

06. Oktober 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Noratis AG

Marktabschwächung könnte den Einkauf erleichtern

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 13,80 € | Kursziel: 23,30 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	68
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4MK4
Ticker:	NUVA:GR
Kurs:	13,80 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	4,82 Mio. Stück
Market-Cap:	66,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	403,5 Mio. Euro
Free Float:	45,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	21,00 / 13,60 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	36,8 Tsd. Euro / Tag

Noratis hat für das erste Halbjahr gute Zahlen gemeldet. Sowohl die Verkaufserlöse als auch der Mietumsatz wurden gesteigert, insgesamt erhöhten sich die Erlöse um 14 Prozent auf 68,1 Mio. Euro. Allerdings waren beide Umsatzarten diesmal mit niedrigerer Profitabilität verbunden, was in Kombination mit erhöhten Overhead-Kosten zu einem EBIT-Rückgang um 11 Prozent auf 11,9 Mio. Euro führte. Dass Noratis beim EBT und Nettoergebnis dennoch ein deutliches Wachstum auf 11,2 resp. 7,9 Mio. Euro ausweisen konnte, lag an den Erträgen aus der Aufwertung der Zinssicherungsgeschäfte, die sich im ersten Halbjahr auf 3,7 Mio. Euro summierten und für ein deutlich verbessertes Finanzergebnis sorgten. Mit diesen Zahlen ist Noratis auf einem guten Weg, die für das Gesamtjahr angestrebte Ergebnissteigerung zu erreichen. Auch das Portfoliowachstum dürfte auf der Grundlage der bisher schon gemeldeten Ankäufe fortgesetzt werden, zumal das Unternehmen für den restlichen Jahresverlauf noch mit weiteren Transaktionen plant. Mit einer hohen Liquidität, einer robusten Eigenkapitalausstattung, geringen Tilgungsanforderungen in den kommenden Quartalen und der Finanzierungszusage des Großaktionärs ist Noratis gut aufgestellt, um auch 2023 weiter zu wachsen und etwaige Ankaufportunitäten zu nutzen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	76,0	28,7	73,6	82,8	88,7	106,1
EBIT (Mio. Euro)*	15,8	8,2	19,4	20,5	21,1	25,9
Jahresüberschuss*	8,3	2,8	9,5	12,9	7,5	9,6
EpS*	2,29	0,58	1,97	2,42	1,40	1,80
Dividende je Aktie	1,30	0,80	0,55	0,60	0,65	0,70
Umsatzwachstum	35,3%	-62,2%	156,4%	12,4%	7,2%	19,6%
Gewinnwachstum	-10,7%	-66,3%	240,2%	36,0%	-41,9%	28,2%
KUV	0,97	2,56	1,00	0,89	0,83	0,69
KGV	8,9	26,4	7,8	5,7	9,8	7,7
EV / EBIT	26,0	50,0	21,2	20,0	19,4	15,9
Dividendenrendite	5,8%	5,8%	4,0%	4,3%	4,7%	5,1%

* 2021 und 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

Verkaufserlöse weiter erhöht

Noratis hat im ersten Halbjahr 2022 insgesamt 268 Einheiten veräußert und damit einen Verkaufsumsatz in Höhe von 54,1 Mio. Euro erzielt. Während damit die Zahl der verkauften Einheiten um 7 Prozent unter dem Vorjahr blieb, sind die damit erzielten Einnahmen um 9 Prozent gestiegen und haben einen neuen Halbjahresrekord markiert. Den größten Beitrag dazu leistete der Blockverkauf von 242 Einheiten in Münster, darüber hinaus wurden über die Beteiligung Noratis West 18 weitere Einheiten in NRW verkauft. Auch sieben der acht für dieses Jahr für die Privatisierung vorgesehenen Wohnungen in Braunschweig waren zur Jahresmitte bereits ertragswirksam verkauft. Bis auf diese letzte Einheit in Braunschweig hat Noratis damit den Verkaufsplan für 2022 bereits umgesetzt.

Mietumsätze wachsen um ein Viertel

Deutlich stärker gewachsen sind die Mietumsätze, die sich im Vorjahresvergleich um 37 Prozent auf 14,0 Mio. Euro erhöht haben. Neben dem deutlich größeren Immobilienbestand, der maßgeblich zum Anstieg der Nettokaltmieten um 24 Prozent auf 9,3 Mio. Euro beigetragen hat, war dafür die sehr deutliche Zunahme der umlagefähigen Betriebskosten verantwortlich, die um drei Viertel auf 4,8 Mio. Euro zulegten und im ersten Halbjahr ein Drittel der Mieterlöse ausmachten (Vorjahr: 27 Prozent). In Summe der Miet- und der Verkaufserlöse erzielte Noratis einen Halbjahresumsatz von 68,1 Mio. Euro, 14 Prozent mehr als vor einem Jahr.

Niedrigere Margen

Da die Marge bei beiden Erlösquellen unter dem Vorjahresniveau blieb, gab es auf der Ebene des Rohertrages trotz der Umsatzsteigerung einen geringfügigen Rückgang um 2 Prozent auf 17,0 Mio. Euro. So hat sich das Mietergebnis um 18 Prozent und damit um knapp 19 Prozentpunkte schwächer erhöht als der Mietumsatz, während sich die Rohmarge auf die Verkaufserlöse um 4,6 Prozentpunkte auf 18,2 Prozent ermäßigt hat. Bei der letzteren war dafür vor allem das große Gewicht des Blockverkaufs in Münster verantwortlich, da die betreffenden Wohnungen bereits

nach einer kurzen Verweildauer im Portfolio veräußert wurden. Bezüglich der Dynamik des Mietergebnisses ist das überdurchschnittliche Wachstum der umgelegten Betriebskosten, das als durchlaufender Posten rechnerisch die Marge reduziert hat, ein Teil der Erklärung. Darüber hinaus sind aber auch die nicht umlagefähigen Betriebskosten (+28 Prozent auf 1,0 Mio. Euro) und die Instandhaltungskosten (+67 Prozent auf 1,1 Mio. Euro) teils deutlich stärker gestiegen als die Nettokaltmieten.

Geschäftszahlen	6M 2021	6M 2022	Änderung
Umsatz	59,77	68,12	+14,0%
<i>davon Verkäufe</i>	49,55	54,11	+9,2%
<i>davon Vermietung</i>	10,22	14,01	+37,1%
Rohertrag	17,37	17,00	-2,1%
<i>Rohmarge</i>	29,1%	25,0%	
EBIT	13,30	11,87	-10,8%
<i>EBIT-Marge</i>	22,3%	17,4%	
Vorsteuerergebnis	10,22	11,22	+9,9%
<i>Vorsteueremarge</i>	17,1%	16,5%	
Jahresüberschuss	7,30	7,93	+8,7%
<i>Netto-Marge</i>	12,2%	11,6%	
Free-Cashflow	-18,20	9,18	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Spürbarer Kostenanstieg

Im Einklang mit der Wachstumsstrategie hat Noratis den Personalbestand weiter auf 68 ausgebaut (Vorjahr: 63). Dadurch und durch die höheren ergebnisabhängigen Gehaltsbestandteile für 2021 legte der Personalaufwand deutlich, um 22 Prozent, auf 3,3 Mio. Euro zu. Auch der sonstige betriebliche Aufwand (+40 Prozent auf 1,9 Mio. Euro) hat sich deutlich erhöht, was Noratis mit der Risikovorsorge für Mietausfälle, mit gestiegenen Reisekosten und mit IT-Aufwendungen begründet.

EBIT rückläufig, EBT höher

Aus dem rückläufigen Rohertrag und den höheren Kosten resultierte ein EBIT-Rückgang um knapp 11

Prozent auf 11,9 Mio. Euro. Dass das EBT dennoch um 10 Prozent auf 11,2 Mio. Euro gesteigert werden konnte, war einem hohen Buchgewinn aus der Höherbewertung von Zinssicherungsgeschäften zu verdanken. Dieser belief sich im ersten Halbjahr auf 3,7 Mio. Euro und sorgte dafür, dass das Finanzergebnis trotz des um 41 Prozent auf 4,3 Mio. Euro erhöhten Zinsaufwands von -3,1 Mio. Euro im Vorjahr auf -0,6 Mio. Euro im Berichtszeitraum verbessert wurde. Unter dem Strich hat Noratis im ersten Halbjahr 7,9 Mio. Euro verdient, knapp 9 Prozent mehr als vor einem Jahr.

Vorratsvermögen niedriger

Anders als im Vorjahr, als das Portfoliowachstum trotz der hohen Verkäufe fortgesetzt werden konnte, war die Nettoveränderung des Immobilienvermögens im ersten Halbjahr 2022 negativ. Zahlenmäßig wurde der Immobilienstand zwar durch den Kauf von 286 Einheiten (beim Verkauf von 268 Einheiten) minimal auf 4.230 Einheiten erhöht, doch wertmäßig hat sich das Immobilienvermögen in den ersten sechs Monaten um 12,4 Mio. Euro auf 422,0 Mio. Euro ermäßigt. Hiervon entfallen unverändert 10,2 Mio. Euro auf das Bestandportfolio und der Rest auf das Vorratsvermögen. Allerdings stellt der Rückgang nur eine Momentaufnahme dar, weil Noratis nach dem Halbjahresstichtag den Ankauf weiterer 124 Einheiten in Kamp-Lintfort, Essen und Remscheid gemeldet hat. Da weitere Verkäufe für 2022 nicht geplant sind, dürfte schon damit ein Nettowachstum des Portfolios erreicht worden sein. Darüber hinaus sind noch weitere Ankäufe geplant und angekündigt, doch insgesamt wird das Tempo des Portfoliowachstums 2022 unter dem Niveau des Vorjahrs bleiben, was Noratis auch mit der Verunsicherung am Markt begründet. Auch will Noratis selbst etwas abwarten, ob sich aus den veränderten Rahmenbedingungen in den kommenden Monaten noch opportunistische Kaufgelegenheiten ergeben könnten, wenn andere institutionelle Wohnungsinvestoren zu Verkäufen gezwungen sein sollten.

Hoher Cashflow-Überschuss

Der stichtagsbezogene Abbau des Vorratsvermögens hat sich positiv in der Cashflow-Rechnung niederge-

schlagen. Haben die Ankäufe im Vorjahr noch für einen Mittelabfluss von 30,6 Mio. Euro gesorgt, war der Cash-Beitrag der Veränderung des Vorratsvermögens diesmal mit 12,3 Mio. Euro klar positiv. Auch wenn auf der anderen Seite der Aufbau von Forderungen (-2,1 Mio. Euro, nach -0,3 Mio. Euro im Vorjahr) und der Abbau von Verbindlichkeiten (-12,8 Mio. Euro vor allem durch die Zahlung einer Kaufpreisverpflichtung für einen Ankauf; Vorjahr: +0,6 Mio. Euro) die Cashflow-Rechnung belasteten, ist der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit dadurch von -18,1 Mio. Euro auf +9,2 Mio. Euro deutlich ins Plus gedreht. Bei einem vernachlässigbaren Investitions-Cashflow in Höhe von -23 Tsd. Euro war der Free-Cashflow wie im Vorjahr nahezu identisch mit dem operativen Cashflow und damit klar positiv.

Liquidität erhöht

Da sich die Kredittilgung und die Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten die Waage hielten, war der Finanzierungs-Cashflow vor allem von den Auszahlungen für Zinsen (-2,4 Mio. Euro), die Dividende (-2,7 Mio. Euro) und für den Kauf weiterer Zinssicherungen (-1,3 Mio. Euro) geprägt und summierte sich auf -6,7 Mio. Euro. Kumuliert hat sich die Liquidität dadurch um 2,5 auf 11,2 Mio. Euro erhöht. Damit war die Liquidität zum 30. Juni die zweitgrößte Aktivposition der Bilanz, noch vor den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (10,2 Mio. Euro). Prägend für die Aktivseite ist aber weiterhin das Vorratsvermögen, das zum Halbjahresstichtag fast 93 Prozent der Bilanzsumme von 443,7 Mio. Euro ausmachte.

Eigenkapitalquote leicht verbessert

Auf der Passivseite hat sich das Eigenkapital durch den Halbjahresgewinn um 5,3 Mio. Euro auf 86,6 Mio. Euro erhöht, was in Relation zu der leicht reduzierten Bilanzsumme einer von 18,2 auf 19,5 Prozent verbesserten Eigenkapitalquote entspricht. Die Finanzschulden (Bankkredite und Anleihe) summierten sich auf 347,8 Mio. Euro bzw. 78 Prozent der Bilanzsumme. Dabei hat es allerdings eine deutliche Verschiebung zwischen kurzfristigen und langfristigen Finanzverbindlichkeiten gegeben. Hatten die ersteren zum Jahreswechsel noch ein Viertel des Gesamtvolumens ausgemacht, ist ihr Anteil zur Jahresmitte durch Umfi-

nanzierung und Tilgung auf lediglich 2 Prozent gesunken.

Hohe stille Reserven

Die bilanzielle Eigenkapitalquote lässt aber außer Acht, dass Noratis den Großteil des Immobilienvermögens im Vorratsvermögen zu fortgeführten Anschaffungskosten und nicht zu Marktwerten bilanziert. Die daraus resultierenden stillen Reserven betragen zur Jahresmitte 79,9 Mio. Euro, woraus sich nach Steuern ein Eigenkapital von 144,6 Mio. Euro bzw. eine Eigenkapitalquote von 27,6 Prozent ergibt. Je Aktie lag der NAV somit bei 30,02 Euro und damit nahezu unverändert gegenüber dem Wert Anfang des Jahres (30,16 Euro).

Prognose bestätigt

Das erste Halbjahr verlief für Noratis plangemäß. Auf dieser Basis hat das Unternehmen die bisherige Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, die ein zweistelliges Wachstum von EBIT und EBT vorsieht. Hierzu sollen auch positive Bewertungseffekte aus der Umgliederung von Teilen des Immobilienvermögens ins Anlagevermögen beitragen, wobei der Effekt über dem Niveau des letzten Jahres liegen dürfte. Die diesbezügliche Zuversicht begründet das Unternehmen auf Nachfrage mit den bisher gewählten konservativen Wertansätzen, die einen großen Puffer nach unten und ausreichende Spielräume nach oben bieten. Allerdings hat Noratis den Ausblick mit dem einschränkenden Hinweis versehen, dass der Krieg in der Ukraine nicht eskaliert, die Preissteigerungen bei den Energiekosten größtenteils abgedeckt werden können und sich das Zinsniveau nicht weiter deutlich verschlechtert. Darüber hinaus hat das Unternehmen angekündigt, das Portfoliowachstum im laufenden Jahr fortzusetzen, wenn auch nicht in dem Tempo der Vorjahre.

Schätzungen nur geringfügig verändert

Die schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen haben wir bereits in unserer Studie vom 20. September in unseren Schätzungen berücksichtigt. Demgegenüber hat sich aus dem Halbjahresjahresbericht, der weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen ausge-

fallen ist, nur moderater Anpassungsbedarf ergeben. So haben wir den für dieses Jahr erwarteten Umsatz minimal angehoben (statt 82,6 Mio. Euro nun 82,8 Mio. Euro), weil die Verkaufserlöse der ersten sechs Monate schon über unserer Schätzung für das Gesamtjahr lagen. Auf der anderen Seite haben wir die Ansätze für den Personalaufwand und die SBA, die beide im ersten Halbjahr über unseren Schätzungen lagen, entsprechend angehoben. Dadurch hat sich die EBIT-Schätzung für 2022 von zuvor 21,7 auf nun 20,5 Mio. Euro ermäßigt, was aber auf der Ebene des EBT und des Nettoergebnisses durch den hohen (aber zunächst Cash-unwirksamen) Ergebnisbeitrag der Zinssicherungsgeschäfte teilweise kompensiert wurde. Daher kalkulieren wir nun mit einem Vorsteuerergebnis von 15,9 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss 12,9 Mio. Euro (bisher: 16,4 resp. 13,3 Mio. Euro).

Entwicklungspfad unverändert

Bis auf die Änderungen, die sich aus den Anpassungen in 2022 ergeben, sind die Schätzungen für die Folgejahre unverändert geblieben. Die zentrale Annahme ist weiterhin die Erwartung des fortgesetzten Portfoliowachstums, der Schätzwert für das Immobilienvermögen am Ende des detaillierten Prognosezeitraums (2029) liegt unverändert bei rund 710 Mio. Euro. Auch der daraus resultierende Zielumsatz für 2029 und die Ziel-EBIT-Marge liegen nahezu unverändert bei 152 Mio. Euro bzw. bei 24 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 nächsten Seite zusammen, weitere Details sind 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 21,5 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 (24,7 Prozent) liegt, was wir als ausreichend vorsichtig erachten. Unverändert haben wir auch den Diskontierungszinssatz gelassen. Die aus

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	82,8	88,7	106,1	117,6	128,8	137,8	145,5	152,2
Umsatzwachstum		7,2%	19,6%	10,8%	9,6%	7,0%	5,6%	4,6%
EBIT-Marge	24,8%	23,8%	24,4%	24,4%	24,2%	24,0%	24,1%	24,0%
EBIT*	20,5	21,1	25,9	28,7	31,1	33,1	35,0	36,5
Steuersatz	19,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,9	6,1	7,5	8,3	9,0	9,6	10,2	10,6
NOPAT	16,6	15,0	18,4	20,3	22,1	23,5	24,9	25,9
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,2	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	-9,5	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0
Operativer Brutto Cashflow	7,4	16,8	20,2	22,2	24,0	25,5	27,0	28,1
- Zunahme Net Working Capital	-47,8	-45,8	-34,6	-31,8	-31,0	-29,8	-28,3	-26,3
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	-40,6	-29,1	-14,5	-9,8	-7,1	-4,5	-1,4	1,6

SMC Schätzmodell

**2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne*

unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 4,0 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 7,9 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 1,5 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,1), FK-Kosten von 3,85 Prozent, ein Ziel-FK-Anteil von 75 Prozent und ein Steuersatz für den Tax-Shield in Höhe von 29,0 Prozent zugrunde liegen

Kursziel: 23,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 124,4 Mio. Euro bzw. 23,34 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel

von 23,30 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse dazu findet sich im Anhang). Wie schon bisher, beruht unser Kursziel auf der Annahme einer Aktienzahl von knapp 5,3 Mio., in der bereits pauschal eine weitere kleine Kapitalerhöhung als nächste Tranche aus der bestehenden 50-Mio.-Euro-Zusage des Großaktionärs Merz unterstellt ist. Auch dadurch liegt unser Kursziel unter dem NAV, was aber vor allem unsere vorsichtige Vorgehensweise unterstreicht. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognose-risikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter vier von sechs möglichen Punkten.

Fazit

Noratis hat für das erste Halbjahr gute Zahlen gemeldet. Bei einem Umsatzwachstum um 14 Prozent auf 68,1 Mio. Euro, in das sowohl ein Anstieg der Verkaufserlöse um 9 Prozent als auch eine deutliche Ausweitung der Mietumsätze (+37 Prozent) eingeflossen sind, ging das EBIT zwar zurück, doch das Vorsteuerergebnis und der Nettoüberschuss wurden um jeweils fast 10 Prozent auf 11,2 resp. 7,9 Mio. Euro verbessert.

Einen hohen Überschuss gab es auch beim Cashflow, was sich allerdings im weiteren Jahresverlauf im Zuge des angekündigten Portfoliowachstums wieder ändern dürfte. Diesbezüglich konnte Noratis nach dem Halbjahresstichtag bereits zwei weitere Transaktionen melden und will den Ankaufprozess fortsetzen, wenn auch mit einem im Vorjahresvergleich reduzierten Tempo. Damit will sich das Unternehmen einen größeren Spielraum lassen, um von Einkaufsoportunitäten, die sich wegen der verschlechterten Marktbedingungen in den kommenden Monaten ergeben könnten, zu profitieren.

Noratis selbst ist natürlich auch von dem rauerem Umfeld betroffen, insbesondere von dem Zinsanstieg geht ein negativer Effekt für die Profitabilität aus. Auch die steigenden Bewirtschaftungskosten und die Gefahr höherer Mietausfälle wirken sich belastend aus. Das strategische Ziel, die Fixkosten allein aus dem Vermietungsergebnis zu decken, dem das Unternehmen in den letzten Jahren schrittweise nähergekommen war, ist nun wieder in weitere Ferne gerückt. Allerdings

dürfte dies nur temporär sein. Angesichts der hohen Inflationsraten und der vergleichsweise niedrigen Mieten im Noratis-Portfolio dürfte das Unternehmen gut in der Lage sein, die bisherige Profitabilität über schrittweise Mietsteigerungen wieder herzustellen, was wir auch so in unserem Modell angenommen haben.

Auch sonst scheint Noratis weiterhin ausreichend solide positioniert, um in dem schwieriger gewordenen Umfeld weiter erfolgreich zu bleiben. Die diesjährige Prognose dürfte durch die Halbjahreszahlen, mit denen vor allem schon das angestrebte Verkaufsergebnis eingefahren wurde, bereits gut abgesichert sein. Ein Unsicherheitsfaktor bildet die Höhe des Bewertungsergebnisses, welches aber für unser Cash-basiertes Modell nicht relevant ist.

Nach der Aktualisierung unserer Schätzungen an die veränderten Rahmenbedingungen in der Studie im September haben wir nun nur noch geringfügige Anpassungen an dem Modell vorgenommen und sehen den fairen Wert weiter bei 23,30 Euro je Aktie. Dass wir damit deutlich unter dem NAV (30,02 Euro) liegen, unterstreicht den vorsichtigen Charakter unserer Schätzungen. Gleichwohl sehen wir auf dieser Basis für die Noratis-Aktie ein hohes Kurspotenzial von rund 70 Prozent, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bekräftigen.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf gebrauchte Wohnimmobilien adressiert Noratis einen attraktiven Markt, der sich durch einen merklichen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Ausbalanciertes Geschäftsmodell mit einem Chance-Risiko-Profil zwischen der reinen Projektentwicklung und der Bestandshaltung.
- Überzeugender Track-Record mit starkem Wachstum und sehr hoher Profitabilität.
- Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik.
- Ausgeprägte Kontinuität im Management und ein auf Stabilität, Risikoreduktion und Nachhaltigkeit bedachtes Geschäftsgebaren.
- Engagement des Großaktionärs sichert die Wachstumspläne ab und sorgt für ein Sicherheitspolster.

Chancen

- Durch das letztjährige Portfoliowachstum ist ein starker Anstieg der Mieterträge in 2022 absehbar. Gleichzeitig ist auch schon die diesjährige Verkaufsplanung umgesetzt, was für eine gute Umsatzvisibilität in diesem Jahr sorgt.
- Das plangemäß auch 2022 und in den Folgejahren fortgesetzte Portfoliowachstum bietet eine gute Basis für künftige Verkaufserlöse.
- Weiteres Wachstum dürfte mit Skaleneffekten vor allem im Personalbereich einhergehen und eine margenorientierte Optimierung der Verkaufspolitik ermöglichen.
- Ein vergrößertes Portfolio könnte für eine Verstärkung der Einnahmen und für einen höheren Kostendeckungsgrad durch Mieterlöse sorgen und somit das Risikoprofil weiter verbessern.
- Das schwierige Umfeld könnte für attraktive Ankaufopportunitäten sorgen.

Schwächen

- Noch sind die Umsätze und Erträge trotz des Wachstums der Mieterträge hochgradig von einzelnen Blockverkäufen abhängig und deswegen eratisch und schwer vorhersehbar.
- Durch die ausschließliche Fokussierung auf Deutschland besteht keine Diversifikation im Hinblick auf die Marktentwicklung und insbesondere auf die Regulierung.
- Die Aufrechterhaltung des hohen Margenniveaus bei Verkäufen erfordert, dass es Noratis weiterhin gelingt, die Wohnungen teilweise deutlich oberhalb der Buchwerte zu veräußern.
- Wegen der hohen Kapitalintensität in Verbindung mit der hohen Ausschüttungsquote erfordert das fortgesetzte Portfoliowachstum den Zugriff auf externe Finanzierungsquellen.

Risiken

- Die Kaufnachfrage nach Wohnungen ist stark zinsensibel. Ein spürbarer Zinsanstieg dürfte sich nachfragedämpfend auswirken.
- Die Energiekrise könnte viele Haushalte überfordern und zu Mietausfällen führen.
- Vor allem im Bereich der Bestandshaltung dürften die stark steigenden Zinsen die Profitabilität solange belasten, bis eine adäquate Mietanpassung erfolgt ist.
- Das Potenzial für weitere Bewertungsgewinne wird durch den Zinsanstieg geschmälert, auch Bewertungsverluste sind nicht ausgeschlossen.
- Kurzfristig könnten die Lieferengpässe im Baubereich die Modernisierungsmaßnahmen im Bestand verzögern und verteuern.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	12,0	47,3	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2	47,2
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	10,2	45,7	45,7	45,7	45,7	45,7	45,7	45,7	45,7
II. UV Summe	434,6	450,9	491,2	529,6	558,8	593,4	622,7	651,9	680,3
1. Vorratsvermögen	424,2	441,6	486,9	521,0	552,3	582,6	611,8	639,3	664,9
PASSIVA	434,4	487,3							710,6
I. Eigenkapital	81,3	91,5	104,8	135,9	142,9	150,0	156,8	163,2	168,9
II. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	258,4	290,5	308,6	312,2	326,5	344,3	358,5	378,5	398,5
2. Kurzfristiges FK	106,6	115,9	124,9	128,5	136,4	146,0	154,4	157,1	159,9
BILANZSUMME	446,6	498,2	538,5	576,8	606,0	640,6	669,9	699,0	727,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	73,6	82,8	88,7	106,1	117,6	128,8	137,8	145,5	152,2
Rohertrag	24,0	24,4	30,1	35,1	38,2	41,2	43,6	46,0	48,0
EBITDA	16,3	15,3	21,4	26,1	28,8	31,3	33,3	35,2	36,6
EBIT*	19,4	20,5	21,1	25,9	28,7	31,1	33,1	35,0	36,5
EBT*	13,4	15,9	10,5	13,5	15,0	15,7	15,6	15,4	14,7
JÜ (vor Ant. Dritter)*	9,5	12,9	7,5	9,6	10,7	11,1	11,0	11,0	10,5
JÜ*	9,5	12,9	7,5	9,6	10,7	11,1	11,0	11,0	10,5
EPS*	1,97	2,42	1,40	1,80	2,00	2,09	2,07	2,05	1,96

*2021 und 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-70,1	-33,1	-27,4	-12,4	-7,3	-4,2	-1,0	2,5	6,1
CF aus Investition	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	47,9	31,2	21,7	15,8	4,3	7,3	0,0	-2,2	-4,5
Liquidität Jahresanfa.	31,0	8,7	6,8	0,9	4,1	0,9	3,8	2,7	2,8
Liquidität Jahresende	8,7	6,8	0,9	4,1	0,9	3,8	2,7	2,8	4,2

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	156,4%	12,4%	7,2%	19,6%	10,8%	9,6%	7,0%	5,6%	4,6%
Rohermargemarge	32,6%	29,5%	34,0%	33,1%	32,5%	31,9%	31,6%	31,6%	31,6%
EBITDA-Marge	22,1%	18,4%	24,1%	24,6%	24,5%	24,3%	24,1%	24,2%	24,1%
EBIT-Marge	26,3%	24,8%	23,8%	24,4%	24,4%	24,2%	24,0%	24,1%	24,0%
EBT-Marge	18,2%	19,2%	11,9%	12,7%	12,8%	12,2%	11,3%	10,6%	9,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	12,9%	15,6%	8,4%	9,0%	9,1%	8,7%	8,0%	7,5%	6,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,0%	246,95	140,97	86,43	53,19	30,82
3,5%	133,35	80,69	48,60	27,00	11,47
4,0%	75,18	44,20	23,34	8,34	-
4,5%	39,97	19,82	5,33	-	-
5,0%	16,44	2,44	-	-	-

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 06.10.2022 um 12:17 Uhr fertiggestellt und am 06.10.2022 um 12:30 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
20.09.2022	Buy	23,30 Euro	1), 3), 4)
17.05.2022	Buy	29,20 Euro	1), 3), 4), 10)
11.02.2022	Buy	30,40 Euro	1), 3), 10)
04.02.2022	Buy	30,40 Euro	1), 3), 4), 10)
08.10.2021	Buy	30,80 Euro	1), 3), 5), 10)
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)

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.