäufe. Demgegenüber sollen die Mieterträge ihren deutlichen Aufwärtstrend des ersten Halbjahrs fortsetzen.

Portfoliowachstum erhöht

Nach den lebhaften Ankaufaktivitäten im ersten Halbjahr, der Ankündigung, diese auch in den nächsten Monaten fortzusetzen und der nun eingeleiteten Kapitalerhöhung zu deren Finanzierung haben wir unsere Schätzung für das diesjährige Wachstum des Vorratsvermögens erneut angehoben. Nun gehen wir davon aus, dass Noratis dieses Jahr das Immobilienportfolio um 100 Mio. Euro ausweiten wird und erwarten folglich zum Jahresende ein bilanzielles Vorratsvermögen von fast 340 Mio. Euro (bisher: 304 Mio. Euro). Da wir den sich hieraus ergebenden Basiseffekt in späteren Jahren des detaillierten Prognosezeitraums nur teilweise kompensiert haben, hat sich der gesamte unterstellte Entwicklungspfad des Vorratsvermögens nach oben verschoben, so dass wir nun für das Jahr 2027 mit einem Portfoliowert von 608 Mio. Euro kalkulieren, rund 50 Mio. Euro mehr als bisher.

Höhere Mieterträge

Das größere Portfolio wirkt sich in unseren Schätzungen positiv auf die Entwicklung der Mieterträge aus, weswegen sich die Umsatzreihe ebenfalls erhöht hat. Dies gilt allerdings erst ab 2021, für dieses Jahr haben wir unsere Umsatzzuschätzung hingegen unverändert gelassen, weil der späte Vollzug der Zukäufe deren Effekt auf die diesjährigen Mieterträge schmälert. Wie bisher erwarten wir somit für 2020 Mietumsätze von 17,4 Mio. Euro und Verkaufserlöse von 12 Mio.

Euro, die wir somit für die zweite Jahreshälfte unverändert auf dem Niveau der ersten sechs Monate erwarten. Den Gesamtumsatz für 2020 schätzen wir unverändert auf 29,4 Mio. Euro. Ebenfalls wie bisher gehen wir davon aus, dass die Verkaufsaktivitäten schon nächstes Jahr wieder an Intensität gewinnen und maßgeblich zu einem Umsatzsprung auf rund 70 Mio. Euro führen, dem in den folgenden Jahren ein stetiges Wachstum bis auf 163 Mio. Euro im Jahr 2027 folgt (bisher: 161 Mio. Euro).

Gewinnschätzung für 2020 verdoppelt

Während sich die Umsätze aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien im ersten Halbjahr im Rahmen unserer Erwartungen entwickelt haben, ist die dabei erzielte Marge weit über unseren Annahmen ausgefallen. Da die geplante Verkaufsstruktur im zweiten Halbjahr ähnlich ist, dürfe auch der Jahreswert deutlich oberhalb dessen ausfallen, was wir bisher angenommen hatten. Wir haben die Margenschätzung für die Verkäufe in diesem Jahr deswegen auf 40 Prozent angehoben. Dies betrifft aber nicht die Schätzung für die nächsten Jahre, die wir weiterhin an dem Durchschnittswert der letzten Jahre ausrichten und vorsichtig auf 23 Prozent taxieren. Für dieses Jahr hat sich aus der Anpassung eine deutliche Anhebung der Schätzwerte für das EBIT, das Vorsteuerergebnis und für den Jahresüberschuss ergeben, und das, obwohl wir auch die Kostenschätzungen in Reaktion auf die Halbjahreszahlen teils spürbar angehoben haben. Das EBIT erwarten wir nun bei 7,0 Mio. Euro und damit um ein Drittel höher als bisher, das EBT bei 2,9 Mio. Euro (bisher: 1,2 Mio. Euro) und das Nettoergebnis bei 2,0 Mio. Euro und damit beim Doppelten der alten Schätzung (0,9 Mio. Euro). Unverändert liegen die Erwartungen aber deutlich unter den Vorjahreswerten, was der für dieses Jahr vorgenommenen strategischen Schwerpunktsetzung auf das Portfoliowachstum entspricht.

Ziel-EBIT-Marge minimal erhöht

Leichte Margenverschiebungen haben sich auch für die Folgejahre ergeben, wobei sich hier zwei entgegengesetzte Effekte gegenseitig weitgehend kompensiert haben. So haben sich die erhöhten Aufwandsschätzungen für 2020 auch auf die Folgejahre ausgewirkt

und die Margenentwicklung gedämpft, während sich der gestiegene Anteil der Mieterlöse im Umsatzmix margenerhöhend niedergeschlagen hat. Bezogen auf die Ziel-EBIT-Marge überwog ganz leicht der letztgenannte Aspekt, so dass sie sich nun minimal auf 24,1 Prozent erhöht hat (bisher: 23,9 Prozent). 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 dieser Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

Diskontierungssatz unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einem 15-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge und somit mit einer EBIT-Marge von 20,5 Prozent sowie mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Damit haben wir den Abschlag (zuvor: 20 Prozent) leicht reduziert und damit ebenfalls auf den gestiegenen Anteil der wesentlich stabileren Mieterlöse reagiert. Selbst nach dieser Anpassung legen wir zur Ermittlung des Terminal Value eine EBIT-Marge zugrunde, die unterhalb der Werte der letzten vier Geschäftsjahre liegt, was wir als ausrei-

chend vorsichtig erachten. Gänzlich unverändert haben wir den Diskontierungszinssatz gelassen. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 4,6 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,3, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 3,5 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 70 Prozent zugrunde liegen.

Kursziel: 28,80 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 138,5 Mio. Euro bzw. 28,74 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 28,80 Euro ableiten. Dabei haben wir die vollständige Platzierung der aktuellen Kapitalerhöhung unterstellt und mit 4,8 Mio. Aktien kalkuliert. Doch die daraus resultierende Verwässerung wurde durch das erhöhte Portfolio- und in dessen Folge Umsatz- und Ergebniswachstum aufgewogen. Gegenüber dem aktuellen Kurs, der nach der Ankündigung der Kapitalerhöhung stark nachgegeben hat, sehen wir damit ein sehr hohes Aufwärtspotenzial von rund 60 Prozent. Unverändert gelassen haben wir auch die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	29,4	71,7	93,6	116,1	131,6	141,5	152,0	163,1
Umsatzwachstum		143,7%	30,7%	24,0%	13,3%	7,6%	7,4%	7,3%
EBIT-Marge	23,8%	22,9%	23,2%	23,4%	23,6%	23,8%	24,0%	24,1%
EBIT	7,0	16,4	21,7	27,2	31,1	33,7	36,4	39,2
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,1	4,9	6,5	8,2	9,3	10,1	10,9	11,8
NOPAT	4,9	11,5	15,2	19,0	21,8	23,6	25,5	27,5
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	5,0	11,6	15,3	19,2	21,9	23,7	25,7	27,6
- Zunahme Net Working Capital	-110,0	-49,9	-34,9	-35,9	-36,7	-37,1	-37,3	-37,0
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	-105,1	-38,4	-19,7	-16,9	-15,0	-13,6	-11,8	-9,6

SMC Schätzmodell

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 181,8 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 han-

delt 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 WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,6%	181,83	118,54	80,08	54,23	35,65
4,1%	112,14	75,01	50,05	32,12	18,62
4,6%	70,14	46,05	28,74	15,71	5,54
5,1%	42,21	25,49	12,91	3,09	-
5,6%	22,38	10,22	0,74	-	-

Fazit

Nach dem Einstieg des neuen Großaktionärs Merz hatte Noratis bereits angekündigt, dieses Jahr die Verkaufsaktivitäten deutlich zu reduzieren und stattdessen den Fokus stark auf ein beschleunigtes Wachstum des Portfolios zu legen. Beide Aspekte der Ankündigung spiegeln sich in den nun vorgelegten Halbjahreszahlen wider. Darin berichtet Noratis von einem deutlichen Umsatz- und Ergebnisrückgang und gleichzeitig vom Ankauf von 753 Einheiten, mit denen das Portfolio innerhalb von sechs Monaten von 2.400 auf mehr als 3.000 Objekte ausgebaut wurde.

Das gleiche Muster ist für die zweite Jahreshälfte angekündigt und zu erwarten. Während die Erlöse aus Immobilienverkäufen auf dem niedrigen Niveau des ersten Halbjahrs verbleiben sollen, werden die Mieterträge dank der Portfoliozukäufe weiter zulegen, doch bei weitem nicht ausreichen, um die im Vorjahresvergleich fehlenden Verkaufserlöse auszugleichen. Dementsprechend ist mit einem deutlich niedrigeren Umsatz und Ergebnis zu rechnen.

Auf der anderen Seite sollen die Ankäufe mit hoher Dynamik fortgesetzt werden, wofür Noratis aktuell

mit einer großen Kapitalerhöhung die finanzielle und bilanzielle Basis schafft. Da der Platzierungserfolg aufgrund einer Zusage des Großaktionärs Merz, die nicht bezogenen Aktien zu übernehmen, sicher ist, kann Noratis mit rund 17 Mio. Euro an zusätzlichem Kapital kalkulieren, womit sich bei einer 80-prozentigen Fremdfinanzierungsquote ein weiteres Ankaufvolumen von 85 Mio. Euro stemmen lässt.

Wir haben deswegen unsere Schätzungen bezüglich des Wachstums des Vorratsvermögens angehoben und auf dieser Grundlage auch die Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die nächsten Jahre erhöht. Umgerechnet auf die erhöhte Aktienzahl ergibt sich daraus ein unverändertes Kursziel von 28,80 Euro, das gegenüber dem aktuellen Kurs ein sehr hohes Aufwärtspotenzial von rund 60 Prozent verspricht.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Votum „Buy“.

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
AKTIVA									
I. AV Summe	0,4	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	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
II. UV Summe	256,1	357,2	408,4	445,8	480,3	515,2	552,3	590,3	627,2
1. Vorratsvermögen	238,8	338,8	388,8	423,8	459,9	496,7	533,9	571,3	608,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	53,4	74,5	100,1	132,0	140,9	150,1	159,4	169,6	180,5
II. Rückstellungen	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	181,0	271,0	296,0	301,0	326,0	351,0	378,0	405,0	430,0
2. Kurzfristiges FK	19,5	9,5	9,9	10,4	11,0	11,6	12,3	13,1	13,9
BILANZSUMME	258,9	360,1	411,2	448,7	483,3	518,2	555,3	593,3	630,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	76,0	29,4	71,7	93,6	116,1	131,6	141,5	152,0	163,1
Rohhertrag	22,6	14,5	24,5	30,2	36,2	40,5	43,6	46,8	50,2
EBITDA	16,0	7,1	16,5	21,8	27,3	31,2	33,8	36,6	39,4
EBIT	15,8	7,0	16,4	21,7	27,2	31,1	33,7	36,4	39,2
EBT	12,1	2,9	10,7	15,2	20,3	23,3	24,9	27,0	29,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,7	2,0	7,5	10,6	14,2	16,3	17,4	18,9	20,4
JÜ	8,6	2,0	7,5	10,6	14,2	16,3	17,4	18,9	20,4
EPS	2,40	0,42	1,55	2,21	2,95	3,38	3,62	3,92	4,23

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	-18,4	-105,5	-39,9	-21,7	-19,2	-17,9	-17,1	-15,8	-14,1
CF aus Investition	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	17,4	106,6	40,8	23,9	17,3	15,5	16,5	15,9	13,2
Liquidität Jahresanfa.	7,8	7,0	8,0	8,8	10,7	8,6	6,1	5,2	5,1
Liquidität Jahresende	7,0	8,0	8,8	10,7	8,6	6,1	5,2	5,1	4,0

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	35,3%	-61,3%	143,7%	30,7%	24,0%	13,3%	7,6%	7,4%	7,3%
Rohermargemarge	29,8%	49,5%	34,2%	32,3%	31,2%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%
EBITDA-Marge	21,0%	24,2%	23,0%	23,3%	23,5%	23,7%	23,9%	24,1%	24,2%
EBIT-Marge	20,8%	23,8%	22,9%	23,2%	23,4%	23,6%	23,8%	24,0%	24,1%
EBT-Marge	15,9%	9,8%	14,9%	16,2%	17,5%	17,7%	17,6%	17,7%	17,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	11,4%	6,9%	10,5%	11,4%	12,2%	12,4%	12,3%	12,4%	12,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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 04.09.2020 um 13:45 Uhr fertiggestellt und am 04.09.2020 um 13:55 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
13.05.2020	Buy	28,80 Euro	1), 3),4)
26.03.2020	Buy	30,50 Euro	1), 3),4)
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)

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.