19. Oktober 2020
Anleihen-Research

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

# Noratis AG

## Stabiles Geschäftsmodell mit hohen Wachstumschancen

**ISIN Anleihe:** DE000A3H2TV6 | **Rating:** 7,2 Punkte (von max. 10) | **Urteil:** Attraktive Rendite-Risiko-Relation

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis ..... 2

Snapshot ..... 3

Executive Summary ..... 4

SWOT-Analyse ..... 5

Geschäftsmodell ..... 6

Geschäftsmodell-Bewertung ..... 9

Management und Aktionariat ..... 10

Bewertung Management und Aktionariat ..... 12

Finanz-Status-quo ..... 14

Bewertung Finanz-Status-quo ..... 17

Wachstums- und Margenperspektiven ..... 20

Bewertung Wachstums- und Margenperspektiven ..... 25

Die Anleihe ..... 27

Bewertung Anleihe und Sicherheiten ..... 28

Rating ..... 29

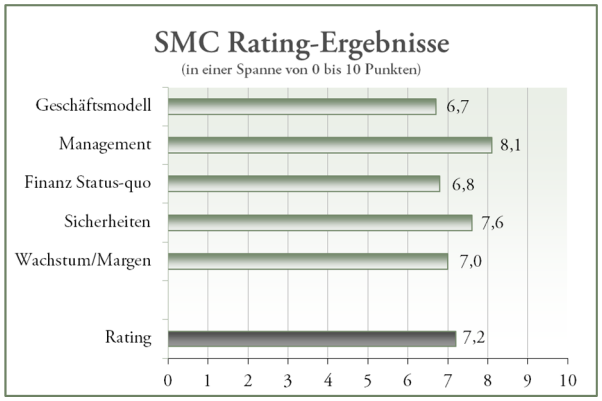
Anhang I: Bilanz- und GuV-Daten ..... 31

Anhang II: Cashflow-Daten und Kennzahlen ..... 32

Anhang III: Erläuterungen der Schätzungen ..... 32

Impressum & Disclaimer ..... 34

# Snapshot




## Stammdaten

| | |
|---|---|
| **Sitz:** | Eschborn |
| **Branche:** | Wohnimmobilien |
| **ISIN (Anleihe):** | DE000A3H2TV6 |
| **Nennwert:** | 1.000 Euro |
| **Volumen:** | bis 50 Mio. Euro |
| **Emissionstag:** | 11.11.2020 |
| **Besicherung:** | Nein |
| **Kurs / Ausgabekurs:** | 100 % |
| **Laufzeit:** | 11.11.2025 |
| **Kupon:** | 5,25 %* |
| **Stichtag Zinszahlung:** | 11.11. |

** Annahme SMC-Research*

## Kurzportrait

Mit der Spezialisierung auf den Ankauf, die mieterfreundliche Aufwertung, die Bestandshaltung und den Verkauf von bestehenden Wohnungssiedlungen an Sekundärstandorten verfolgt die Noratis AG ein Geschäftsmodell, das attraktive Renditen mit einem moderaten Risiko kombiniert. Alle bisher abgeschlossenen Projekte sind erfolgreich gewesen und haben zweistellige Margen gebracht. Um die Potenziale dieser Positionierung und der günstigen Marktbedingungen noch stärker zu nutzen, wird derzeit eine Anleihe mit einem Volumen von bis zu 50 Mio. Euro emittiert, mit der das Wachstum des Immobilienportfolios forciert werden soll. Die unbesicherte Anleihe hat eine Laufzeit von fünf Jahren und einen Kupon von 5,25 Prozent*. Da wir das Risiko als leicht unterdurchschnittlich einstufen, werten wir diese Verzinsung als attraktiv, weil sie oberhalb von anderen Mittelstandsanleihen dieser Risikoklasse liegt. Mehrere Aspekte wirken risikomindernd, u.a. die Qualität des Managements, die hohe Profitabilität, die bilanzielle Solidität und die guten Wachstums- und Margenperspektiven. Eine wichtige Rolle für unsere Beurteilung spielte aber auch das starke Commitment des neuen Großaktionärs, das wir als klar risikomindernd einstufen.

| GJ-Ende: 31.12. | 2019 | 2020e | 2021e |
|---|---|---|---|
| **Umsatz** | 76,0 | 29,4 | 76,5 |
| **EBITDA** | 16,0 | 7,1 | 18,6 |
| **EBIT** | 15,8 | 7,0 | 18,5 |
| **EBT** | 12,1 | 2,7 | 11,6 |
| **EAT** | 8,7 | 1,9 | 8,1 |
| **Umsatzwachstum** | 35,3% | -61,3% | 160,3% |
| **Gewinnwachstum** | -6,0% | -78,6% | 336,9% |
| **CF Operativ** | -18,4 | -105,7 | -189,3 |
| **CF Investition** | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| **CF Finanzierung** | 17,4 | 106,6 | 186,7 |
| **EK** | 53,4 | 74,3 | 101,5 |
| **Bilanzsumme** | 258,9 | 359,9 | 557,6 |

*In Mio. Euro bzw. Prozent*

| Kennzahlen | 2019 | 2020e | 2021e |
|---|---|---|---|
| **Bruttomarge** | 29,8% | 49,5% | 35,6% |
| **EBITDA-Marge** | 21,0% | 24,2% | 24,3% |
| **EBIT-Marge** | 20,8% | 23,8% | 24,1% |
| **EBT-Marge** | 15,9% | 9,0% | 15,2% |
| **EAT-Marge** | 11,4% | 6,3% | 10,6% |
| **Op-CF/Umsatz** | -24% | -359% | -247% |
| **FCF/Umsatz** | -24% | -360% | -248% |
| **EK-Quote** | 20,6% | 20,6% | 18,2% |
| **ROE** | 16,3% | 2,5% | 8,0% |
| **ROCE** | 3,4% | 0,5% | 1,5% |
| **Net Debt /EBITDA** | 10,8 | 36,9 | 23,5 |
| **Zinsdeckungsgrad** | 4,3 | 1,6 | 2,7 |

# Executive Summary

- **Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien an Sekundärstandorten:** Noratis hat sich auf den Erwerb, die Aufwertung und den Verkauf von Wohnungen spezialisiert. Das Geschäftsmodell kombiniert somit Elemente aus der Bestandshaltung und aus der Entwicklung von Wohnimmobilien, wobei es weniger risikoreich als die Entwicklung von Neubauten und renditestärker als die Bestandshaltung ist. Inhaltlich konzentriert sich Noratis auf ältere Wohnungssiedlungen an Standorten in Randlagen der großen Städte bzw. in kleineren Städten, die Bewirtschaftungspotenziale durch eine intensivere kaufmännische Betreuung sowie durch eine bauliche Modernisierung aufweisen.

- **Hohe Profitabilität**: Die damit verbundene Wertschöpfung schafft Raum für eine attraktive Entwicklungsmarge, die in Addition mit der Wertschöpfung in der Vermietung (die aktuelle Nettomietrendite des Portfolios liegt bei 4,7 Prozent) und im Handel für eine hohe Profitabilität sorgt. Die Rohmarge, die im Schnitt der letzten sechs Jahre bei knapp 30 Prozent lag, dürfte in Zukunft von der steigenden Bedeutung des Vermietungsergebnisses trendmäßig weiter profitieren, da dieses regelmäßig oberhalb von 50 Prozent der Mieterlöse liegt.

- **Einnahmen sollen verstetigt werden**: Bisher war die Entwicklung aber noch stark von den Verkaufserlösen abhängig, die zwischen einzelnen Jahren sowohl im Umfang als auch bezüglich der damit erzielten Margen stark schwanken können. Dies dürfte sich in Zukunft aber ändern, weil Noratis im Frühjahr beschlossen hat, das Portfoliowachstum zu forcieren und damit das Gewicht der wiederkehrenden Mieterträge zügig weiter zu erhöhen. Damit soll künftig vor allem die margenorientierte Optimierung der Verkaufszeitpunkte, denen weiterhin eine zentrale Rolle als Ergebnistreiber innerhalb des Geschäftsmodells zukommt, erleichtert werden, doch auch die Stetigkeit und Berechenbarkeit der Erträge dürften sich verbessern.

- **Finanzkräftiger Ankerinvestor**: Die Adjustierung der Strategie wird unterstützt von dem Großaktionärs Merz Real Estate, der im Zuge von Umplatzierungen und zweier Kapitalerhöhungen seit dem Frühjahr einen Anteil von inzwischen fast 50 Prozent erworben hat. Darüber hinaus hat sich Merz verpflichtet bis Ende 2024 weitere rund 36 Mio. Euro in Noratis zu investieren.

- **Anleihe zur Wachstumsfinanzierung**: Als weiterer Schritt zur Finanzierung des beschleunigten Portfoliowachstums wird zum 11. November eine Anleihe mit einem Volumen von bis zu 50 Mio. Euro emittiert. Bei einer fünfjährigen Laufzeit wird ein Kupon von 5,0 bis 5,5 Prozent geboten.

- **Leicht unterdurchschnittliches Risiko**: Obwohl die Anleihe unbesichert ist, halten wir anhand unseres Scoring-Modells ihr Risiko für leicht unterdurchschnittlich und haben dafür ein Rating von 7,2 Punkten vergeben (von 10 möglichen). In allen von uns untersuchten Kategorien erhielt Noratis solide Werte, wofür an zwei Stellen (Eigenkapitalposition und Sicherheiten) auch das Engagement des finanzkräftigen Großaktionärs Merz sorgt.

- **Attraktive Zins-Risiko-Kombination**: Im Vergleich mit anderen Mittelstandsanleihen vergleichbarer Risikoklasse, die derzeit eine Rendite von 3,0 bis 4,9 Prozent bieten, erscheint die Noratis-Anleihe aus kombinierter Risiko-Zins-Betrachtung somit als attraktiv.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf Wohnimmobilien adressiert Noratis einen sehr attraktiven Markt, der sich durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Ausbalanciertes Geschäftsmodell mit einem Chance-Risiko-Profil, das zwischen der reinen Projektentwicklung und der Bestandshaltung liegt.
- Überzeugender Track-Record mit starkem Portfoliowachstum und sehr hoher Profitabilität.
- Große Branchenerfahrung und Kontinuität im Vorstand.
- Solide Bilanz mit hohen stillen Reserven und einem umfangreichen unbelasteten Immobilienvermögen.
- Starkes Engagement des Großaktionärs sorgt für ein zusätzliches Sicherheitspolster.

## Schwächen

- Die Umsätze und Erträge sind noch hochgradig von einzelnen Blockverkäufen abhängig und deswegen erratisch und schwer vorhersehbar.
- Durch die temporäre Fokusverschiebung auf den beschleunigten Ausbau des Immobilienvermögens werden die Verkäufe und damit auch die Umsätze und Gewinne dieses Jahr weit unter dem Vorjahresniveau liegen.
- Noch ist das Portfolio nicht groß genug, um aus den Mieteinnahmen neben den Bewirtschaftungskosten und dem Kapitaldienst auch die fixen Overhead-Kosten der Organisation zu decken.
- Die Anleihe ist unbesichert.
- Der Wachstumskurs bedingt hohe negative Cashflows und macht den Rückgriff auf externe Finanzierungen erforderlich.

## Chancen

- Durch das starke Portfoliowachstum in 2019 und im bisherigen Jahresverlauf ist ein starker Anstieg der Mieterträge in 2020 und 2021 absehbar.
- Durch den Finanzierungsbeitrag des Großaktionärs und durch die Mittel der Anleihe kann das Expansionstempo zusätzlich erhöht werden.
- Weiteres Wachstum könnte Skaleneffekte vor allem im Personalbereich sowie eine margenorientierte Optimierung der Verkaufspolitik ermöglichen und die Margenentwicklung stützen.
- Ein vergrößertes Portfolio könnte für eine Verstetigung der Einnahmen und für einen höheren Kostendeckungsgrad durch Mieterlöse sorgen und somit das Risikoprofil weiter verbessern.
- Die Anleihe bietet eine attraktive Zins-Risiko-Kombination.

## Risiken

- Auch wenn es derzeit noch nicht absehbar ist, könnten sich aus der Corona-Krise dauerhafte dämpfende Effekte auf die Kaufnachfrage nach Wohnungsimmobilien ergeben.
- Ein spürbarer Zinsanstieg könnte sich nachfragedämpfend auswirken; darüber hinaus erhöht das planmäßig steigende Gewicht der Bestandshaltung das Zinsrisiko des Geschäftsmodells.
- Turbulenzen im Finanzmarkt könnten die Refinanzierung der Immobilienkredite erschweren.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.
- Ein fortgesetzter Investorenansturm auf Wohnimmobilien könnte den Einkauf weiter erschweren oder zumindest deutlich verteuern

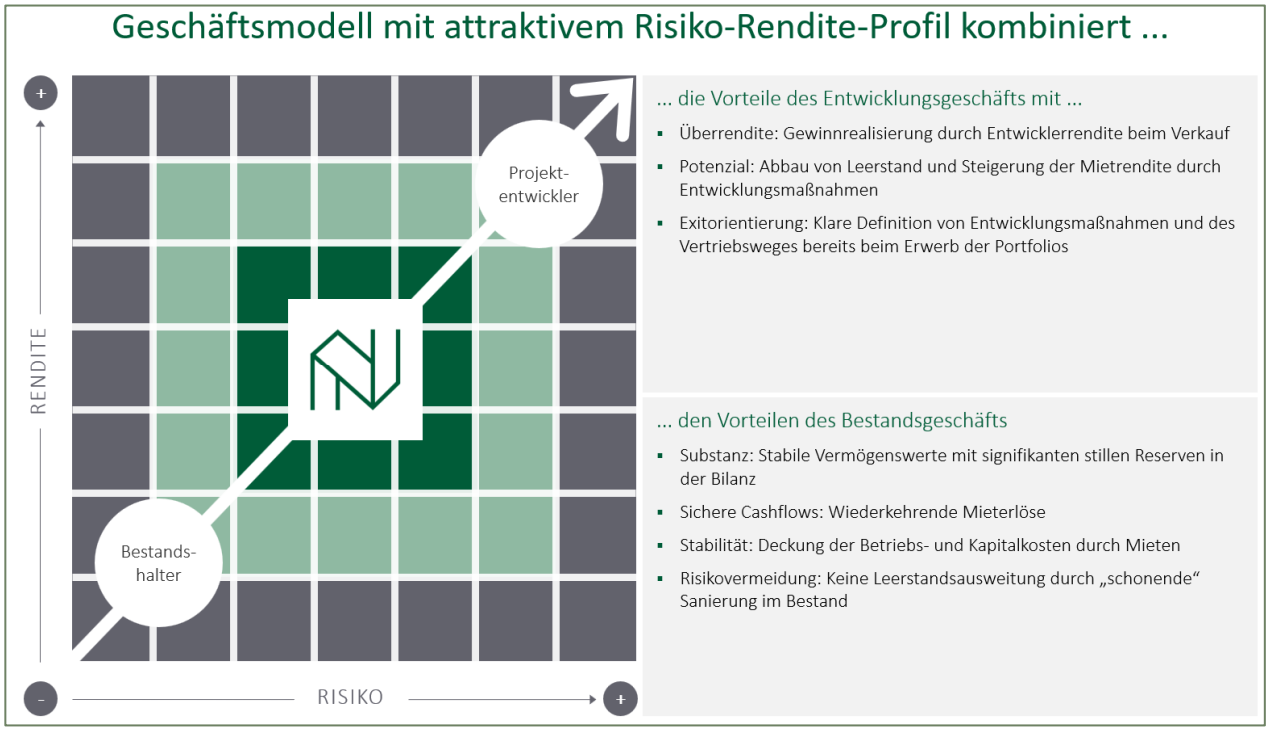
# Geschäftsmodell

## Börsennotiz seit 2017

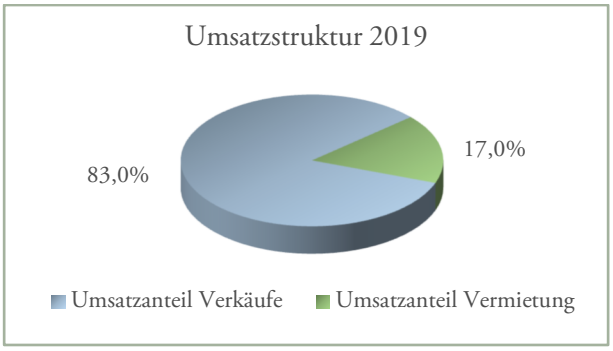
Die Noratis AG definiert ihr Geschäftsmodell als Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien. Dazu werden Wohnungsportfolios mit kaufmännischen und / oder immobilienwirtschaftlichen Bewirtschaftungsdefiziten erworben, durch Instandsetzung und Neupositionierung aufgewertet und entweder durch Einzelprivatisierung oder per Blockverkauf veräußert. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Eschborn bei Frankfurt und beschäftigt rund 50 Mitarbeiter. In ihrer heutigen Rechtsform besteht die Noratis AG seit Mai 2017, als die 2002 gegründete und 2012 auf das aktuelle Geschäftsmodell ausgerichtete Noratis GmbH im Vorfeld des Börsengangs in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde. Das IPO in das Scale-Segment der Frankfurter Börse erfolgte Ende Juni 2017.

## Bestandsentwicklung von Wohnungen

Kern der Unternehmensstrategie ist die Positionierung als ein Bestandsentwickler. Damit verfolgt Noratis ein Geschäftsmodell, das Elemente der Immobilienentwicklung und der Bestandshaltung kombiniert und deswegen hinsichtlich seines Chance-Risiko-Profils zwischen diesen beiden Polen angesiedelt ist. Da Noratis bestehende Wohnungen ankauft, die einen Instandsetzungs- und Modernisierungsbedarf haben, aber keine Kernsanierung erfordern, sind die Risiken deutlich überschaubarer als bei der Entwicklung neuer Wohnungsprojekte. Gleichzeitig sorgen die Mieterlöse während der Haltedauer, die sich im letzten Jahr auf 17 Prozent des Konzernumsatzes summierten, für stetige Einnahmen, mit denen die Betriebs- und Kapitalkosten der Wohnungen und zuletzt auch ein Großteil der Fixkosten (insb. Personal und sonstige Kosten) gedeckt werden. Perspektivisch will Noratis die gesamten Fixkosten der Organisation aus dem Mietergebnis bestreiten, um damit unabhängig vom Verkaufsergebnis jedes Jahr profitabel arbeiten zu können. Im Gegensatz zu reinen Bestandshaltern ermöglicht wiederum die Wertschöpfung aus der Aufwertung und dem anschließenden Verkauf der Wohnungen eine deutlich höhere Rendite auf das eingesetzte Kapital.




*Quelle: Unternehmen*




*Quelle: Unternehmen*

## Klares Ankaufprofil

Um dieses Modell umzusetzen, werden im Einkauf strenge Kriterien angelegt. Dazu gehört die Konzentration auf ältere Siedlungsbauten, Werkswohnungen und Quartiere, die meistens in Randlagen größerer Städte und in kleineren Städten ab 10.000 Einwohnern gelegen sind. Bevorzugt werden dabei Objekte mit einem erkennbaren Modernisierungsrückstand und/oder Leerstand erworben oder solche, die "kaufmännisch vernachlässigt bzw. optimierungsfähig" sind. Hierbei darf es sich aber um keine sozialen Brennpunkte handeln. Die präferierte Portfoliogröße liegt typischerweise zwischen 20 und 1.000 Wohnungen, wobei das größte bisher umgesetzte Projekt aus 755 Einheiten bestand.

## Mieterfreundliche Modernisierung

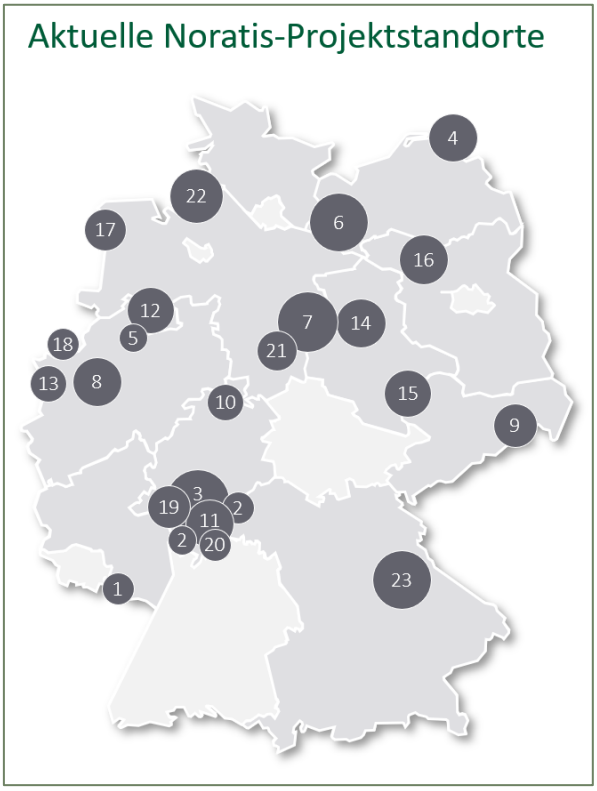
Bei der Instandsetzung und Modernisierung der Objekte achtet Noratis stets auf die Akzeptanz der Mieter. Daher werden nur leerstehende Wohnungen modernisiert. Ein Schwerpunkt der Aufwertung liegt stattdessen außerhalb der Wohnungen, an den Fassaden, der Haustechnik, in den Treppenhäusern und in den Außenanlagen. Auch die Modernisierung oder der nachträgliche Anbau von Balkonen spielen eine wichtige Rolle. Vereinzelt wird auch die Mietfläche durch eine Nachverdichtung zum Beispiel in Form zusätzlicher Geschosse erhöht. Insgesamt soll durch diese Maßnahmen das Wohnumfeld verbessert und die Attraktivität für neue Mieter erhöht werden, was sich in höheren Quadratmeterpreisen und in einem reduzierten Leerstand niederschlägt. Durch die Beschränkung der Renovierungsaktivitäten auf leerstehende Wohnungen wird in der Regel bis zum Weiterverkauf nur ein Teil der Wohnungen modernisiert, den Rest überlässt Noratis dem Käufer. Mit den renovierten Wohnungen liefert das Unternehmen dem Investor aber einen Proof of Concept, dass der Modernisierungsplan funktioniert und vom Markt am gegebenen Standort angenommen wird.

## Hoher Integrationsgrad

Bei der Umsetzung dieses Modells deckt Noratis die wesentlichen Schritte der Wertschöpfungskette selbst ab und profitiert so von großen Lerneffekten und von der Standardisierung der entsprechenden Prozesse. Dies beginnt bereits beim Ankauf, für den das Unternehmen allein im letzten Jahr Angebote für rund 222 Tsd. Einheiten im Wert von 22,7 Mrd. Euro geprüft und für 11.100 Einheiten im Wert von 1,1 Mrd. Euro Gebote abgegeben hat. Die Pflege des großen Netzwerks, das Noratis auf 4.000 Kontakte beziffert, sichert dem Unternehmen einen guten Marktzugang und wird durch eine eigene IT-Lösung unterstützt. Der Prüfprozess ist weitestgehend standardisiert, wobei die Gesellschaft von ihrer umfangreichen Datenbank profitiert, in der alle Angebote registriert werden und die so eine schnelle Ersteinschätzung ermöglicht. Auch in der Haltephase und im Vertrieb setzt Noratis vor allem auf eigene Kapazitäten. Sowohl das Asset-Management als auch die Planung und Steuerung der

| Vorratsvermögen zwischen 2015 und 2019 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Einheit | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 30.06.20 |
| Wohnungsbestand* | Zahl | 1.465 | 1.008 | 1.194 | 1.791 | 2.407 | 2.530 |
| Buchwert | Mio. Euro | 89,3 | 80,2 | 99,2 | 176,7 | 238,8 | 253,5 |
| Buchwert / Wohneinheit | Tsd. Euro | 61,0 | 79,5 | 83,1 | 98,6 | 99,2 | 100,2 |
| qm / Wohneinheit | qm | 63,5 | 68,5 | 67,0 | 68,7 | 66,9 | 66,0 |

*Quelle: Unternehmen; * inkl. Gewerbe*

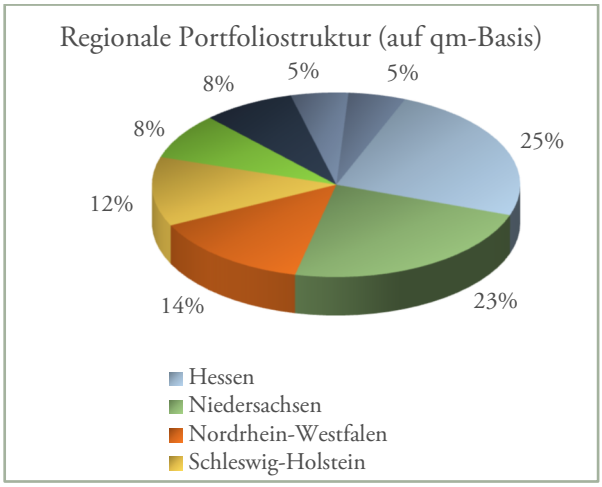



*Quelle: Unternehmen; Stand 30.06.2020*

Modernisierungsmaßnahmen werden von eigenen Mitarbeitern übernommen. Bei Privatisierungsobjekten wohnen eigene Vertriebsmitarbeiter i.d.R. bis zum vollständigen Abverkauf im Objekt. Lediglich das Property Management und die ausführenden Bautätigkeiten werden fremdvergeben, wobei Noratis auch hierfür teilweise auf ein Netzwerk von etablierten und bewährten Partnerschaften zurückgreifen kann. Durch die Vielzahl der bereits erfolgreich durchgeführten Projekte (siehe unten) kann Noratis nicht nur auf standardisierte Modernisierungskonzepte zurückgreifen, sondern genießt auch einen guten Ruf als zuverlässiger Vertragspartner.

## Großes Vorratsvermögen

In den letzten Jahren hat Noratis den Vorrat an Immobilien stetig aufgebaut. Zur Jahresmitte 2020 umfasste das Portfolio 2.530 Einheiten (davon 67 kleinere Gewerbeeinheiten) mit einer Gesamtmietfläche von 167 Tsd. qm. Mit Ausnahme der süddeutschen Länder ist das Portfolio in Deutschland auf insgesamt 23 Standorte breit gestreut, wobei regionale Schwerpunkte in Hessen und Niedersachsen erkennbar sind. Der Buchwert der Portfolioimmobilien betrug Ende Juni 253,5 Mio. Euro. In diesen Zahlen nicht enthalten sind die Zukäufe des ersten Halbjahrs, die zwar bereits im ersten Halbjahr beurkundet worden sind, deren Nutzen- und Lastenübergang aber erst nach dem Stichtag erfolgt ist. Zuzüglich dieser Einheiten lag die Portfoliogröße bereits bei über 3.000 Objekten. Darüber hinaus hat Noratis Ende August von weiteren rund 400 Einheiten berichtet, deren Erwerb bereits gesichert ist und bis zum Jahresende vollzogen werden soll.




*Quelle: Unternehmen; Stand 30.06.2020*

## Wachsende Mieteinnahmen

Das wachsende Immobilienvermögen hat sich auch in steigenden Mieteinnahmen niedergeschlagen, die sich zum Halbjahresstichtag bei einem Leerstand von 6,3 Prozent auf (annualisiert) 12,0 Mio. Euro belaufen haben. Noch im gesamten Geschäftsjahr 2017 betrugen sie lediglich 6,1 Mio. Euro.

# Geschäftsmodell-Bewertung

## Lange Marktpräsenz

Noratis ist bereits seit acht Jahren in dem Geschäft tätig und verfügt über ein großes Immobilienportfolio, gute Referenzen und ein weitverzweigtes Netzwerk zu wichtigen Marktplayern. In Relation zum gesamten deutschen Wohnungsmarkt ist der Marktanteil zwar verschwindend, doch in dem adressierten Segment (kleine Portfolien an Sekundärstandorten) gehört das Unternehmen zu den größeren Anbietern. Dies gilt insbesondere dort, wo die Bestände nach dem Kauf aufgewertet werden müssen. Wir sehen den Etablierungsgrad von Noratis deswegen als hoch an.

| Einstufung Etablierungsgrad | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Netzwerk und Referenzen als Vorteil

Hohe Marktzutrittsschranken sind im Wohnungsmarkt nicht zu erkennen. Dementsprechend sind auf dem Markt neben einigen sehr großen Wohnungsgesellschaften auch unzählige Kleinstakteure aktiv. Aufgrund der Marktgröße und Intransparenz stellt allerdings der Zugang zu attraktiven Objekten eine Herausforderung dar. Diesbezüglich sind Akteure, die über eine lange Marktpräsenz und etablierte Netzwerke zu Maklern und anderen Immobilienbesitzern sowie über professionelle Ankaufstrukturen (schnelle Due Diligence mit akkurater Kostenschätzung) etc. verfügen, im Vorteil. Auch der Kapitalmarktzugang ist ein Vorteil, um größere Transaktionen stemmen zu können. Gerade im Zusammenhang mit dem Ankauf von älteren Siedlungsbauten, Werkswohnungen und Quartieren, die oft den sonst knappen günstigen Wohnraum für sozial Schwächere bieten, kann zudem die Reputation als verlässlicher Partner, der die Belange der betroffenen Mieter und der Kommunen ernst nimmt, von entscheidender Bedeutung sein. Insofern sehen wir Noratis in der adressierten Nische in einer starken Position, in der das Unternehmen einen begrenzten Wettbewerbsschutz genießt. Schließlich profitiert Noratis auch beim Asset Management und im Vertrieb (Zugang zu attraktiven Käufern) von der etablierten Position, den professionellen Strukturen und dem Netzwerk. In Summe bewerten wir deswegen den Aspekt Markteintrittsbarrieren mit einer mittleren Einstufung.

| Einstufung Markteintrittsbarrieren | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Skalierungspotenziale im Overhead

Die reine Bestandhaltung von Wohnimmobilien weist im Overhead signifikante Skalenpotenziale auf. Demgegenüber erfordern Handels- und Entwicklungsaktivitäten stärker mitwachsende personelle Kapazitäten, wobei aber durch Standardisierung (Einkauf, Renovierungskonzepte etc.) und IT-Einsatz (Marktbeobachtung, Bewertung, Vertrieb) Effizienzvorteile generiert werden können. Mit steigenden Portfoliogrößen kann auch das Gewicht der Transaktionskosten abnehmen. Insgesamt stufen wir die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells als mittel ein.

| Einstufung Skalierbarkeit | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Ergebnis Geschäftsmodell

Aus der gleichgewichteten Zusammenfassung der drei Teilaspekte Etablierungsgrad, Markteintrittsbarrieren und Skalierungsgrad ergibt sich als Bewertung des Geschäftsmodells ein Scoring-Wert von 6,7 Punkten, womit wir Noratis in diesem Punkt eine überdurchschnittliche Qualität bescheinigen.

| Ergebnis Geschäftsmodell | Einstufung |
|---|---|
| Etablierungsgrad | Hoch |
| Markteintrittsbarrieren | Mittel |
| Skalierbarkeit | Mittel |
| **SMC-Scoring** | **6,7 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

# Management und Aktionariat

## Kontinuität im Vorstand

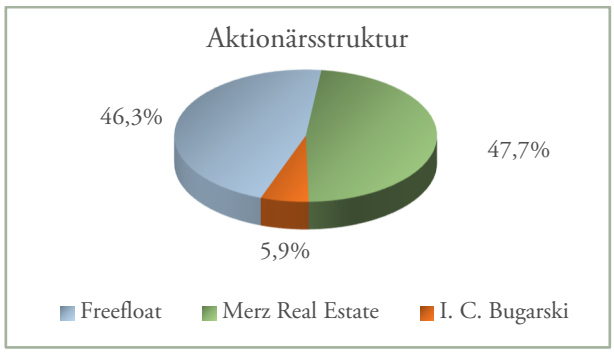
Geleitet wird das Unternehmen von einem zweiköpfigen Vorstand, der bereits seit fünf Jahren in der bisherigen Zusammensetzung arbeitet. Den Vorstandsvorsitz hat Herr Igor Christian Bugarski inne, der über mehr als 18 Jahre Erfahrung in der Immobilienbranche verfügt und bereits 2012 in die Gesellschaft und in die Geschäftsführung eingetreten ist. Doch schon zuvor war Herr Bugarski mehrere Jahre im Bereich Real Estate und Corporate Development aktiv und unter anderem für CBRE und DeTeImmobilien tätig. Zu seiner Vita gehört beispielsweise der Ankauf und die Vermarktung von über 5.000 Wohn- und Gewerbeimmobilien wie z.B. des Opernturms in Frankfurt. Komplettiert wird der Vorstand vom CFO André Speth, der aus seinen früheren Tätigkeiten eine umfangreiche Immobilien- und Kapitalmarkterfahrung einbringt (u.a. Morgan Stanley und Deutsche Bank; u.a. Börsengang von LEG) und seit 2015 der Unternehmensführung angehört.

## Große Expertise in der zweiten Ebene

Über reichlich Branchenerfahrung und lange Unternehmenszugehörigkeit verfügt Noratis auch auf der zweiten Managementebene. So etwa blickt die Leiterin Transactions (Einkauf und Verkauf), Flaminia Prinzessin zu Salm-Salm, die seit 2013 bei Noratis tätig ist, auf zwölf Jahre Erfahrung in der Immobilienwirtschaft zurück. Auch die Leiterin Asset Management ist bereits seit 2013 im Unternehmen tätig.

## Finanzkräftiger Großaktionär

Mit dem Einstig der Merz Real Estate GmbH & Co. KG, einem Beteiligungsunternehmen der Merz-Gruppe, hat sich die Aktionärsstruktur in den letzten Monaten erheblich verändert. Lag zuvor die klare Mehrheit in den Händen der Gründer und des Vorstands, hält nach zwei Kapitalerhöhungen und einer Umplatzierung Merz inzwischen fast die Hälfte der Aktien (47,7 Prozent). Auf den Vorstandschef Bugarski entfallen 5,9 Prozent, während 46,3 Prozent der Aktien im Streubesitz liegen.




*Quelle: Unternehmen; Stand: September 2020*

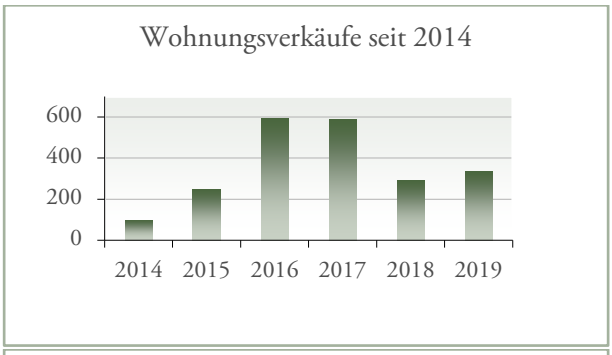
## Hohe Finanzierungszusage

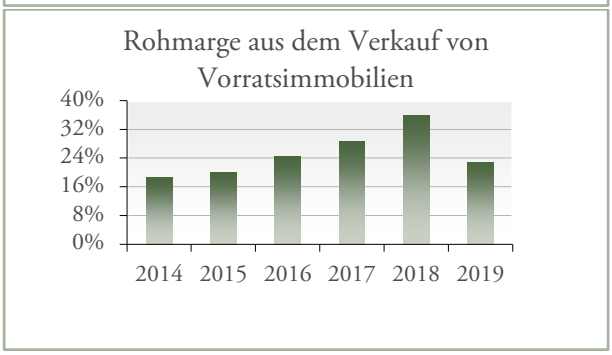
Mit dem Einstieg hat sich die Merz-Gruppe verpflichtet, weitere Kapitalmaßnahmen zu unterstützen und Noratis bis Ende 2024 insgesamt bis zu 50 Mio. Euro zur Verfügung zu stellen. Hiervon wurden im Rahmen einer Kapitalerhöhung im Mai bereits 5 Mio. Euro investiert. Weitere 9 Mio. Euro folgten bei der Bezugsrechtskapitalerhöhung, für die Merz im Vorfeld eine Zeichnungszusage für die sonst nicht bezogenen Aktien abgegeben hatte. Letztendlich hat Merz knapp 54 Prozent der neuen Aktien übernommen, wodurch sich der Anteil auf nun 47,7 Prozent erhöht hat. Nach diesen zwei Kapitalerhöhungen beläuft sich die noch bis 2024 bestehende Finanzierungsgarantie auf rund 36 Mio. Euro.

## Starker Track-Record

Unter dem aktuellen Management hat Noratis eine starke Wachstumsdynamik entwickelt und positive Zahlen erwirtschaftet. Neben dem raschen Portfoliowachstum wurden zwischen 2014 und 2019 mehr als 2.150 Wohnungen im Wert von fast 245 Mio. Euro veräußert und nach eigener Aussage sämtliche Projekte erfolgreich gestaltet. Die dabei erzielte Marge, gemessen als Quotient der Verkaufserlöse und der

fortgeführten Anschaffungskosten (inkl. der Nebenkosten und der Modernisierungsinvestitionen), lag im Durchschnitt bei 25 Prozent, wobei sie in Abhängigkeit von der Zusammensetzung der in einem Jahr verkauften Wohnungen (Lage, Zustand, Anteil der Einzelprivatisierungen, Verweildauer im Portfolio, Umfang der durchgeführten Aufwertungsmaßnahmen etc.) von Jahr zu Jahr stark schwanken kann. Die durchschnittliche Projektlaufzeit zwischen dem Ankauf und der Veräußerung betrug dabei 25 Monate, die dabei auf Projektebene erzielte Marge war stets zweistellig.




*Quelle: Unternehmen*

## Schwere Prognostizierbarkeit

Seine Einnahmen generiert Noratis noch vor allem mit dem Verkauf von Vorratsimmobilien, deren Anteil am Gesamtumsatz sich in den letzten drei Jahren zwischen 83 und 91 Prozent bewegte. Dementsprechend spiegelt die Umsatzentwicklung die Anzahl und vor allem den Wert der in einem gegebenen Jahr verkauften Wohnungen wider. Da beide Größen in Abhängigkeit von der Zusammensetzung der im Vertrieb befindlichen Objekte (Lage, Größe, Zustand, Blockverkauf vs. Einzelverkauf) erheblichen Schwankungen unterliegen, sind auch die Verkaufserlöse sehr volatil. Trotz der stabil wachsenden Mieterlöse sorgt dies bisher auch für eine starke Volatilität der Gesamtumsätze und erschwert die Prognostizierbarkeit der Zahlen für einzelne Perioden. Dies umso mehr, als die Verkaufszahlen oft von einzelnen Blockverkäufen und deren zeitlicher Verteilung geprägt werden. Dass diese oft nicht allein im Einflussbereich des Noratis-Managements liegen, erschwert die Planbarkeit der Jahreszahlen, weswegen Noratis in den letzten drei Jahren seine Prognosen sowohl übertroffen (2017) als auch verfehlt hat (2018), wobei die Abweichungen vergleichsweise moderat waren.

## Volatilität dürfte abnehmen

Mit dem Einstieg der Merz-Gruppe in diesem Frühjahr wurde eine vorübergehende Strategieanpassung in Richtung eines beschleunigten Portfoliosaufbaus beschlossen und eingeleitet. Diese sieht vor, die Verkaufsaktivitäten vor allem im laufenden Jahr deutlich zu reduzieren und gleichzeitig den Kauf weiterer Immobilienbestände zu forcieren. Mit einem größeren Portfolio sollen gleich mehrere Ziele erreicht werden, von denen die verbesserte Möglichkeit zur margenorientierten Optimierung der Verkaufsaktivitäten vom Unternehmen besonders hervorgehoben wird. Darüber hinaus soll der höhere Anteil der stabilen Mieteinnahmen dazu führen, dass Noratis auch ohne Verkäufe profitabel wirtschaften kann. Schließlich dürfte bei einem größeren Portfolio die Abhängigkeit der Zahlen von einzelnen Transaktionen reduziert und die Volatilität der Erlöse dadurch reduziert werden.

# Bewertung Management und Aktionariat

## Große Immobilienerfahrung

Beide Vorstände verfügen über sehr lange Berufserfahrung in der Immobilienbranche, beim Vorstandschef Bugarski sind es mehr als 18 Jahre. Auch der CFO Speth hat vor seinem Eintritt in die Noratis im Jahr 2015 im Immobilienbereich gearbeitet und hat unter anderem den Börsengang der LEG im Jahr 2013 begleitet. Langjährige Branchenerfahrung von teilweise mehr als zehn Jahren bringt auch die zweite Managementebene ein. Wir sehen deswegen Noratis hinsichtlich der Branchenerfahrung des Managements sehr gut aufgestellt und vergeben hierfür die höchste Punktezahl.

| Einstufung Branchenerfahrung | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Vorstandchef seit Betriebsstart dabei

Auch den Aspekt Managementkontinuität stufen wir mit „hoch“ ein. Der Vorstandschef ist bereits seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell im Jahr 2012 an Bord, die Leiterinnen Transactions und Asset Management sind kurz danach in die Gesellschaft eingetreten. Noch nicht ganz so lange ist der CFO im Amt, doch mit fünf Jahren ist diese Personalie ebenfalls von großer Kontinuität geprägt. Auch das finanzielle Engagement des Vorstandchefs als Aktionär deutet auf ein ausgeprägtes Commitment hin.

| Einstufung Managementkontinuität | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Solide Managementstrukturen

Mit dem zweiköpfigen Vorstand und der sehr erfahrenen zweiten Managementebene verfügt Noratis über eine gute Managementstruktur, die für ein Unternehmen dieser Größe ein ausreichendes Maß an Arbeitsteilung und Spezialisierung ermöglicht. Auch die große Kontinuität der personellen Aufstellung zeigt, dass die Managementstruktur funktioniert. Eine Einschränkung sehen wir allerdings auf der höchsten Ebene, wo insgesamt fünf Funktionsbereiche (darunter sämtliche immobilienspezifischen Aufgaben) beim Vorstandschef angesiedelt sind. Im Alltag scheint diese Konstellation gut zu funktionieren, doch wir sehen darin ein leicht erhöhtes Risiko für den Fall, wenn es in dieser Position zu einem Ausfall oder einer Neubesetzung kommen sollte. Deswegen haben wir diesen Aspekt nicht mit dem höchsten Scoring bewertet, sondern in die Kategorie „Mittel bis Hoch“ eingestuft.

| Einstufung Management-Tiefe | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | **Mittel bis Hoch** | Hoch |

## Prognostizierbarkeit wird besser

Die Frage nach dem Track-Record des Managements ist differenziert zu betrachten. Einerseits hat es Noratis in den letzten Jahren geschafft, das Portfolio kräftig auszubauen und die Unternehmensstrukturen an dieses Wachstum anzupassen. Auch wurden sämtliche bis dato abgeschlossenen Projekte erfolgreich beendet, mit Margen jenseits der 20-Prozent-Marke. Andererseits hat sich die Prognostizierbarkeit der Zahlen in den letzten drei Jahren (seit dem IPO) aber als nicht leicht erwiesen. Während Noratis 2017 die eigenen Ziele übertreffen konnte, musste die ursprüngliche Prognose für 2018 im Jahresverlauf reduziert werden. Auch 2019 blieb das Vorsteuerergebnis leicht unter der Vorgabe. Insgesamt blieben diese Abweichungen aber moderat, darüber hinaus sehen wir sie weniger als Ausdruck etwaiger Planungsdefizite, sondern als eine nahezu unvermeidbare Folge des Geschäftsmodells, das hochgradig von den volatilen Verkaufserlösen geprägt ist. Gerade im Zusammenhang mit Blockverkäufen kann das Timing einer einzigen Transaktion darüber entscheiden, ob die Jahresziele verfehlt oder übertroffen werden. Insofern sehen wir die Tatsache, dass sich das Vorsteuerergebnis der letzten drei Jahre trotz der sehr großen Schwankungsbreite der Umsätze

in einem vergleichsweise engen Rahmen bewegte, als einen Erfolg des Managements. Auch die durchgehend hohe Profitabilität verdeutlicht, dass Noratis mit den Eigenheiten des Geschäftsmodells gut umzugehen versteht. Trotzdem soll durch den nun forcierten Ausbau des Portfolios zukünftig der Anteil der stetigen und wiederkehrenden Mieterlöse deutlich erhöht werden, um damit die Prognostizierbarkeit des Geschäftsverlaufs zu verbessern. Aus der Abwägung dieser Aspekte halten wir an dieser Stelle einen mittleren Scoring-Wert für angemessen.

| Einstufung Track-Record | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Ergebnis Management

Insgesamt sehen wir bei Noratis eine hohe Qualität des Managements und der Managementstrukturen, was unseres Erachtens durch die in Summe der letzten Jahre sehr positive Entwicklung des Unternehmens bestätigt wird. Allerdings hat es das Management in den letzten drei Jahren nicht immer geschafft, seine Prognosen zu erfüllen. Dieses Manko ist aber weniger der Managementqualität als dem Geschäftsmodell geschuldet, das (noch) eine ausgeprägte Abhängigkeit von den sehr volatilen Verkaufserlösen aufweist. Um dieses Manko zu korrigieren, wird das Portfoliowachstum ab diesem Jahr noch einmal mit dem Ziel forciert, den Anteil der wiederkehrenden und berechenbaren Mieterlöse spürbar zu erhöhen. Insgesamt vergeben wir für den Bereich Management einen hohen Scoring-Wert von 8,1.

| Ergebnis Management | Einstufung |
|---|---|
| Branchenerfahrung | Hoch |
| Managementkontinuität | Hoch |
| Managementtiefe | Mittel bis Hoch |
| Track-Record | Mittel |
| **Scoring** | **8,1 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

# Finanz-Status-quo

## Stabile Rohergebnisse

Obwohl die Umsätze wegen der Volatilität der Verkaufserlöse in den letzten Jahren starken Schwankungen unterworfen waren, bewegte sich der Konzern-Rohertrag zwischen 2017 und 2019 stabil in einer engen Bandbreite zwischen 21,5 und 21,7 Mio. Euro. Zu verdanken war dies sowohl dem trendmäßigen Wachstum der Mieterlöse, die sich allein in diesen drei Jahren verdoppelten, als auch den Veränderungen der Rohmarge, die sich nicht zuletzt wegen der veränderten Umsatzzusammensetzung umgekehrt zu der Umsatzentwicklung bewegte.

| Geschäftszahlen | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| Umsatz | 68,0 | 56,1 | 76,0 |
| *davon Verkäufe* | 61,9 | 48,2 | 63,0 |
| *davon Vermietung* | 6,1 | 7,9 | 12,9 |
| Rohertrag | 21,5 | 21,6 | 21,7 |
| *Rohertragsmarge* | *31,6%* | *38,5%* | *28,5%* |
| EBIT | 15,2 | 15,6 | 15,8 |
| *EBIT-Marge* | *22,3%* | *27,7%* | *20,8%* |
| EBT | 12,2 | 12,8 | 12,1 |
| *EBT-Marge* | *18,0%* | *22,8%* | *16,0%* |
| Jahresüberschuss | 8,7 | 9,3 | 8,7 |
| *Nettomarge* | *12,8%* | *16,5%* | *11,4%* |

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Hohe Profitabilität

Auf der Grundlage der stabilen Roherträge waren auch die Ergebniskennzahlen der letzten Jahre stabil. Das EBIT bewegte sich zwischen 15,2 und 15,8 Mio. Euro, das EBT lag zwischen 12,1 und 12,8 Mio. Euro und der Konzernjahresüberschuss schwankte zwischen 8,7 und 9,3 Mio. Euro. Damit hat Noratis seit 2017 durchgehend eine zweistellige Nettomarge erzielt, mit einem Höchstwert von 16,5 Prozent im Jahr 2018 und 11,4 Prozent im letzten Jahr. Die EBIT-Marge lag in jeder Periode oberhalb von 20 Prozent, die Vorsteuermarge schwankte zwischen 16,0 und 22,8 Prozent.

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

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Erstes Halbjahr plangemäß schwächer

Von diesem Ergebnisniveau wird sich Noratis im laufenden Jahr ankündigungsgemäß deutlich entfernen, weil das Unternehmen zur Beschleunigung des Portfoliowachstums die Verkaufsaktivitäten dieses Jahr absichtlich sehr deutlich reduziert. Dementsprechend lagen die Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien im ersten Halbjahr mit 6,0 Mio. Euro um 86 Prozent unter dem Vergleichswert aus 2019. Obwohl die Mieterlöse gleichzeitig um mehr als ein Drittel auf 8,0 Mio. Euro gesteigert wurden, sank der Gesamtumsatz infolgedessen um 71 Prozent auf 14,0 Mio. Euro. Hierdurch hat sich auch das Ergebnis reduziert: das EBIT um mehr als die Hälfte auf 4,2 Mio. Euro, das EBT und der Periodengewinn um jeweils 67 Prozent auf 2,3 resp. 1,6 Mio. Euro. Wegen der veränderten Umsatzzusammensetzung (und besonders lukrativer Immobilienverkäufe) konnten die Margen aber deutlich verbessert werden: Während die Rohmarge auf 55 Prozent mehr als verdoppelt wurde, legten die EBIT-

Marge und die EBT-Marge um 11,6 bzw. um 1,8 Prozentpunkte auf 30,1 resp. 16,3 Prozent zu. Auch die Nachsteuermarge wurde um 1,2 Prozentpunkte auf 11,7 Prozent verbessert. Gemäß der im Rahmen der Halbjahresberichterstattung bestätigten Prognose werden Umsatz und Ergebnis auch im Gesamtjahr 2020 deutlich unter dem Vorjahr bleiben, weil der Kurs des forcierten Portfolioaufbaus fortgesetzt wird. Dementsprechend dürften sich die Verkäufe in der zweiten Jahreshälfte auf einem moderaten Niveau bewegen, während die Mieterträge ihren deutlichen Aufwärtstrend des ersten Halbjahrs fortsetzen werden.

## Solide Eigenkapitalquote

Dank dem positiven Halbjahresergebnis und der im Mai vom neuen Großaktionär gezeichneten Kapitalerhöhung ist das bilanzielle Eigenkapital in den ersten sechs Monaten 2020 um 6,8 auf 60,2 Mio. Euro gestiegen. In Relation zur Bilanzsumme entspricht das einer Eigenkapitalquote von 22,6 Prozent, die sich somit seit Anfang Januar um 2 Prozentpunkte verbessert hat. Weiteres Eigenkapital wurde im September im Rahmen einer Bezugsrechtskapitalerhöhung eingeworben, aus der sich ein Eigenkapitaleffekt und ein Bruttomittelzufluss von 16,9 Mio. Euro ergeben haben. Nach unseren Berechnungen dürfte sich das Eigenkapital damit Ende September auf rund 77 Mio. Euro belaufen haben, was c.p. einer Eigenkapitalquote von 27 Prozent entspricht.

| Bilanzielle Eigenkapitalquote | | | |
|---|---|---|---|
| 2017 | 2018 | 2019 | 1 HJ 2020 |
| 22,9% | 23,1% | 20,6% | 22,6% |

*Quelle: Unternehmen*

## Hohe stille Reserven

Bei der Betrachtung der Eigenkapitalquote von Noratis ist zu beachten, dass die Vorratsimmobilien zu fortgeführten Anschaffungswerten bilanziert werden, woraus erhebliche stille Reserven resultieren, die erst beim Verkauf der betreffenden Objekte offengelegt werden. Unter der vorsichtigen Annahme, dass die Vorratsimmobilien mit einer durchschnittlichen Verkaufsmarge von 20 Prozent auf den Einkaufspreis veräußert werden können (im Durchschnitt der letzten sechs Jahre waren es 36 Prozent), verbergen sich im Immobilienvermögen zum 30. Juni mehr als 50 Mio. Euro an stillen Reserven, deren Berücksichtigung die Eigenkapitalquote auf rund 35 Prozent, bzw., unter Hinzurechnung der Bezugsrechtskapitalerhöhung aus dem September, auf ca. 38 Prozent erhöhen würde.

## Bilanz von Immobilien geprägt

Von den bilanziellen Vermögenswerten per 30. Juni im Gesamtwert von 266,3 Mio. Euro entfielen 256,1 Mio. Euro oder 96 Prozent auf die Vorratsimmobilien. Der zweitgrößte Aktivposition war die Liquidität mit 6,3 Mio. Euro. Demgegenüber sind die immateriellen Vermögensgegenstände mit 34 Tsd. Euro vernachlässigbar.

## Niedrige Finanzierungskosten

Auf der Passivseite der Bilanz stellen die Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 200,3 Mio. Euro den mit Abstand größten Posten dar. Hiervon handelt es sich bei 191 Mio. Euro um besicherte Immobiliendarlehen, die in der Regel bei lokalen Banken aufgenommen werden und die im Durchschnitt mit 1,3 Prozent p.a. verzinst werden. Die restlichen 9,3 Mio. Euro resultieren aus genutzten Kreditlinien, die mit Zinskosten von 2,6 Prozent verbunden sind. Weitere Instrumente wie Mezzanine-Darlehen oder Genussscheine sind in der Bilanz nicht enthalten, sodass die Finanzierungsstruktur sehr klar und transparent ist. In Summe belaufen sich die durchschnittlichen Zinskosten somit auf 1,38 Prozent. Mit 172,9 Mio. Euro weist das Gros der Kredite eine Laufzeit zwischen 1 und 5 Jahren auf, bis Mitte 2021 werden lediglich 13,0 Mio. Euro fällig.

## Solide Zinsdeckung

Aus den Krediten resultierte im ersten Halbjahr 2020 ein Zinsaufwand in Höhe von 2,0 Mio. Euro, im gesamten Geschäftsjahr 2019 waren es 3,8 Mio. Euro. Bei einem Mietergebnis von 7,2 (2019) bzw. 5,0 Mio. Euro (1. Hj. 2020) kann Noratis somit die Zinslasten der Portfoliofinanzierung komfortabel allein aus dem Vermietungsgeschäft tragen. Einen soliden Eindruck vermittelt auch der Zinsdeckungsgrad, also das Verhältnis des EBIT zum Zinsaufwand. Dieser lag in den

letzten drei Geschäftsjahren zwischen 4,3 und 5,6. Eine deutliche Verschlechterung gab es im ersten Halbjahr 2020, als der planmäßige kräftige Rückgang der Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien auch das EBIT deutlich schrumpfen ließ.

| Zinsdeckungsgrad | | | |
|---|---|---|---|
| 2017 | 2018 | 2019 | 1 HJ 2020 |
| 5,2 | 5,6 | 4,3 | 2,1 |

*Quelle: Unternehmen*

## Cashflow wachstumsbedingt im Minus

Das starke Wachstum des Vorratsvermögens hat sich in den letzten zwei Geschäftsjahren in hohen Liquiditätsabflüssen aus operativer Tätigkeit niedergeschlagen. Der Free-Cashflow war letztmalig 2017 positiv ausgefallen, als die Teilveräußerung des bisher größten Einzelprojekts für hohe Mittelzuflüsse gesorgt hatte, 2018 und 2019 war der Free-Cashflow dann mit -86 bzw. -18 Mio. Euro klar negativ. Bereinigt um den Portfolioaufbau erwirtschaftet Noratis aber hohe Cash-Überschüsse aus der operativen Geschäftstätigkeit, die sich in Summe der letzten drei Jahre auf 63,2 Mio. Euro belaufen und für Dividenden-, Zins- und Tilgungszahlungen zur Verfügung gestanden haben.

| Free-Cashflow | | | |
|---|---|---|---|
| 2017 | 2018 | 2019 | 1 HJ 2020 |
| +8,8 | -85,9 | -18,3 | -23,4 |

*Quelle: Unternehmen; in Mio. Euro*

## AG-Abschluss weitgehend deckungsgleich mit Konzernabschluss

Da Noratis den Großteil des Geschäfts über die Konzernmutter Noratis AG abwickelt (außerdem gibt es noch zwei aktive Objektgesellschaften und ein erst in diesem Jahr gegründetes Joint-Venture), sind die Unterschiede zwischen dem AG-Abschluss und dem Konzernabschluss nur geringfügig. Die Bilanzsumme der AG belief sich Ende 2019 auf 189,5 Mio. Euro, wovon 153,7 Mio. Euro auf die Vorratsimmobilien, 6,3 Mio. Euro auf die Liquidität und 4,6 Mio. Euro auf die Finanzanlagen entfielen. Dem standen auf der Passivseite Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 111,6 Mio. Euro sowie ein Eigenkapital von 45,6 Mio. Euro gegenüber. Die bilanzielle Eigenkapitalquote der AG ist demnach mit 24,6 Prozent um vier Prozentpunkte höher als die des Konzerns (jeweils per Ende 2019), während der Zinsdeckungsgrad der AG in den letzten zwei Jahren mit 4,5 und 3,7 unter den Konzernwerten lag. Die Abweichung ist vor allem auf die Beteiligungserträge zurückzuführen, die im EBIT nicht enthalten sind und die sich letztes Jahr auf 1,0 Mio. Euro belaufen haben.

# Bewertung Finanz-Status-quo

## Stille Reserven und Finanzierungszusage

Die bilanzielle Eigenkapitalquote lag zum Halbjahresstichtag bei 22,6 Prozent. Bei der Beurteilung der Eigenkapitalausstattung ist allerdings zu beachten, dass Noratis das Immobilienvermögen zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert, weswegen die erhebliche Wertschöpfung während der Haltedauer der Immobilien erst mit deren Verkauf offengelegt wird. Im Vergleich mit Immobilienunternehmen, die ihr Immobilienvermögen zum Marktwert ansetzen, wird das Eigenkapital von Noratis somit deutlich unterschätzt. Das Ausmaß dieser Differenz ist erheblich, was nicht zuletzt die im Durchschnitt der letzten sechs Jahre beim Verkauf von Immobilien erzielte Marge auf den Buchwert in Höhe von 34 Prozent verdeutlicht. Nach unseren Berechnungen würde selbst eine konservative Annahme von stillen Reserven in Höhe von 20 Prozent des aktuellen Vorratsvermögens die Eigenkapitalquote auf über 35 Prozent erhöhen. Darüber hinaus hat Noratis im September eine Kapitalerhöhung platziert, in deren Folge sich die Eigenkapitalquote nach unseren Schätzungen ceteris paribus auf über 27 Prozent erhöht haben dürfte (bzw. auf über 38 Prozent unter Berücksichtigung der stillen Reserven). Ein nicht zu vernachlässigender Aspekt bei der Beurteilung der Eigenkapitalausstattung von Noratis ist die bestehende Finanzierungszusage des Großaktionärs Merz über weitere rund 36 Mio. Euro bis Ende 2024. In Summe sehen wir die Eigenkapitalausstattung von Noratis deswegen deutlich besser, als es der Blick auf den Wert der letzten Halbjahresbilanz nahelegt und vergeben hierfür den zweithöchsten Scoring-Wert (Mittel bis Hoch).

| Einstufung Verschuldungsgrad | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | **Mittel bis Hoch** | **Hoch** |

## Hohe relative Verschuldung

Die hohe Asset-Intensität des Immobiliengeschäfts und das sehr niedrige Zinsniveau bedingen vergleichsweise hohe Verschuldungsgrade im Immobiliensektor. Das trifft auch auf Noratis zu. Mit einer Relation der Nettoverschuldung zum EBITDA von 10,8 (Stand: 2019) ist der Verschuldungsgrad hoch. Allerdings gilt auch hier die Einschränkung, dass Noratis aufgrund der HGB-Bilanzierung im Unterschied zu anderen börsennotierten Immobilienunternehmen keine Bewertungseffekte im Ergebnis hat und stattdessen stille Reserven aufbaut. Auch ist zu beachten, dass den hohen Schulden werthaltige und marktgängige Assets gegenüberstehen, die in der Bilanz tendenziell sogar unter ihrem tatsächlichen Wert erfasst sind. Schließlich wird die Verschuldung dadurch relativiert, dass die Wohnimmobilien sehr langlebig sind, in der Regel über viele Jahre stabile Cashflows produzieren und deswegen über lange Laufzeiten finanziert werden können. Der letzte Einwand trifft bei Noratis allerdings nur teilweise zu, weil der bisherige starke Fokus auf eine hohe Umschlagsgeschwindigkeit des Portfolios auch vergleichsweise kurze Kreditlaufzeiten zur Folge hatte. Mit dem nun forcierten Ausbau des Portfolios und damit auch der Bestandshaltung dürfte sich die Struktur der Einnahmen und der Verbindlichkeiten nun stärker der eines reinen Bestandhalters annähern und die Verschuldung weiter relativieren. Hinzu kommt, dass die angestrebte Steigerung der Mieteinnahmen ein entsprechendes Wachstum des EBITDA bedingen dürfte. Insgesamt sehen wir aber den relativen Verschuldungsgrad als etwas zu hoch an, weswegen wir diesen Aspekt mit einem niedrigen Scoring-Wert bewerten (Niedrig bis Mittel).

| Einstufung Schuldendeckung | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | **Niedrig bis Mittel** | Mittel | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Kaum immaterielle Assets

Uneingeschränkt positiv beurteilen wir die Vermögensseite der Bilanz, die zu 96 Prozent aus dem Immobilienvermögen besteht und deren zweitgrößte Position die Liquidität ist. Da die Immobilien marktgängig und – nimmt man die Verkaufsergebnisse der letz-

ten Jahre als Maßstab – konservativ bilanziert sind, sehen wir hier keine größeren Risiken. Immaterielle Vermögensgegenstände, die sich in schwierigen Phasen immer wieder als krisenverschärfend erweisen, sind in der Noratis-Bilanz vernachlässigbar. Dementsprechend beurteilen wir die Bilanzqualität als „Hoch".

| Einstufung Asset-Qualität | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Hohe Profitabilität

Das gilt auch für die Profitabilität. In den letzten vier Jahren hat Noratis EBIT-Margen von mehr als 20 Prozent erwirtschaftet, im ersten Halbjahr 2020, in dem die Mieterlöse erstmalig höher waren als die Verkaufsumsätze, erreichte sie sogar 30 Prozent. Auch die Vorsteuermarge, in der bereits die bei Immobilienunternehmen typischerweise hohen Zinsaufwendungen berücksichtigt sind, bewegt sich bei Noratis seit 2016 deutlich im zweistelligen Bereich.

| Einstufung EBIT-Marge | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Prognostizierbarkeit wird besser

Gerade aufgrund des starken Rückgriffs auf Fremdkapital und der hierdurch bedingten signifikanten Höhe des Zinsaufwands kann die ausschließliche Betrachtung der EBIT-Marge die Profitabilität von Immobilienunternehmen überzeichnen. Doch das ist bei Noratis nicht der Fall. Wie bereits der Hinweis auf die Vorsteuerrenditen nahe legt, bewegen sich die operativen Ergebnisse und der Zinsaufwand in einem gesunden Verhältnis. Im Schnitt der letzten drei Jahre lag der Zinsdeckungsgrad (definiert als EBIT durch Zinsaufwand), bei 5,0 und damit in einem sehr komfortablen Bereich. Durch die bewusste Zurückhaltung bei den Verkaufsaktivitäten dürfte er dieses Jahr zwar spürbar sinken (im ersten Halbjahr lag er bei 2,1), doch das nun beschleunigte Wachstum der Mieterträge dürfte ab 2021 wieder für höhere Werte sorgen. Aus unserer Abschätzung der Geschäftsentwicklung der nächsten fünf Jahre auf der Grundlage der Vollplatzierung der aktuellen Anleihe und des dadurch ermöglichten beschleunigten Portfoliowachstums haben wir für die Jahre 2021 bis 2025 (und damit für die fünf Jahre der Laufzeit der Anleihe) einen durchschnittlichen Zinsdeckungsgrad von 3,4 ermittelt (zu den Details siehe Anhang ab Seite 28). Auf dieser Grundlage sehen wir bei diesem Kriterium die Bewertung „Mittel bis Hoch" als gerechtfertigt.

| Einstufung Zinsdeckungsgrad | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | **Mittel bis Hoch** | Hoch |

## Cashflow wachstumsbedingt negativ

Bedingt durch das hohe Wachstum des Vorratsvermögens ist der Free-Cashflow in Summe der letzten Jahre deutlich negativ ausgefallen. Hieran dürfte sich weder 2020 noch in den nächsten Jahren viel ändern, weil Noratis dem beschleunigten Wachstum des Portfolios nun eine noch höhere Priorität einräumt und dafür vorübergehend die Verkaufsaktivitäten herunterfährt. Um das geplante Wachstum für die nächsten Jahre zu realisieren, ist Noratis deswegen auf externe Finanzierung angewiesen, die im Hinblick auf das Eigenkapital aber bereits durch die Zusage des Großaktionärs Merz weitgehend gesichert ist. Operativ, also bereinigt um die Änderung des Vorratsvermögens, erwirtschaftet Noratis hingegen hohe Cash-Überschüsse, die sich in Summe der letzten drei Geschäftsjahre auf mehr als 60 Mio. Euro belaufen. Da zudem die Investitionspläne flexibel an die Finanzierungsmöglichkeiten angepasst werden können, ergeben sich aus den bisherigen und geplanten Cashflow-Defiziten unseres Erachtens keine erhöhten Liquiditätsrisiken. Dass wir für den Aspekt Cashflow dennoch noch einen niedrigen Scoring-Wert vergeben, liegt vor allem an der bleibenden Erfordernis der externen Finanzierung zur Realisierung der Wachstumspläne.

| Einstufung Cashflow | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | **Niedrig bis Mittel** | Mittel | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Ergebnis Finanz-Status-quo

Die Gesamtbetrachtung der vorgenannten Aspekte ergibt ein positives Bild der finanziellen und bilanziellen Situation von Noratis, das sich in einem Scoring-Wert von 6,8 bemerkbar macht. Besonders stark schneidet Noratis bei den Punkten Asset-Qualität, EBIT-Marge und Zinsdeckungsgrad ab, während bei den Punkten Schuldendeckungsgrad und Cashflow Schwächen erkennbar sind. Diese sind nach unserer Auffassung aber nicht strukturell bedingt, sondern dem aktuellen Wachstumskurs geschuldet, weswegen sich die Einschätzung im Zeitablauf weiter verbessern sollte.

| Ergebnis Finanz-Status-quo | Einstufung |
|---|---|
| Verschuldungsgrad | Mittel bis Hoch |
| Schuldendeckungsgrad | Niedrig bis Mittel |
| Asset-Qualität | Hoch |
| EBIT-Marge | Hoch |
| Zinsdeckungsgrad | Mittel bis Hoch |
| Cashflow | Niedrig bis Mittel |
| **Scoring** | **6,8 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

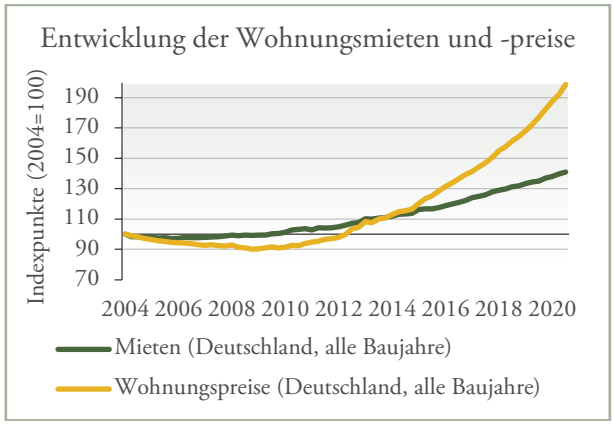
# Wachstums- und Margenperspektiven

## Zinstief dürfte anhalten

Die Geschäftsentwicklung von Noratis wird von attraktiven Rahmenbedingungen begünstigt. Dazu zählt vor allem das niedrige Zinsniveau mit Hypothekenzinsen in der Nähe der historischen Tiefs. Vereinzelte Zinserhöhungstendenzen, die es noch bis Ende 2019 in anderen Weltregionen gegeben hat, wurden mit dem Ausbruch der Corona-Krise jäh beendet, stattdessen haben die wichtigsten Zentralbanken, wo sie es noch konnten, mit entschlossenen Zinssenkungen reagiert. Darüber hinaus sorgen die umfangreichen Wertpapierkäufe durch die FED, die EZB und andere Notenbanken für niedrige Marktzinsen. Da die Wirtschaft in weiten Teilen der Welt noch deutlich vom Vorkrisenniveau entfernt ist, ist die Weltwirtschaft insgesamt aktuell einem großen deflationären Schock (schrumpfendes BIP, wachsende Arbeitslosigkeit, Einbruch des Ölpreises etc.) ausgesetzt, weswegen ein Szenario mit deutlich steigenden Inflationsraten und folglich höheren Zinsen nicht sehr wahrscheinlich ist.

## Anhaltende Angebotsdefizite

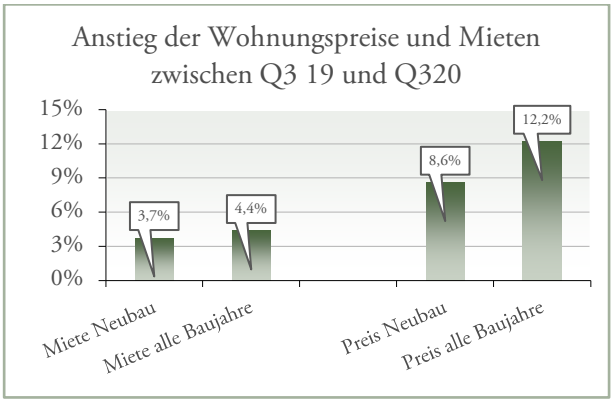
Das Zinstief ist die zentrale Ursache des anhaltenden Investorenansturms auf deutsche Wohnimmobilien, weil sie mit ihren positiven Renditen und vergleichsweise begrenzten Risiken als attraktive Anlage gelten, sei es für Kapitalanleger, oder sei es für Eigennutzer, die eine selbst genutzte Wohnung in Zeiten rückläufiger Renditen aus Anleihen und Lebensversicherungen auch als ein Element der Altersvorsorge sehen. Die starke Nachfrage nach Wohnungen besteht aber nicht nur am Kapitalmarkt, sondern auch im Wohnungsmarkt selbst, der deswegen nicht nur von steigenden Preisen, sondern eben auch von steigenden Mieten gekennzeichnet ist. Im bundesdeutschen Durchschnitt haben die Mieten seit Anfang 2010 um 39,2 Prozent auf zuletzt 8,43 Euro pro Quadratmeter zugelegt, bezogen auf Bestandswohnungen war der Anstieg sogar noch etwas höher. Noch ausgeprägter ist der Aufwärtstrend hinsichtlich der Preise von Eigentumswohnungen, die sich deutschlandweit seit Anfang 2010 auf 2.881 Euro pro Quadratmeter mehr als verdoppelt haben (Quelle: empirica-Immobilienpreisindex III/2020). Allerdings war hier im Krisenjahr 2009 auch ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen, weswegen sich der Vorsprung gegenüber der Entwicklung der Mieten bei einer längerfristigen Betrachtung etwas moderater ausnimmt. Dennoch sehen die Marktexperten von empirica in dieser Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Mieten und der Kaufpreise ein deutliches Anzeichen für die Reife des Booms und gehen davon aus, dass dieser auch ohne Corona sein Ende gefunden hätte (empirica: Corona und die Immobilienpreise, empricia-Paper Nr. 255). Allerdings lässt die reine Betrachtung der Differenz von Preisen und Mieten außer Acht, dass die Rendite der Investoren maßgeblich auch durch die Zinsentwicklung beeinflusst wird. Da diese in den letzten Jahren deutlich abwärtsgerichtet war, haben sich die Spreads im deutschen Immobilienmarkt (als Differenz zwischen der Bruttoanfangsrendite und dem Hypothekenzins, erhoben für die 50 größten Städte) seit 2010 trotz der sinkenden Anfangsrenditen stetig erhöht. Dementsprechend verneinen die iwd-Experten das Vorliegen einer spekulativen Übertreibung am Immobilienmarkt (Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft: Corona-Crash am Immobilienmarkt?).




*Quelle: Empirica*

## Bestandsmieten und -preise mit hoher Dynamik

Der auch im zweiten und dritten Quartal trotz der Corona-Pandemie fortgesetzte Aufwärtstrend der Wohnungsmieten und -preise bestätigt die Experteneinschätzung bezüglich der Robustheit des deutschen Immobilienmarktes. Dies gilt insbesondere für die Bestandswohnungen, was sich aus den empirica-Zahlen aus der Differenz der Zeitreihen für Neubauten bzw. für alle Baujahre ableiten lässt. So lagen die Neubau-Mieten in Q3 2020 um 3,7 Prozent über dem Stand aus dem Vorjahresquartal, während sie für die Gesamtheit aller Wohnungen sogar um 4,4 Prozent zugelegt haben. Bei den Eigentumswohnungen ist der Unterschied mit 8,6 Prozent Preisanstieg bei den Neubauten bzw. 12,2 Prozent in der Kategorie „alle Baujahre" noch deutlich stärker ausgeprägt.



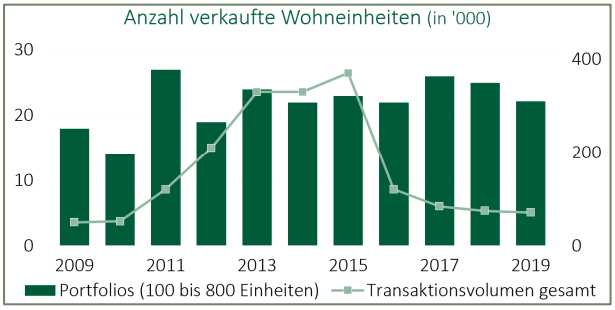

*Quelle: Empirica*

## Investmentmarkt zeigt kaum Schwäche

Auch der Investmentmarkt für Wohnimmobilien zeigt sich in diesem Jahr ausgesprochen robust. Nach Angaben der Marktexperten von CBRE Research haben im ersten Halbjahr 2020 Mehrfamilienhäuser und -portfolios (ab 50 Wohneinheiten) im Wert von 12,5 Mrd. Euro den Besitzer gewechselt, was nach Einschätzung von CBRE selbst nach Abzug einer sehr großen Unternehmensübernahme (Übernahme von Adler Real Estate durch Ado Properties) im Volumen von 6 Mrd. Euro für das Gesamtjahr einen deutlichen Anstieg des Transaktionsvolumens mit deutschen Wohnungsportfolios erwarten lässt, konkret rechnet CBRE für 2020 mit dem zweitbesten Wert seit 2015. Gerade in der Krise schätzen die Investoren nach Darstellung von CBRE den hohen Stellenwert, den Wohnen für die Menschen hat, und aus dem sich auch in der Krise eine sehr hohe Stabilität der Erträge ergibt. Vor diesem Hintergrund bezeichnet CBRE die Assetklasse Wohnen als einen Gewinner der Krise.

## Grundsätzliche Stabilität

Der Eindruck aus der aktuellen Krise bestätigt bisherige Erfahrungen mit deutschen Wohnimmobilien, wobei sich insbesondere das von Noratis adressierte Segment von kleinen Portfolios in der Vergangenheit als ausgesprochen stabil gezeigt hat. Im Durchschnitt der Jahre 2009 bis 2019 wurden in diesem Segment rund 22 Tsd. Wohnungen pro Jahr gehandelt, wobei die Volumina auch in der Finanzkrise relativ stabil geblieben sind.

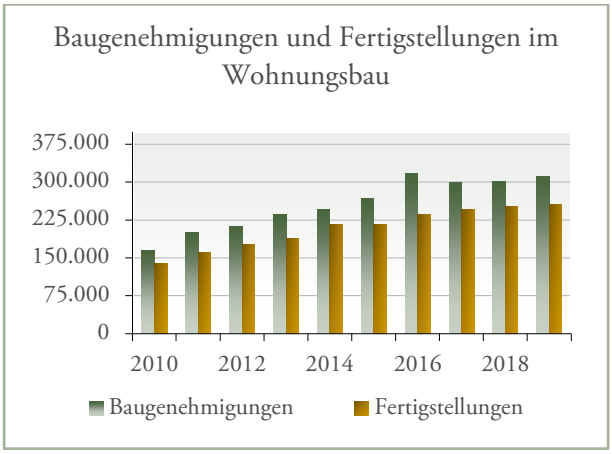



*Quelle: Unternehmen*

## Unzureichende Bautätigkeit

Doch auch auf mittlere Frist sind die Perspektiven vielversprechend, weil der Nachfrageüberhang noch Jahre bestehen bleiben dürfte. Dieser wird unter anderem von dem Nettozuzug nach Deutschland sowie von der steigenden Flächennachfrage pro Kopf verstärkt, darüber hinaus sorgt auch die Landflucht für zusätzlichen Nachfragedruck in den Metropolen. Diesen Trends steht eine unzureichende Bautätigkeit gegenüber, die ihrerseits von der Knappheit an verfügbaren Baugrundstücken (in den Städten) sowie von Kostensteigerungen (vor allem Personal und Vorschriften) gehemmt wird. In den letzten Jahren hat die Bautätigkeit in Deutschland zwar merklich angezogen (die Zahl der Baugenehmigungen für Wohnungen hat sich zwischen 2010 und 2016 um über 90 Prozent auf rund 300 Tsd. p.a. erhöht und verharrt seitdem auf diesem hohen Niveau. Auch die Baufertigstellungen

zeigen einen deutlichen Aufwärtstrend, mit 250 Tsd. lag die Zahl der 2018 fertiggestellten Wohnungen um 84 Prozent über dem Stand von 2010), doch reichte dieser Zuwachs in den letzten Jahren nicht aus, um die steigende Nachfrage zu decken. Hierfür wären nach Berechnungen von empirica im Zeitraum 2015 bis 2018 rund 350 Tsd. Fertigstellungen pro Jahr notwendig gewesen. In den nächsten Jahren dürfte zwar die Dynamik der Neubaunachfrage abnehmen, doch für eine langsame Entspannung des Marktes müsste die Bauleistung auf dem zuletzt erreichten Niveau bleiben. Und selbst das gilt nur für den bundesdeutschen Durchschnitt. Für die von der Wohnungsknappheit besonders betroffenen Metropolregionen dürfte die Entspannung noch länger auf sich warten lassen, zumal die starke Corona-Betroffenheit der südeuropäischen Länder auch eine verstärkte Migration nach Deutschland nach sich ziehen könnte.




*Quelle: destatis*

## Attraktives Marktsegment

Das Marktumfeld bedingt, dass gerade preiswerter Wohnraum stark nachgefragt und knapp ist. Dieses Segment adressiert Noratis mit der Konzentration auf ältere Wohnungssiedlungen an Sekundärstandorten. Das Ankaufprofil sieht zudem vor, dass die Immobilien Bewirtschaftungspotenziale aufweisen, die sich durch eine intensivere kaufmännische Betreuung sowie durch eine bauliche Modernisierung in vergleichsweise kurzer Zeit beheben lassen. Durch die natürliche Alterung der Bestände und die im Durchschnitt des Gesamtbestandes unzureichenden Instandhaltungs- und Modernisierungsinvestitionen wächst das für Noratis relevante Marktsegment beständig, den Anteil der Wohnungen mit Baujahr zwischen 1919 und 1986 am gesamten Wohnungsbestand beziffert das Unternehmen auf rund 60 Prozent. Eine weiterer Vorteil dieser Spezialisierung sind die größere Preisstabilität und die höheren Renditen, die aus der Vorliebe großer institutioneller Investoren für 1A-Lagen resultieren.

## Dynamisches Portfoliowachstum

In dem günstigen Marktumfeld besteht die zentrale Säule der Wachstumsstrategie von Noratis im raschen Ausbau des eigenen Immobilienportfolios. Diese Zielsetzung wurde seit dem Einstieg der Merz-Gruppe in diesem Frühjahr zusätzlich forciert, was sich seitdem bereits in lebhaften Ankaufaktivitäten bemerkbar gemacht hat. Bereits im ersten Halbjahr 2020 wurden 753 Einheiten erworben, von denen wegen des späteren Nutzen- und Lastenübergangs lediglich 155 Einheiten in der Halbjahresbilanz erfasst wurden. 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.

## Ausbau weiterer Standorte

Die Zukäufe erfolgen sowohl an bisherigen Standorten, an denen Noratis Synergien in der Bewirtschaftung realisieren kann, als auch in Städten, in denen das Unternehmen bisher noch nicht aktiv war. So ist Noratis zum Beispiel im ersten Halbjahr erstmals in den Regionen Oberpfalz und Emden aktiv geworden. Insgesamt sieht das Unternehmen deutschlandweit attraktive Gelegenheiten, konzentriert sich aber auf sogenannte Sekundärstandorte, also auf kleinere Städte bzw. auf Randlagen der großen Städte.

## Regionalisierung mit Partnern

Um die regionale Expansion zu unterstützen, will Noratis vor allem bei kleineren Portfolios zukünftig stärker auf Kooperationen mit lokalen Anbietern setzen.

Im Rahmen solcher Kooperationen bringt Noratis die eigene Finanzierungskraft und das vorhandene Know-how ein, während der Partner vor allem die Expertise des lokalen Marktes beisteuert und das Geschäft vor Ort verantwortet. Der zentrale Vorteil dieses Konzepts ist die Möglichkeit, auch kleinste Bestände bundesweit ankaufen zu können, ohne die Komplexität der eigenen Prozesse zu stark zu erhöhen. Ein erstes derartiges Projekt wurde für die Region Rhein-Ruhr gestartet, die seit Anfang des Jahres unter dem Dach der neugegründeten Noratis West GmbH mit Sitz in Ratingen bearbeitet wird. Seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit hat die neue Gesellschaft, an der Noratis 65 Prozent der Anteile hält, ein Portfolio aus 39 Einheiten in Krefeld und Solingen aufgebaut und sich weitere sieben Einheiten vertraglich gesichert.

## Großaktionär sichert Expansionskurs ab

Finanziell wird das beschleunigte Portfoliowachstum durch den neuen Großaktionär abgesichert, der sich verpflichtet hat, Noratis bis 2024 bis zu 50 Mio. Euro zur Verfügung zu stellen. Hiervon wurden bereits im laufenden Jahr in zwei Kapitalerhöhungen rund 14 Mio. Euro abgerufen, so dass für die nächsten Jahre noch eine Zusage von rund 36 Mio. Euro besteht. Zusammen mit der aktuellen Anleihe könnte Noratis somit über Finanzierungsmittel in Höhe von bis 86 Mio. Euro verfügen, die als wirtschaftliches Eigenkapital für den Erwerb von Immobilien eingesetzt werden können. Bei Annahme einer marktüblichen Fremdkapitalquote bei Immobilienfinanzierungen von 75 bis 80 Prozent könnte damit ein zusätzliches Immobilienvermögen von bis zu 400 Mio. Euro gestemmt werden. Dabei betont Noratis, dass die Ankauf-Pipeline gut gefüllt ist und dass die aufgenommenen Mittel zügig in weitere Immobilien investiert werden können. So sind nach Unternehmensangaben die Mittel der Kapitalerhöhung im September bereits für konkrete Zukäufe verplant.

## Bessere Prognostizierbarkeit und konsequentere Margenorientierung

Mit dem forcierten Bestandsaufbau will Noratis nicht nur die Einnahmenbasis deutlich erhöhen, sondern auch die Erlösstruktur verbessern. 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 Margenorientierung der Verkaufsaktivitäten gestärkt werden. Das bedeutet sowohl eine größere Freiheit bezüglich der Verkaufszeitpunkte als auch größere Spielräume, den Umfang und die Dauer der Aufwertungsmaßnahmen an den Portfolioimmobilien unter Margenaspekten optimieren zu können.

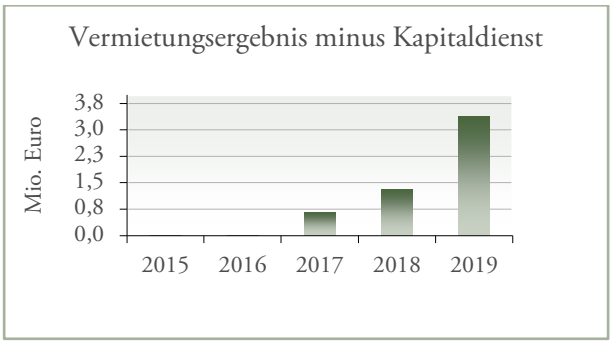
## Nutzung von Skalierungspotenzialen

Ein weiterer Vorteil des beschleunigten Portfoliowachstums ist die damit ermöglichte stärkere Nutzung von Skalierungspotenzialen, was sich wiederum positiv auf die Profitabilität des Geschäftsmodells auswirken sollte. Nach den Vorleistungen der letzten Jahre verfügt das Unternehmen inzwischen über ein großes, eingespieltes Team sowie über erprobte Kernprozesse für den Einkauf, die Aufwertung und den Vertrieb der Immobilien und kann deswegen weiteres Wachstum ohne gleich hohe Kostensteigerungen bewältigen. Das weitere Portfoliowachstum sollte deswegen mit spürbaren Kostendegressionseffekten im Overhead einhergehen. Darüber hinaus können auf größerer Basis auch leichter zusätzliche Investitionen in eine verstärkte Digitalisierung der eigenen Prozesse getätigt werden, woraus sich zusätzliche Effizienzgewinne erzielen lassen sollten.

## Kostendeckung aus Mieteinnahmen

Neben der Steigerung der Einnahmen und der Erhöhung der Profitabilität besteht ein weiteres zentrales Ziel des beschleunigten Portfoliowachstums darin, die Kapital- und Fixkosten mit den wiederkehrenden Mieterlösen zu decken, um damit auch ohne Verkäufe jederzeit profitabel wirtschaften zu können. Damit würde sowohl die Prognostizierbarkeit der Geschäftsentwicklung verbessert als auch die Krisenresistenz erhöht, woraus sich Noratis auch ein verbessertes Standing am Kapitalmarkt verspricht. Dazu beitragen soll auch der für den Jahresabschluss angekündigte Umstieg auf IFRS, mit dem die Vergleichbarkeit mit anderen Immobilienunternehmen erleichtert und die

Wertschöpfung des Asset Management unabhängig von den Verkäufen dokumentiert werden können. Dem Ziel der Fixkostendeckung aus Mieterlösen ist Noratis in den letzten Jahren erheblich nähergekommen. Seit 2017 liegt das Vermietungsergebnis deutlich und im steigenden Ausmaß über dem Kapitaldienst, 2019 reichte dieser Überschuss schon, um auch den gesamten Personalaufwand (4,0 Mio. Euro) größtenteils zu decken.




*Quelle: Unternehmen*

## Weiterer Preisauftrieb wahrscheinlich

Ungeachtet der Bestrebungen zur Erhöhung des Anteils der Mieterlöse am Gesamtumsatz werden für die Profitabilität weiterhin die Höhe der Wohnungsverkäufe und die damit erzielbaren Margen eine zentrale Rolle spielen. Diesbezüglich gehen wir von einer Fortsetzung der aktuellen Trends auf dem deutschen Wohnungsmarkt und vor allem von weiter steigenden Preisen aus. Denn der deutliche Nachfrageüberhang bleibt auf absehbare Zeit bestehen, auch ein Ende des Anlagenotstands der Investoren, der sie in Immobilien treibt, ist nicht absehbar. Aber auch die Risikoerwägungen könnten die Attraktivität von Immobilien und vor allem von Wohnimmobilien weiter stützen, gelten sie doch als Sachwerte und damit als stabiler gegen Krisen, wie sie angesichts der weltweiten Entwicklungen (Stichworte: Corona, Handelskriege und geopolitische Spannungen) drohen bzw. noch drohen könnten. Ob sich dies aber in steigenden Verkaufsmargen auch bei Noratis auswirkt, wird davon abhängen, inwieweit sich diese Entwicklung parallel auch in den Einkaufspreisen vollziehen wird.

## Nischenstrategie schützt vor Interventionen

Auch die Margenwirkung der weiteren Zinsentwicklung ist mit Unsicherheit behaftet. Sollten die Zinsen plötzlich stark steigen, würde das sowohl auf die Immobilienpreise als auch, mit einer gewissen Verzögerung dank der bestehenden Zinsbindungen, auf die Finanzierungskosten durchschlagen. Andererseits könnte ein weiterer Rückgang der Marktzinsen die bisherigen Trends stützen. Ebenso könnten steigende gesetzliche Anforderungen an die Energieeffizienz die Aufwertung der Immobilien verteuern, im besten Fall aber auch niedrigere Heizkosten und damit größere Spielräume für höhere Kaltmieten schaffen. Die Margenwirkung weiterer Vorschriften dürfte somit vom Einzelfall abhängig sein. Wenig Margengefahr sehen wir auf jeden Fall für Noratis wegen der zunehmenden staatlichen Interventionen im Mietmarkt (Mietpreisbremse, Berliner Mietdeckel, Milieuschutzgebiete), weil Noratis schwerpunktmäßig nicht in den hiervon besonders betroffenen Großstädten aktiv ist und auch schon bisher einen hohen Wert auf erschwingliche Mieten und auf einen einvernehmlichen Umgang mit den betroffenen Kommunen gelegt hat. Unter anderem verweist das Unternehmen darauf, dass seine Wohnungen in den meisten Fällen unterhalb des jeweiligen Mietspiegels vermietet werden.

# Bewertung Wachstums- und Margenperspektiven

## Klarer Wachstumskurs

Spätestens seit dem Einstig der Merz-Gruppe und der vorübergehenden strategischen Anpassung in Richtung eines forcierten Portfolioaufbaus hat sich Noratis auf einen konsequenten Wachstumskurs begeben, der sich zukünftig in deutlich höheren Umsätzen und Erträgen widerspiegeln sollte. Die hierfür erforderliche finanzielle Basis wurde bzw. wird mit der Zusage weiterer Finanzierungsmittel durch den Großaktionär Merz sowie mit der aktuellen Anleiheemission gelegt. Inhaltlich bleibt Noratis dabei weiterhin in dem bisher adressierten Marktsegment und will vor allem regional expandieren. Um sich dabei nicht zu verzetteln, soll nach Vorbild des bereits in der Region Rhein-Ruhr umgesetzten Konzepts gerade für das kleinteilige Geschäft teilweise auf Joint-Ventures mit regionalen Akteuren gesetzt werden. Wir sehen somit eine klare Wachstumsorientierung, die mit den hierfür benötigten personellen und finanziellen Ressourcen unterlegt ist und einer schon in der Vergangenheit bewährten Strategie folgt. Folglich vergeben wir für diesen Aspekt den höchsten Scoring-Wert.

| Einstufung Wachstumstreiber intern | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Nahezu unbegrenztes Marktpotenzial

Auch marktseitig sehen wir für das angestrebte Wachstum keine großen Restriktionen. In Relation zum gesamten Wohnungsmarkt oder auch nur zu dem adressierten Marktsegment ist Noratis noch sehr klein, sodass selbst kleine Marktanteilsgewinne hohes Wachstum ermöglichen. Angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase und der bestehenden Angebotsdefizite auf dem Wohnungsmarkt gerade in Bezug auf günstigen Wohnraum bleiben die positiven Markttreiber der letzten Jahre unseres Erachtens auch in Zukunft bestehen. Das gilt sowohl für den Mietmarkt als auch für die hohe Nachfrage nach Wohnungen als Anlageklasse, die selbst durch die Corona-Krise keinen Einbruch verzeichnet hat. Somit stehen nach unserer Einschätzung auch marktseitig alle Ampeln auf grün, weswegen wir auch für diesen Punkt den höchsten Wert vergeben.

| Einstufung Wachstumstreiber extern | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Wachstumsbedingte Margeneffekte

Das angestrebte hohe Portfoliowachstum sollte Noratis eine zumindest leichte Verbesserung der Margen ermöglichen. Potenzial sehen wir zum Beispiel bei der Degression der Durchschnittskosten im Overhead, bei größeren Spielräumen für eine margenorientierte Optimierung der Haltedauer, des Umfangs der Modernisierungsmaßnahmen und der Verkaufszeitpunkten sowie bei einer stärkeren Digitalisierung der internen Prozesse (Ankauf, Prüfung, Asset Management, Vertrieb). Verglichen mit anderen Branchen sind diese Potenziale aber begrenzt, weil die Profitabilität im hohen Maße von der Spanne zwischen Finanzierungskosten und Mieterträgen bzw. von der Handelsmarge determiniert wird, die ihrerseits größtenteils von externen Faktoren abhängen. Das interne Margenpotenzial bewerten wir deswegen mit einem mittleren Scoring-Wert.

| Einstufung Margentreiber intern | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Steigende Preise im Ankauf und Verkauf

Wie oben ausgeführt, sind die zentralen Profitabilitätstreiber Handelsspanne, Mietrendite und Zinsniveau vor allem von externen Faktoren geprägt. In den letzten Jahren haben diese in Form von teils deutlich steigenden Preisen und Mieten sowie sinkenden Zinsen überwiegend margenerhöhend gewirkt, wobei der Effekt durch eine entsprechende Verteuerung auf der Einkaufsseite zumindest teilweise wieder aufgewogen

wird. Bei Unternehmen, die Portfolios erst aufbauen müssen, kann die Verschlechterung der Einkaufskonditionen sogar überwiegen. Insofern sind wir vorsichtig bezüglich der weiteren Margenerwartung. Ein marktbedingter Margendruck ist zwar nicht erkennbar, aber eine deutliche und dauerhafte Erhöhung der Gewinnspannen auch nicht wahrscheinlich. Diesen Eindruck bestätigt auch der Blick auf die Profitabilitätsentwicklung von Noratis in den letzten Jahren, der zwar eine beachtliche Profitabilität, aber eben keinen Aufwärtstrend zeigt. Vor diesem Hintergrund bewerten wir diesen Aspekt mit einem mittleren Scoring-Wert.

| Einstufung Margentreiber extern | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Cashflow-Erhöhung und -Verstetigung

In den nächsten Jahren dürfte der Cashflow wachstumsbedingt zunächst negativ bleiben. Erst mit der Abflachung der relativen Wachstumskurve des Portfolios wird die eigentliche Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells deutlicher zum Vorschein treten. Dann aber sollte Noratis von dem Wachstum zweifach profitieren: einerseits durch das insgesamt höhere Geschäftsvolumen und andererseits durch den deutlich stetigeren und damit auch verlässlicheren Cashflow. Weiteres Potenzial zur Verbesserung der Cashflow-Zahlen besteht zudem in der Kostenoptimierung der Bewirtschaftung sowie in der Cashflow-optimierten Entwicklung der Bestände. Da aber die nächsten Jahre noch eindeutig von den investitionsbedingten Cash-Abflüssen geprägt sein werden, vergeben wir in der Gesamtbetrachtung einen mittleren Scoring-Wert.

| Einstufung Cashflow-Treiber | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Ergebnis Wachstums- und Margenperspektiven

Zusammenfassend ergibt sich aus der Bewertung der Wachstums- und Margenperspektiven ein hoher Wert von 7,0. Dabei sehen wir in der Grundtendenz vor allem die Wachstumschancen sehr positiv, während wir für die Marge allenfalls ein moderates Aufwärtspotenzial erkennen. Andererseits sehen wir aber auch keinen Margendruck und trauen es Noratis zu, dass schon bisher hohe Profitabilitätsniveau aufrechtzuerhalten.

| Ergebnis Wachstums- und Margenperspektiven | Einstufung |
|---|---|
| Wachstumstreiber intern | Hoch |
| Wachstumstreiber extern | Hoch |
| Margentreiber intern | Mittel |
| Margentreiber extern | Mittel |
| Cashflow-Treiber | Mittel |
| **Scoring** | **7,0 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

# Die Anleihe

## Anleihe für Wachstumsfinanzierung

Mit der zur Emission anstehenden Anleihe soll das Wachstum des Wohnungsportfolios von Noratis fortgesetzt und beschleunigt werden. Da die Mittel der Anleihe beim Immobilienerwerb wie wirtschaftliches Eigenkapital angesehen werden, ließe sich mit dem Anleihevolumen von bis zu 50 Mio. Euro und einer branchenüblichen Immobilienfinanzierung von 80 Prozent Fremdkapital ein Ankaufvolumen von 250 Mio. Euro stemmen. Selbst wenn Noratis diesen Rahmen nicht gänzlich ausschöpfen sollte, eröffnet die Anleihe doch ein ganz erhebliches Wachstumspotenzial.

| Kennzahlen der Noratis Unternehmensanleihe 2020/2025 | |
|---|---|
| ISIN | DE000A3H2TV6 |
| WKN | A3H2TV |
| Nennwert | 1.000 Euro |
| Stückzahl | Bis zu 50.000 |
| Volumen | Bis zu 50,0 Mio. Euro |
| Emissionstag | 11. November 2020 |
| Ausgabekurs | 100 Prozent |
| Laufzeit | 5 Jahre |
| Rückzahlung | 11. November 2025 |
| Rückzahlungspreis | 100 Prozent |
| Kupon | 5,25 Prozent* |
| Zinszahlung | Jährlich am 11. November |
| Börsennotierung | FWB Quotation Board |

**Annahme SMC-Research*

## Zinssatzerwartung: 5,25 Prozent

Die Anleiheemission soll aus bis zu 50 Tsd. Schuldverschreibungen im Wert von jeweils 1.000 Euro bestehen, die zum Nennwert ausgegeben werden. Die Laufzeit startet am 11. November, am selben Tag startet auch der Börsenhandel im Freiverkehr der Frankfurter Börse (Quotation Board) unter der WKN A3H2TV (ISIN: DE000A3H2TV6). Verzinst wird die Anleihe nach aktuellem Stand mit einem Kupon zwischen 5,0 und 5,5 Prozent, wobei wir für unsere weiteren Berechnungen mit dem mittleren Wert von 5,25 Prozent kalkulieren. Die Zinszahlung erfolgt nachträglich und jährlich, zum ersten Mal am 11. November 2021.

## Fünf Jahre Laufzeit

Die Laufzeit beträgt fünf Jahre, wobei Noratis erstmals nach drei Jahren die Möglichkeit hat, sie für 102 Prozent des Nennwerts (bzw. für 101 Prozent nach vier Jahren) zuzüglich der bis zu dem Rückkaufdatum aufgelaufenen Zinsen zurückzukaufen. Bei Ablauf der regulären Laufzeit erfolgt die Rückzahlung zu 100 Prozent des Nennwerts.

## Ausschüttungsbeschränkung

Es handelt sich bei der Anleihe um eine unbesicherte Anleihe ohne Vorrangrechte. Allerdings hat sich der Noratis-Vorstand verpflichtet, bei seinen Gewinnverwendungsvorschlägen während der Anleihelaufzeit keine höhere Ausschüttungsquote als maximal 50 Prozent des Bilanzgewinns zu verwenden. Diese Obergrenze darf nur dann überschritten werden, wenn die 50-Prozent-Marke in den Vorjahren während der Laufzeit nicht ausgeschöpft wurde, wobei die Überschreitung auf den nicht genutzten Differenzbetrag beschränkt bleibt.

# Bewertung Anleihe und Sicherheiten

## Großaktionär als Sicherheitsanker

Die Anleihe ist nicht besichert, was normalerweise bedeutet, dass die Zinszahlungen und die endfällige Tilgung ausschließlich von der Fähigkeit des Schuldners abhängen, ausreichende Mittel zu erwirtschaften. In dem vorliegenden Fall sehen wir aber einen weiteren Aspekt, der das Ausfallrisiko erheblich reduziert. Und zwar werten wir das starke Commitment des finanzkräftigen Großaktionärs Merz als einen wichtigen Sicherheitsanker. Die Merz-Gruppe mit ihrer mehr als 110-jährigen Unternehmenshistorie gilt als ein langfristig orientierter Anleger mit einem strategischen Ansatz. Angesichts der schätzungsweise rund 45 Mio. Euro, die Merz im Zuge von Umplatzierungen und zweier Kapitalerhöhungen bisher in das Engagement bei Noratis investiert hat, sowie der vertraglichen Verpflichtung zur Investition von weiteren 36 Mio. Euro, sehen wir derzeit kein realistisches Szenario, warum Merz Noratis – und damit auch das eigene Investment – im Krisenfall nicht vor einer etwaigen Zahlungsunfähigkeit schützen sollte. Unseres Erachtens wiegt dieser Aspekt so schwer, dass wir für den Punkt „Besicherung“ trotz der fehlenden formalen Besicherung einen mittleren Scoring-Wert vergeben.

| Einstufung Besicherung | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | **Mittel** | Mittel bis Hoch | Hoch |

## Hohes unbelastetes Vermögen

Zum Halbjahr 2020 enthielt die Noratis-Konzernbilanz Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 200,6 Mio. Euro, von denen 191,3 Mio. Euro mit Immobilien besichert waren. Bei einem Immobilienvermögen von 256,1 Mio. Euro war somit das nominelle Besicherungsvolumen nicht ausgeschöpft, woraus sich Reserven in Höhe von knapp 65 Mio. Euro ergeben. Da dieses Volumen höher ist als die Summe aus den übrigen unbesicherten Finanzverbindlichkeiten und der aktuellen Anleihe, sehen wir hierin eine weitere signifikante Absicherung gegen etwaige Zahlungsausfälle der Anleihegläubiger und vergeben deswegen für diesen Aspekt den höchstens Scoring-Wert.

| Einstufung Freie Sicherheiten | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Marktgängige Assets mit stillen Reserven

Die Asset-Qualität ist im Hinblick auf eine mögliche Verwertung sehr gut, weswegen wir auch für diese Kategorie die Höchstpunktzahl vergeben. Die Immobilien sind einzeln verwertbar, marktgängig, stark nachgefragt und nach dem Eindruck der letzten Jahre in der HGB-Bilanz sehr konservativ bewertet.

| Einstufung Asset-Qualität | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Niedrig | Niedrig bis Mittel | Mittel | Mittel bis Hoch | **Hoch** |

## Ergebnis Anleihe und Sicherheiten

Aus der gewichteten Zusammenfassung der drei Teilaspekte Besicherung, freie Sicherheiten und Asset-Qualität ergibt sich ein Gesamtergebnis von 7,6 Scoring-Punkten. Die Anleihe ist formal zwar unbesichert, doch wird das unseres Erachtens durch die Präsenz und Finanzkraft des Großaktionärs relativiert. Darüber hinaus verfügt Noratis über Assets hoher Qualität, deren Besicherungsvolumen noch nicht ausgeschöpft ist und aus deren Verwertung im Bedarfsfall die Zins- und Tilgungsleistungen an die Anleihegläubiger bedient werden könnten.

| Ergebnis Anleihe und Sicherheiten | Einstufung |
|---|---|
| Besicherung | Mittel |
| Freie Sicherheiten | Hoch |
| Asset-Qualität | Hoch |
| **Scoring** | **7,6 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

# Rating

| Bewertungsergebnis | Scoring |
|---|---|
| Geschäftsmodell | 6,7 Punkte |
| Management | 8,1 Punkte |
| Finanz-Status-quo | 6,8 Punkte |
| Wachstum/Marge | 7,0 Punkte |
| Sicherheiten | 7,6 Punkte |
| **Rating** | **7,2 Punkte** |

*Auf einer Skala von 0 (niedrig) bis 10 Punkten (hoch)*

Mit der aktuellen Anleiheemission will Noratis den finanziellen Spielraum erweitern, um das Portfoliowachstum weiter zu forcieren. Damit sollen die großen Potenziale, die der deutsche Wohnungsmarkt weiterhin bietet, noch rascher und stärker als in der Vergangenheit genutzt werden. Neben dem insgesamt höheren Geschäftsvolumen, aus dem auch entsprechend höhere Erträge und Cashflows resultieren sollen, soll das Portfoliowachstum aber auch eine Verschiebung der Einnahmenstruktur in Richtung der berechenbaren und wiederkehrenden Mieterlöse bewirken. Auch wenn die grundsätzliche Positionierung als Bestandsentwickler mit einem starken Fokus auf dem Weiterverkauf der aufgewerteten Wohnungen bestehen bleibt, will Noratis mit der Gewichtsverschiebung das wohl größte Manko der bisherigen Entwicklung, die hohe Volatilität der Erlöse, etwas abmildern. Als wichtiges Nebenziel soll zudem die Fixkostendeckung aus Mieterlösen angestrebt werden, um unabhängig vom Verlauf der Verkaufsaktivitäten jederzeit profitabel wirtschaften zu können.

Genauso überzeugend wie die bisherige Geschäftsentwicklung und die geplante Mittelverwendung stellt sich unseres Erachtens die finanzielle Situation von Noratis dar. Das Unternehmen ist seit Jahren hochprofitabel, die Aktivseite der Bilanz wird eindeutig vom Immobilienvermögen dominiert und enthält darüber hinaus stille Reserven im erheblichen Umfang. Unter deren Berücksichtigung ist auch die Eigenkapitalausstattung solide, zumal es seitens des Großaktionärs eine vertragliche Verpflichtung zur Investition von weiteren rund 36 Mio. Euro gibt.

**Rating Noratis-Anleihe**

| Rating | Risiko | Angemessene Zinsspanne | Zins Emission | Urteil |
|---|---|---|---|---|
| **7,2 Punkte** | **Leicht unterdurchschnittlich** | **3,0 bis 4,9 %** | **5,0 bis 5,5 %** | **Attraktive Rendite-Risiko-Relation** |

*Legende:*

| Rating | Risiko | Marktzinskurve |
|---|---|---|
| 0,0 – 2,0 | Stark überdurchschnittlich | 9,0 bis 11,9 % |
| 2,1 – 4,0 | Leicht überdurchschnittlich | 7,0 bis 8,9 % |
| 4,1 – 6,0 | Durchschnittlich | 5,0 bis 6,9 % |
| 6,1 – 8,0 | Leicht unterdurchschnittlich | 3,0 bis 4,9 % |
| 8,1 – 10,0 | Stark unterdurchschnittlich | 1,4 bis 2,9 % |

Das starke Commitment des Großaktionärs relativiert nach unserer Auffassung entscheidend auch das Fehlen einer formalen Besicherung der Anleihe, zumal Noratis ohnehin über ein ausreichendes Volumen an marktgängigen, werthaltigen Assets verfügt, die bisher weit unter ihrem Besicherungspotenzial belastet sind.

Besonders hervorzuheben ist schließlich das Management von Noratis, das bis in die zweite Ebene von großer Branchenexpertise und von einer ausgeprägten Kontinuität gekennzeichnet ist und das wir deswegen unter den untersuchten Aspekten mit der höchsten Teilnote bewertet haben. Aber auch in den anderen Kategorien konnten wir durchgehend überdurchschnittliche Scoring-Werte vergeben, aus denen als Gesamtergebnis ein guter Scoring-Wert von 7,2 Punkten resultiert. Damit stufen wir die Noratis-Anleihe in die zweithöchste Kategorie ein.

Diese bedeutet ein leicht unterdurchschnittliches Risiko in Relation zum Marktdurchschnitt, was am Markt für deutsche Mittelstandsanleihen derzeit mit einem angemessenen Zins in der Spanne von 3,0 bis 4,9 Prozent korrespondiert. Diesen haben wir aus der Gesamtschau der derzeit gehandelten, nicht notleidenden Mittelstandsanleihen mit Emission zwischen 2017 und 2020 und Laufzeitende zwischen 2023 und 2026 extrahiert. Die untersuchte Gesamtheit umfasst knapp 60 Anleihen, für die ein laufzeitgewichteter Mischzins aus dem Kupon und der aktuellen Rendite ermittelt wurde.

Mit dem geschätzten Kupon von 5,25 Prozent liegt die Noratis-Anleihe über der von uns als angemessen ermittelten Spanne, so dass wir die Rendite-Risiko-Relation der Noratis Anleihe 2020/2025 als attraktiv einstufen.

# Anhang I: Bilanz- und GuV-Daten

## GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 76,0 | 29,4 | 76,5 | 107,1 | 133,8 | 148,5 | 156,0 |
| *davon Mietumsatz* | | 17,4 | 28,5 | 39,9 | 46,4 | 48,0 | 48,0 |
| *davon Verkaufserlöse* | | 12,0 | 48,0 | 67,2 | 87,4 | 100,5 | 108,0 |
| Rohertrag | 22,6 | 14,5 | 27,3 | 37,8 | 46,1 | 50,0 | 51,7 |
| *davon Vermietungsergebnis* | 7,2 | 9,7 | 16,0 | 22,3 | 26,0 | 26,9 | 26,9 |
| *davon aus Verkäufen* | 14,4 | 4,8 | 11,3 | 15,5 | 20,1 | 23,1 | 24,8 |
| EBITDA | 16,0 | 7,1 | 18,6 | 28,2 | 35,5 | 38,8 | 40,0 |
| EBIT | 15,8 | 7,0 | 18,5 | 28,1 | 35,3 | 38,7 | 39,8 |
| Zinsaufwand | 3,8 | 4,4 | 6,8 | 8,9 | 10,1 | 10,4 | 10,4 |
| EBT | 12,1 | 2,7 | 11,6 | 19,2 | 25,2 | 28,3 | 29,5 |

## Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTIVA** | | | | | | | |
| I. AV Summe | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| 1. Immat. VG | 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 | 0,6 | 0,6 |
| II. UV Summe | 256,1 | 357,1 | 554,7 | 709,7 | 761,3 | 773,1 | 784,7 |
| 1. Vorratsvermögen | 238,8 | 338,8 | 538,8 | 688,8 | 738,8 | 738,8 | 738,8 |
| **PASSIVA** | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 53,4 | 74,3 | 101,5 | 125,9 | 136,8 | 147,8 | 158,6 |
| II. Rückstellungen | 5,0 | 5,1 | 5,2 | 5,3 | 5,4 | 5,5 | 5,6 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 181,0 | 271,0 | 441,0 | 571,0 | 611,0 | 611,0 | 611,0 |
| 2. Kurzfristiges FK | 19,5 | 9,5 | 9,9 | 10,5 | 11,1 | 11,9 | 12,7 |
| **BILANZSUMME** | **258,9** | **359,9** | **557,6** | **712,6** | **764,3** | **776,2** | **787,8** |

# Anhang II: Cashflow-Daten und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CF operativ | -18,4 | -105,7 | -189,3 | -134,0 | -29,7 | 22,5 | 23,3 |
| CF operativ ex Änderung des Vorratsvermögens | 43,8 | -5,7 | 10,7 | 16,0 | 20,3 | 22,5 | 23,3 |
| CF aus Investition | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| CF Finanzierung | 17,4 | 106,6 | 186,7 | 138,5 | 30,9 | -11,2 | -12,3 |
| Liquidität Jahresanfang | 7,8 | 7,0 | 7,8 | 5,1 | 9,5 | 10,5 | 21,6 |
| Liquidität Jahresende | 7,0 | 7,8 | 5,1 | 9,5 | 10,5 | 21,6 | 32,4 |

## Kennzahlen

| | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Zinsdeckungsgrad | 4,3 | 1,6 | 2,7 | 3,1 | 3,5 | 3,7 | 3,8 |
| Marge Vermietungsergebnis | 55,8% | 56,0% | 56,0% | 56,0% | 56,0% | 56,0% | 56,0% |
| Rohmarge Verkäufe | 22,9% | 40,0% | 23,5% | 23,0% | 23,0% | 23,0% | 23,0% |
| EBIT-Marge | 20,8% | 23,8% | 24,1% | 26,2% | 26,4% | 26,1% | 25,5% |
| Eigenkapitalquote | 20,6% | 20,6% | 18,2% | 17,7% | 17,9% | 19,0% | 20,1% |

# Anhang III: Erläuterungen der Schätzungen

## Vollplatzierung und hohe Investitionen

Zur Abschätzung der Zinsdeckungsfähigkeit in den nächsten Jahren haben wir die Geschäftsentwicklung der nächsten fünf Jahre geschätzt. Ausgangspunkt der Schätzungen war das Bewertungsmodell, das wir im Rahmen unserer Equity-Coverage der Noratis AG verwenden, in das wir nun den Mittelzufluss aus der Anleihe eingepflegt haben. Auf der Grundlage der Annahme einer Vollplatzierung der Anleihe sowie der Investitionen von weiteren rund 36 Mio. Euro Eigenkapital durch Merz haben wir für die nächsten Jahre ein kräftiges Wachstum des Portfolios angenommen. Ausgehend von einem Portfoliowert von rund 340 Mio. Euro Ende 2020 haben wir dabei für 2021 ein Nettowachstum um 200 Mio. Euro, für 2022 um 150 Mio. Euro und für 2023 um 50 Mio. Euro modelliert. Die hierfür erforderliche Aufnahme weiterer Banken-Immobilienkredite spiegelt sich im Finanzierungs-Cashflow der Jahre 2021 bis 2023 wider.

## Steady-State ab 2024

Anschließend haben wir vereinfachend angenommen, dass die Portfoliogröße bei rund 740 Mio. Euro konstant bleibt, dass sich also die Zukäufe und die Verkäufe kompensieren. Dadurch dreht ab 2024 der operative Cashflow, der zuvor annahmegemäß von den hohen Auszahlungen in den Ausbau des Vorratsvermögens belastet wird, deutlich ins Plus. Bereinigt um

diese investitionsbedingten Cash-Abflüsse erwirtschaftet das Geschäftsmodell schon vorher hohe Liquiditätsüberschüsse, die von 10,7 Mio. Euro im nächsten Jahr auf mehr als 23 Mio. Euro im Jahr 2025 hochlaufen Dies verdeutlicht, dass das Portfolio schon vor Abschluss der Investitionsphase so hohe Cash-Überschüsse erwirtschaftet, dass die Rückzahlung der Anleihe am Ende der Laufzeit bei planmäßigen Verlauf problemlos erfolgen kann.

## Starker Anstieg der Mieterlöse

Ermöglicht wird die positive Cashflow-Entwicklung durch den starken Anstieg der Mietumsätze, der durch das Portfoliowachstum ermöglicht wird. Hierbei haben wir eine Mietrendite auf dem Niveau des bisherigen Portfolios angesetzt. Bezüglich der Verkaufserlöse haben wir die absoluten Schätzwerte aus unserer Equity-Studie übernommen. Durch das nun vergrößerte Portfolio korrespondieren diese Werte entsprechend der Noratis-Strategie aber mit einer moderateren Umschlaggeschwindigkeit des Immobilienvermögens, die sich in den nächsten Jahren in der Größenordnung von etwa 10 Prozent bewegt (bezogen jeweils auf die Portfoliogröße zu Beginn eines Jahres). Auch die Rohmarge auf die Verkäufe haben wir aus unserer Equity-Studie übernommen und taxieren sie für die nächsten Jahre auf 23 Prozent.

## Höheres Margenniveau

Bezüglich der Overheadkosten haben wir 2021 ein zwanzigprozentiges und für die Jahre 2022 bis 2023 ein zehnprozentiges Wachstum p.a. angesetzt (anschließend 5 Prozent), womit sie aber klar hinter dem Umsatzwachstum bleiben. In Verbindung mit der Verschiebung der Umsatzschwerpunkte in Richtung der hochmargigen Mieterlöse ergibt sich daraus ein im Vergleich mit den Vergangenheitswerten erhöhtes Margenniveau, das sich im Schnitt der nächsten fünf Jahre auf knapp 26 Prozent beläuft.

## Solider Zinsdeckungsgrad

Auch der Zinsaufwand erhöht sich durch die Emission der Anleihe sowie durch die zusätzliche Aufnahme von Immobilienkrediten erheblich und erreicht mit 10,4 Mio. Euro im Jahr 2024 seinen Höhepunkt. Dabei haben wir ein gleichbleibendes Zinsniveau unterstellt und für die Immobilienfinanzierungen den durchschnittlichen Zins der Noratis-Verbindlichkeiten zum Halbjahr 2020 (1,38 Prozent) angesetzt. Als Quotient des EBIT und des Zinsaufwands ergibt sich für 2021 ein Zinsdeckungsgrad von 2,7, der anschließend kontinuierlich auf 3,8 steigt. Im Durchschnitt der Jahre der Laufzeit der Anleihe schätzen wir ihn auf 3,4.

# 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.

*I) 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 Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von oder Anleihen an dem Unternehmen oder derivative Instrumente hierauf

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 oder Anleihe 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: Dipl.-Kaufmann Holger Steffen

Die vorliegende Analyse wurde am 19.10.2020 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 19.10.2020 um 7:50 Uhr erstmalig herausgegeben.

Die sc-consult GmbH ermittelt in den Finanzanalysen zu Anleihen eine Spanne für die faire Verzinsung einer Anleihe, die sich an dem Risikoniveau des Wertpapiers und an den Marktzinsen ausrichtet. Anschließend wird die Emissionsrendite oder die Marktrendite der analysierten Anleihe in Relation zu der ermittelten fairen Verzinsung gesetzt. Daraus leitet sc-consult ein Anlageurteil im Rahmen eines dreigliedrigen Urteilsschemas ab:

| | |
|---|---|
| **Attraktive Rendite-Risiko-Relation** | Die Renditechance steht in Relation zum Anlagerisiko in einem vorteilhaften Verhältnis. Das heißt, die Verzinsung liegt oberhalb der im Modell ermittelten angemessenen Zinsspanne. |
| **Ausgewogene Rendite-Risiko-Relation** | Die Renditechance ist in Relation zum Anlagerisiko adäquat. Das heißt, die Verzinsung liegt innerhalb der im Modell ermittelten angemessenen Zinsspanne. |
| **Spekulative Rendite-Risiko-Relation** | Das Anlagerisiko ist in Relation zur Renditechance hoch. Das heißt, dass die Rendite unterhalb der im Modell ermittelten angemessenen Zinsspanne liegt. |

Wird für die Analyse die Emissionsrendite einer Anleihe verwendet, entspricht diese der nominalen Verzinsung zum Zeitpunkt des Angebots. Ist die Marktrendite einer Rendite Gegenstand der Analyse, wird hierfür der Wert verwendet, der sich aus dem Schlusskurs der Anleihe an einem öffentlichen Handelsplatz (der entsprechend angegeben wird) am letzten Handelstag vor der Veröffentlichung der Analyse ergibt.

Zur Bewertung von Anleihen greift SMC-Research auf ein Scoring-basiertes Rating-Modell zur Einstufung des Risikos der analysierten Anleihe zurück, dessen Ergebnisse der Marktzinskurve in Abhängigkeit von Laufzeit und Risiko gegenübergestellt werden. Daraus wird eine als fair angesehene Zinsspanne für eine Anleihe ermittelt und ein Anlageurteil abgeleitet.

SMC-Research hat ein Scoring-basiertes Rating-Modell entwickelt, um die wichtigsten Faktoren, die das Anlagerisiko einer Anleihe beeinflussten, zu erfassen und zu bewerten. Im Einzelnen handelt es sich um die Bereiche Geschäftsmodell, Management, Finanz-Status-quo, Sicherheiten sowie Wachstums- und Margenperspektiven. Alle Bereiche setzen sich zusammen aus mehreren Unterkriterien, die einzeln bewertet werden und mit einem vorab definierten Gewicht in das Rating einfließen.

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 |
|---|---|---|---|
| 04.09.2020 | Buy | 28,80 Euro | 1), 3), |
| 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 Equity-Studie, ein Equity-Update und zwei Equity-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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.