

08. Oktober 2021  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Noratis AG

## Jahresziele nach sechs Monaten gesichert

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 20,90 € | Kursziel: 30,80 € (zuvor: 30,60 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



Noratis hat für das erste Halbjahr sehr gute Zahlen gemeldet. Dank wieder aufgenommenen Verkaufstätigkeiten und dem fortgesetzten Wachstum der Mieterträge wurden 59,8 Mio. Euro umgesetzt, womit der Vorjahreswert mehr als vervierfacht wurde. Auch das EBIT und das Halbjahresergebnis erhöhten sich um mehr als 300 Prozent. Damit liegen sie bereits nach sechs Monaten deutlich über den Gesamtwerten aus 2020, womit Noratis schon jetzt die Jahresprognose („Eine deutliche Steigerung“) erreicht hat. Die Zahlen überzeugen aber nicht nur im Vergleich mit dem Vorjahreswert, der von einer absichtlich eingelegten Verkaufspause geprägt war, sondern übertreffen auch sämtliche vorherigen Halbjahreswerte und stellen somit neue Rekordwerte dar. Die zweite Jahreshälfte dürfte hingegen deutlich ruhiger ausfallen, weil Noratis keine weiteren größeren Verkäufe tätigen und stattdessen den Portfolioausbau weiter forcieren will. Diesbezüglich war das Unternehmen im ersten Halbjahr ebenfalls erfolgreich und konnte das Vorratsvermögen trotz der hohen Verkaufszahlen um knapp 10 Prozent bzw. um über 30 Mio. Euro erhöhen. Weitere Zukäufe sind geplant, wofür im August eine weitere Anleihe im Volumen von 10 Mio. Euro an einen institutionellen Investor platziert wurde.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Eschborn
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	63
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4MK4
<b>Ticker:</b>	NUVA:GR
<b>Kurs:</b>	20,90 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	4,82 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	100,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	392,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	45,0 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	22,10 / 15,40 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	43,1 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	56,1	76,0	28,7	70,6	94,0	118,2
EBIT (Mio. Euro)	15,60	15,8	8,2	15,5	21,3	27,3
Jahresüberschuss	9,2	8,3	2,8	6,6	10,3	14,0
EpS	2,57	2,29	0,58	1,26	1,96	2,66
Dividende je Aktie	1,30	0,80	0,50	0,63	0,98	1,33
Umsatzwachstum	-17,5%	35,3%	-62,2%	145,8%	33,2%	25,7%
Gewinnwachstum	6,7%	-10,7%	-66,3%	138,2%	55,6%	35,8%
KUV	1,96	1,45	3,84	1,56	1,17	0,93
KGV	11,9	13,3	39,5	16,6	10,7	7,9
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	25,9	25,4	49,0	25,9	18,9	14,7
Dividendenrendite	6,2%	3,8%	2,4%	3,0%	4,7%	6,4%

## Verkaufserlöse steigen um 723 Prozent

Nach der strategisch begründeten Verkaufspause in 2020, mit der Noratis das Portfoliowachstum beschleunigen wollte, wurden die Verkaufsaktivitäten im laufenden Jahr ankündigungsgemäß wieder aufgenommen. In den ersten sechs Monaten hat Noratis 289 Einheiten veräußert, nach 32 im Vorjahr. Die damit erzielten Verkaufserlöse erreichten 49,6 Mio. Euro, das ist der mit Abstand beste Halbjahreswert der Unternehmensgeschichte. Gegenüber dem Vorjahr wurde der Verkaufsumsatz somit um 723 Prozent erhöht.

## Mietumsätze wachsen um ein Viertel

Ebenfalls erhöht haben sich die Mieterlöse, die dank dem vergrößerten Portfolio mit 10,2 Mio. Euro (+28 Prozent) erstmals auf Halbjahressicht die Marke von 10 Mio. Euro überschritten haben. In Summe erzielte Noratis damit einen Halbjahresumsatz von 59,8 Mio. Euro, 326 Prozent mehr als vor einem Jahr.

## Verkaufsmarge normalisiert

Auf der Ebene des Rohertrages betrug der Zuwachs allerdings „nur“ 126 Prozent (auf 17,4 Mio. Euro), weil die Rohmarge bei beiden Erlösquellen unter dem Vorjahresniveau lag. So hat sich das Mietergebnis um 22 Prozent und damit um knapp 6 Prozentpunkte schwächer erhöht als der Mietumsatz, während sich die Rohmarge auf die Verkaufserlöse auf 22,8 Prozent halbiert hat. Ursächlich dafür waren zwei Effekte: Zum einen war der Vergleichswert aus dem Vorjahr außergewöhnlich hoch, weil seinerzeit ausschließlich Einzelprivatisierungen von schon länger im Portfolio befindlichen, umfassend aufgewerteten Wohnungen in die Zahlen eingeflossen waren. Zum Vergleich: der Margen-Mittelwert der Jahre 2014 bis 2019 betrug 25,1 Prozent. Zum anderen hat sich diesmal der hohe Anteil von Blockverkäufen dämpfend auf die Marge ausgewirkt, von den 289 Wohnungen wurden nur zwei im Einzelverkauf veräußert. Bezüglich der Dynamik des Mietergebnisses verweist Noratis auf die üblichen unterjährigen Schwankungen der Betriebskosten sowie auf den im Vorjahresvergleich durch die Zu-

käufe etwas höheren Leerstand, der sich über den geringeren Anteil der umlegbaren Betriebskosten dämpfend auf die Profitabilität der Vermietung auswirkt.

Geschäftszahlen	6M 2020	6M 2021	Änderung
Umsatz	14,03	59,77	+326,1%
<i>davon Verkäufe</i>	6,02	49,55	+722,8%
<i>davon Vermietung</i>	8,00	10,22	+27,7%
Rohertrag	7,69	17,37	+125,8%
<i>Rohmarge</i>	54,8%	29,1%	
EBIT	4,47	13,30	+197,6%
<i>EBIT-Marge</i>	31,9%	22,3%	
Vorsteuerergebnis	2,54	10,22	+303,0%
<i>Vorsteueremarge</i>	18,1%	17,1%	
Jahresüberschuss	1,80	7,30	+305,8%
<i>Netto-Marge</i>	12,8%	12,2%	
Free-Cashflow	-24,74	-18,20	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Personalaufwand steigt nur moderat

Im Einklang mit der Wachstumsstrategie hat Noratis den Personalbestand weiter ausgebaut und im Durchschnitt der ersten sechs Monate 63 Mitarbeiter beschäftigt, 24 Prozent mehr als in der Vergleichsperiode. Dass sich der Personalaufwand dennoch nur um 8 Prozent auf 2,7 Mio. Euro erhöhte, dürfte vor allem an den niedrigeren ergebnisabhängigen Gehaltsbestandteilen für 2020 gelegen haben. Auch der sonstige betriebliche Aufwand (+31 Prozent auf 1,3 Mio. Euro) und die Abschreibungen (+16 Prozent auf 0,2 Mio. Euro) erhöhten sich in Relation zum Rohertrag nur deutlich unterproportional.

## EBIT verdreifacht

Aus dem starken Rohertragswachstum und dem dazu nur unterproportionalen Kostenanstieg ergab sich ein Halbjahres-EBIT von 13,3 Mio. Euro. Dieses bedeutet nicht nur ein Wachstum um 198 Prozent gegenüber dem Vergleichswert des ersten Halbjahrs 2020, sondern auch einen 62-prozentigen Anstieg gegenüber dem EBIT des gesamten Geschäftsjahres 2020.

Das in der diesjährigen Prognose formulierte Ziel, das EBIT deutlich steigern zu wollen, hat Noratis damit bereits nach sechs Monaten klar erfüllt. Trotz des wachstumsbedingt höheren Kreditbestandes und des dadurch um die Hälfte erhöhten Zinsaufwands haben sich das Vorsteuerergebnis und der Halbjahresüberschuss sogar um über 300 Prozent erhöht, auf 10,2 resp. 7,3 Mio. Euro.

### Einkaufskurs fortgesetzt

Ankündigungsgemäß hat Noratis trotz der wieder deutlich intensiveren Verkaufsaktivitäten das Portfoliowachstum fortgesetzt. Insgesamt wurden im ersten Halbjahr 543 Einheiten zum Preis von 65,6 Mio. Euro erworben, wovon fast die Hälfte auf Münster (242) entfiel. Weitere Schwerpunkte waren Gelsenkirchen (151) und Celle (82), wodurch die niedersächsische Stadt zum zweitgrößten Noratis-Standort (nach Frankfurt) mit 399 Einheiten aufgestiegen ist. Darüber hinaus hat Noratis für weitere 112 Einheiten im Wert von 8,8 Mio. Euro bereits die Kaufverträge unterzeichnet, die aber erst nach dem Halbjahresstichtag in Form des Lasten- und Nutzen-Wechsels umgesetzt wurden. Die Portfoliogröße erhöhte sich durch die Zukäufe (abzüglich der Verkäufe) von 3.366 Einheiten Ende 2020 auf 3.620 Ende Juni, die damit verbundene Mietfläche legte um 8,4 Prozent auf 244 Tsd. Quadratmeter zu. Zuzüglich der 112 Einheiten, die erst im zweiten Halbjahr in den Besitz von Noratis übergegangen sind, umfasst das Portfolio aktuell 3.732 Einheiten mit einer Gesamtmietfläche von 251 Tsd. Quadratmetern.

### Cashflow erwartungsgemäß im Minus

Das Nettowachstum des Vorratsvermögens, das sich zwischen dem Jahresanfang und Ende Juni um 9,4 Prozent auf 365 Mio. Euro erhöhte, war erneut prägend für den operativen Cashflow. Dieser konnte zwar dank dem kräftigen Gewinnanstieg im Vorjahresvergleich deutlich verbessert werden, blieb aber mit -18,1 Mio. Euro erwartungs- und strategiegemäß im Minus (Vorjahr: -24,8 Mio. Euro). Bei Abwesenheit größerer Investitionsauszahlungen war der operative Cashflow nahezu identisch mit dem Free-Cashflow des ersten Halbjahrs (-18,2 Mio. Euro). Anders als im

Vorjahr, in dem Noratis eine Kapitalerhöhung durchgeführt und zusätzliche Kredite aufgenommen hatte, wurden im ersten Halbjahr 2021 keine Eigenkapitalmaßnahmen durchgeführt. Da sich zudem die Kredittilgung und die Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten die Waage hielten, war der Finanzierungscashflow vor allem von den Auszahlungen für Zinsen (2,2 Mio. Euro) und die Dividende (2,4 Mio. Euro) geprägt und zeigte ebenfalls einen negativen Saldo in Höhe von 4,9 Mio. Euro (Vorjahr: +24,1 Mio. Euro). Kumuliert hat sich die Liquidität dadurch um 23,0 auf 8,0 Mio. Euro reduziert.

### Eigenkapitalquote leicht verbessert

Deutlich gestiegen, und zwar um 4,8 Mio. Euro auf 79,0 Mio. Euro, ist hingegen trotz der gezahlten Dividende das Eigenkapital. In Relation zur Bilanzsumme, die um 2,3 Prozent auf 376,2 Mio. Euro zugenommen hat, entspricht das einer Eigenkapitalquote von 21,0 Prozent, die sich somit seit Anfang Januar leicht, um 0,8 Prozentpunkte, verbessert hat. Zuzüglich der stillen Reserven, die sich daraus ergeben, dass die Vorratsimmobilien zum Einkaufswert bilanziert werden, und die Noratis derzeit auf 42 Mio. Euro (nach Steuern) beziffert, beträgt das Eigenkapital sogar 109 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem NAV je Aktie in Höhe von 22,70 Euro und einer Eigenkapitalquote von rund 26 Prozent.

### Neue Anleihe platziert

Inzwischen dürften sich die Liquiditätswerte und die Eigenkapitalquote wieder spürbar verschoben haben, weil Noratis im August eine weitere Anleihe im Volumen von 10 Mio. Euro platziert hat. Diese hat eine Laufzeit von sechs Jahren und einen Kupon von 4,75 Prozent. Damit liegt die Verzinsung um 75 Basispunkte niedriger als bei der letztjährigen Anleihe. Gezeichnet wurde die Emission vollständig von einem einzigen Investor, der zudem seine Bereitschaft für eine Aufstockung signalisiert hat, die gemäß der Anleihebedingungen bis zu 40 Mio. Euro reichen könnte.

## Keine Verkäufe mehr in 2021

Die eigene Prognose, den Umsatz, das EBIT und das Vorsteuerergebnis gegenüber 2020 deutlich erhöhen zu wollen, hat Noratis bereits im ersten Halbjahr erreicht. Da dem Ziel eines raschen Portfoliowachstums weiterhin die höchste strategische Priorität beigemessen wird, sollen deswegen im zweiten Halbjahr keine nennenswerten Verkäufe folgen.

## Gewinnschätzung für 2021 erhöht

Wir haben unsere Schätzungen nach den Halbjahreszahlen an mehreren Stellen angepasst. Dabei haben wir den für dieses Jahr erwarteten Umsatz von zuvor 66,0 Mio. Euro auf nun 70,6 Mio. Euro erhöht. Darin eingeflossen sind sowohl die höheren Verkaufserlöse, die wir bisher auf 48 Mio. Euro taxiert hatten und nun auf den Halbjahreswert (49,6 Mio. Euro) angehoben haben, als auch die Mieterlöse, die wir nun bei 21 Mio. Euro erwarten. Etwas besser als von uns erwartet ist zudem die Verkaufsmarge des ersten Halbjahrs ausgefallen. Da im zweiten Halbjahr keine signifikanten Verkäufe mehr zu erwarten sind, haben wir sie deswegen auf den Wert des ersten Halbjahrs angehoben. Auch die Vermietungsmarge haben wir in

Reaktion auf die Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf leicht angehoben und kalkulieren nun mit einem Vermietungsergebnis in Höhe von 58 Prozent der Mieterlöse (bisher: 57 Prozent). Auf der anderen Seite haben wir einige Aufwandspositionen im Overhead (vor allem SBA) angehoben, in Summe hat sich unsere EBIT-Schätzung für 2021 aber von zuvor 13,6 auf nun 15,5 Mio. Euro erhöht. Wegen des ebenfalls erhöhten Schätzwertes für den Zinsaufwand ist der Anstieg des Vorsteuerergebnisses (von zuvor 7,9 auf 9,5 Mio. Euro) etwas moderater ausgefallen. Den Jahresüberschuss erwarten wir nun bei 6,6 Mio. Euro (bisher: 5,5 Mio. Euro).

## Portfoliowachstum langsamer

Etwas langsamer als von uns bisher angenommen schreitet hingegen der Portfolioausbau voran. Noratis kauft zwar laufend zu und prüft nach eigener Aussage auch aktuell eine Vielzahl von Opportunitäten, das von uns bisher unterstellte Nettowachstum des Vorratvermögens um 110 Mio. Euro dürfte aber nicht mehr erreicht werden. Wir haben den Wert deswegen auf 75 Mio. Euro abgesenkt, so dass wir zum Jahresende mit einem Vorratsvermögen von 427 Mio. Euro kalkulieren. Einen Teil dieser Änderung haben wir

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	70,6	94,0	118,2	134,1	144,4	155,3	166,7	178,7
Umsatzwachstum		33,2%	25,7%	13,5%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%
EBIT-Marge	22,0%	22,7%	23,1%	23,0%	22,9%	22,7%	22,6%	22,3%
<b>EBIT</b>	<b>15,5</b>	<b>21,3</b>	<b>27,3</b>	<b>30,8</b>	<b>33,1</b>	<b>35,3</b>	<b>37,6</b>	<b>39,9</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,7	6,4	8,2	9,3	9,9	10,6	11,3	12,0
<b>NOPAT</b>	<b>10,9</b>	<b>14,9</b>	<b>19,1</b>	<b>21,6</b>	<b>23,1</b>	<b>24,7</b>	<b>26,3</b>	<b>28,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>11,2</b>	<b>15,2</b>	<b>19,3</b>	<b>21,8</b>	<b>23,3</b>	<b>24,9</b>	<b>26,5</b>	<b>28,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-75,3	-76,3	-39,3	-37,2	-34,3	-33,4	-32,1	-30,4
- Investitionen AV	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>-64,2</b>	<b>-61,3</b>	<b>-20,1</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>-8,7</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,5</b>

SMC Schätzmodell

zwar in 2022 kompensiert, doch insgesamt ergibt sich daraus ein etwas langsamerer Portfolioausbau. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 rechnen wir nun mit einem Immobilienbestand von 687 Mio. Euro (bisher: 692 Mio. Euro).

## Verschiebungen der Umsatz- und Gewinnreihen

Die Änderungen der Umsatz- und Aufwandsschätzungen für 2021, verbunden mit einem leicht geänderten Wachstumspfad des Portfolios, haben sich auch in geringfügig veränderten Umsatz- und Margenschätzungen für die Folgejahre bemerkbar gemacht. Den Zielumsatz für 2028 sehen wir nun bei 178,7 Mio. Euro (bisher: 178,2 Mio. Euro), während die Ziel-EBIT-Marge nun bei 22,3 Prozent liegt (bisher: 22,8 Prozent). Den modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, der sich aus all diesen Annahmen ergibt und den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle auf der vorhergehenden Seite zusammen, weitere Details sind zudem dem Anhang zu entnehmen.

## Diskontierungssatz unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einem 10-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge und somit mit einer EBIT-Marge von 20,0 Prozent sowie mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Damit legen wir zur Ermittlung des Terminal Value eine EBIT-Marge zugrunde, die deutlich unterhalb des Durchschnittswertes der letzten sechs Geschäftsjahre (22,9 Prozent) liegt, was wir als ausreichend vorsichtig erachten. Gänzlich unverändert haben wir den Diskontierungszinssatz gelassen. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 4,0 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,5 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor: 1,3), FK-Kosten von 3,5 Prozent, ein Ziel-FK-Anteil von 75 Prozent und ein Steuersatz für den Tax-Shield in Höhe von 30,0 Prozent zugrunde liegen.

## Kursziel: 30,80 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 162,4 Mio. Euro bzw. 30,83 Euro je Aktie, woraus wir das minimal erhöhte Kursziel von 30,80 Euro ableiten. Wie schon bisher, beruht unser Kursziel auf der Annahme einer Aktienzahl von knapp 5,3 Mio., in der bereits pauschal eine weitere kleine Kapitalerhöhung unterstellt ist. Auch wenn ein solcher Schritt vom Management noch nicht explizit angekündigt worden ist, dürfte Noratis früher oder später die nächste Tranche der bestehenden 50-Mio.-Euro-Zusage des Großaktionärs Merz „abrufen“. Abweichend zum letzten Update haben wir diese Maßnahme innerhalb unseres Modells aber nun in das Jahr 2022 verschoben. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter vier von sechs möglichen Punkten.

## Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,0%	291,07	165,51	102,35	64,32	38,92
3,5%	157,02	96,03	59,31	34,79	17,24
4,0%	89,96	54,51	<b>30,83</b>	13,89	1,17
4,5%	49,90	27,02	10,66	-	-
5,0%	23,37	7,57	-	-	-

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 3,0 und 5,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen negativen Werten und 291,1 Euro je Aktie. Die sehr breite Spanne verdeutlicht nachdrücklich die herausragende Bedeutung des Zinssatzes für die Wertermittlung. Diese resultiert einerseits aus dem hohen Ziel-FK-Anteil und andererseits aus der im Modell unterstellten hohen Expansion des Immobilienvermögens bis zum Ende des Detailprognosezeitraums, die dafür sorgt, dass positive Cashflows erst danach, im Rahmen des Terminal Value, anfallen, was aufgrund des sehr langen Diskontierungszeitraums die Sensitivität für die Zinsentwicklung massiv erhöht. Allerdings handelt es sich bei der Zinsreagibilität um eine

– zumindest mittelfristig – nur theoretische Betrachtung, weil sich aufgrund der Zinsbindung Marktzinsänderungen im Hinblick auf das Gesamtportfolio nur anteilig und mit starker Verzögerung in den Fremdkapitalkosten niederschlagen. Gleichzeitig würde ein deutlicher Zinsanstieg sicherlich zu einem Abbruch oder zumindest zu einer deutlichen Verlangsamung

des Portfoliowachstums führen, so dass die hier unterstellten fortgesetzten Investitionen entfallen und viel früher positive Cashflows ermöglichen würden. Die sehr hohen und niedrigen Marktwerte, die aus Zinsänderungen resultieren, überzeichnen daher den Effekt deutlich.

## Fazit

---

Noratis hat für das erste Halbjahr sehr gute Zahlen vorgelegt. Dank der wieder aufgenommenen Verkaufsaktivitäten konnten sowohl der Umsatz als auch der Halbjahresüberschuss mehr als vervierfacht werden. Auch wenn der Vergleich mit dem Vorjahr aufgrund der seinerzeit beschlossenen Verkaufspause die Dynamik etwas überzeichnet, stellen die erreichten Werte auch die früheren Vorjahre (bezogen jeweils auf das erste Halbjahr) allesamt deutlich in den Schatten.

Gleichzeitig hat Noratis damit bereits nach sechs Monaten die Prognose für das Gesamtjahr (eine deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung) erreicht, weswegen in der zweiten Jahreshälfte keine signifikanten Verkaufsaktivitäten mehr geplant sind. Stattdessen liegt der Fokus eindeutig auf dem weiteren Ausbau des Portfolios.

Auch diesbezüglich konnte Noratis im ersten Halbjahr Fortschritte erzielen und den Immobilienbestand

trotz der hohen Verkaufsvolumina erhöhen. Insgesamt aber ist das Akquisitionstempo etwas langsamer, als wir das für dieses Jahr erwartet hatten.

Wir haben dies in unseren Schätzungen deswegen angepasst, gleichzeitig aber auch die diesjährigen Umsatz- und Gewinnschätzungen in Reaktion auf das sehr starke erste Halbjahr nach oben revidiert. Insgesamt hat sich der von uns ermittelte faire Wert dadurch kaum verändert. Mit nun 30,80 Euro signalisiert er weiterhin ein sehr hohes Kurspotenzial für die Aktie, die trotz der starken Zahlen, der vielversprechenden Wachstumsmöglichkeiten und des mit der Gewinnung des strategischen Anleiheninvestors nun auch fremdkapitalseitig großzügigen Finanzierungsspielraums sogar unter dem aktuellen NAV notiert. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unser Urteil „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
II. UV Summe	366,0	425,8	497,4	557,0	591,9	629,0	666,8	703,3	740,6
1. Vorratsvermögen	333,5	408,5	484,4	523,1	559,7	593,3	625,9	657,2	686,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	74,3	78,5	94,5	128,3	137,5	146,9	156,8	167,5	178,9
II. Rückstellungen	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
<b>III. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	283,9	338,1	392,4	417,0	441,7	468,3	494,9	519,9	544,9
2. Kurzfristiges FK	9,2	10,3	11,6	12,5	13,5	14,6	15,8	16,6	17,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>367,6</b>	<b>427,2</b>	<b>498,7</b>	<b>558,2</b>	<b>593,1</b>	<b>630,2</b>	<b>668,0</b>	<b>704,6</b>	<b>741,9</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	28,7	70,6	94,0	118,2	134,1	144,4	155,3	166,7	178,7
Rohertrag	15,0	23,5	29,4	35,6	39,5	42,1	44,8	47,6	50,4
EBITDA	8,6	15,9	21,6	27,5	31,1	33,3	35,5	37,8	40,1
EBIT	8,2	15,5	21,3	27,3	30,8	33,1	35,3	37,6	39,9
EBT	4,2	9,5	14,7	20,0	23,1	24,9	26,7	28,6	30,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,8	6,6	10,3	14,0	16,2	17,4	18,7	20,0	21,4
JÜ	2,8	6,6	10,3	14,0	16,2	17,4	18,7	20,0	21,4
EPS	0,58	1,26	1,96	2,66	3,08	3,31	3,54	3,80	4,06



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	-94,0	-66,0	-63,3	-22,7	-18,4	-14,2	-12,1	-9,5	-6,4
CF aus Investition	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	118,0	50,2	58,3	42,4	15,6	16,5	15,9	13,3	12,6
Liquidität Jahresanfa.	7,0	31,0	15,1	10,0	29,6	26,5	28,6	32,2	35,8
Liquidität Jahresende	31,0	15,1	10,0	29,6	26,5	28,6	32,2	35,8	41,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-62,2%	145,8%	33,2%	25,7%	13,5%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%
Rohermargemarge	52,1%	33,3%	31,3%	30,1%	29,5%	29,2%	28,8%	28,5%	28,2%
EBITDA-Marge	30,1%	22,5%	22,9%	23,3%	23,1%	23,0%	22,8%	22,7%	22,5%
EBIT-Marge	28,6%	22,0%	22,7%	23,1%	23,0%	22,9%	22,7%	22,6%	22,3%
EBT-Marge	14,5%	13,4%	15,7%	16,9%	17,3%	17,3%	17,2%	17,1%	17,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,7%	9,4%	11,0%	11,9%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 5), 10)

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 08.10.2021 um 10:00 Uhr fertiggestellt und am 08.10.2021 um 11:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
14.06.2021	Buy	30,60 Euro	1), 3), 4), 5)
29.04.2021	Buy	30,60 Euro	1), 3), 4), 5)
20.01.2021	Buy	30,60 Euro	1), 3), 4), 5)
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)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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