03. Mai 2023
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials (2018) | Platz 2 German Software & IT (2018) | Platz 1 German Software & IT (2017)
Mehrfacher Gewinner der renommierten Refinitiv Analyst Awards

Noratis AG

Sehr hoher Bewertungsabschlag nicht gerechtfertigt

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 10,50 € | **Kursziel:** 20,00 € (zuvor: 23,30 €)

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!

Aktuelle Entwicklung

Stammdaten

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	ca. 65
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4MK4
Ticker:	NUVA:GR
Kurs:	10,50 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	4,82 Mio. Stück
Market-Cap:	56,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	393,0 Mio. Euro
Free Float:	45,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	20,20 / 9,10 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	25,4 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	85,6	56,3	97,6
EBIT (Mio. Euro)*	12,5	10,3	20,0
Jahresüberschuss*	8,3	-4,7	4,2
EpS*	1,73	-0,89	0,79
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	16,3%	-34,3%	73,4%
Gewinnwachstum	-12,2%	-	-
KUV	0,65	0,99	0,57
KGV	6,7	-	13,3
EV / EBIT	31,4	38,1	19,6
Dividendenrendite	5,2%	0,0%	2,4%

** 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne*

Ergebnisrückgang statt -wachstum

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Noratis im letzten Jahr ein EBIT von 12,5 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 12,0 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss von 8,3 Mio. Euro erzielt. Damit wurde, wie bereits per Ad-hoc-Meldung vom 3. April mitgeteilt, die eigene Zielsetzung, das EBIT und das EBT deutlich zu steigern, ebenso verfehlt wie unsere Schätzungen, die von einem Anstieg des EBIT auf 20,5 Mio. Euro und des EBT auf 15,9 Mio. Euro ausgingen. Stattdessen ist das EBIT um mehr als ein Drittel zurückgegangen. Das Vorsteuerergebnis, dessen Rückgang durch hohe Erträge aus der Marktbewertung von Derivaten (Zinssicherungsgeschäften) im hohen siebenstelligen Volumen gedämpft wurde, sank hingegen lediglich um 11 Prozent. Da auch das laufende Jahr mit Herausforderungen einhergeht (siehe unten), hat Noratis angekündigt, für 2022 keine Dividende auszahlen zu wollen.

Verzicht auf Hebung stiller Reserven

Ein Grund für das Verfehlen der Gewinnziele war der Verzicht auf die ursprünglich fest eingeplante Umbuchung eines weiteren Teils des Immobilienvermögens ins Anlagevermögen, was mit der Hebung der stillen Reserven einhergegangen wäre. Das Unternehmen begründet diesen Schritt mit dem Wunsch, im aktuellen Umfeld keine zusätzlichen Bewertungsrisiken in die Bilanz aufnehmen zu wollen. Anhand des Marktwerts des Portfolios wäre ein solcher Schritt zum 31. Dezember problemlos möglich gewesen, hat die externe Begutachtung der Noratis-Immobilien doch stille Reserven in Höhe von 71 Mio. Euro ermittelt. Insgesamt wurde der Marktwert des Portfolios im Zuge der Begutachtung um weniger als 1 Prozent auf rund 525 Mio. Euro abgesenkt. Dieses angesichts des drastischen Zinsanstiegs und der hohen Wertkorrekturen bei einigen anderen Immobilienunternehmen doch sehr moderate Ausmaß begründet Noratis auf Nachfrage mit den im letzten Jahr erzielten Erfolgen in der Vermietung, der anhaltend hohen Nachfrage nach

den Wohnungen, die sich in spürbar steigenden Mieten bei Neuvermietungen bemerkbar macht, und mit den umgesetzten Asset-Management-Maßnahmen zur Aufwertung der Objekte. Da ein Teil der Wertkorrektur die 2021 ins Anlagevermögen umgebuchten Immobilien betraf, und da bei einem Teil der abgewerteten Vorratsimmobilien das Niederstwertprinzip anzuwenden war, hat die Anpassung des Marktwertes des Portfolios, so niedrig sie insgesamt auch ausgefallen war, nach Unternehmensangaben gleichwohl signifikante Spuren in der letztjährigen GuV hinterlassen.

Hohe Instandhaltungskosten

Darüber hinaus haben letztes Jahr auch hohe Instandhaltungskosten sowie die höheren nicht umlagefähigen Betriebskosten die Profitabilität belastet. Die Marge in der Vermietung (als Quotient aus dem Vermietungsergebnis und dem Vermietungsumsatz) war bereits im ersten Halbjahr im Vorjahresvergleich um 8 Prozentpunkte auf 51 Prozent gesunken und dürfte sich im zweiten Halbjahr weiter reduziert haben.

Portfolioaufbau fortgesetzt

Während der Halbjahresbericht noch einen leichten Rückgang des bilanziellen Immobilienvermögens gezeigt hatte, haben vor allem zwei größere Zukäufe im zweiten Halbjahr dafür gesorgt, dass auch 2022 das Wachstum des Portfolios fortgesetzt werden konnte. Nach dem Zukauf von insgesamt 615 und dem Verkauf von 279 Einheiten umfasste das Portfolio Ende 2022 4.548 Einheiten und damit 336 mehr als ein Jahr zuvor. Der Buchwert des Portfolios hat sich gleichzeitig von 428 auf 454 Mio. Euro (jeweils ohne Nutzungsrechte und geleistete Anzahlungen) erhöht.

Negatives EBT für 2023 erwartet

Grundsätzlich will Noratis auch im laufenden Jahr weitere Immobilen erwerben und das Portfolio vergrößern. Allerdings will man hierbei vorsichtig vorgehen und abwarten, inwiefern die Marktverwerfungen für Einkaufsopportunitäten sorgen. Von den schwierigen Marktbedingungen sieht sich auch Noratis betroffen, wobei der Vorstand insbesondere die gestiegenen Marktzinsen und die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Heizungspolitik als zentrale Belastungsfaktoren für Investitionen in Immobilien und somit auch für den Transaktionsmarkt sieht. Fundamental ist das Geschäft hingegen weiter in guter Verfassung. Die Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum ist hoch und dürfte es angesichts der Zuwanderung auch bleiben, während die Vollbremsung im Wohnungsbau eine rasche Angebotsausweitung unrealistisch erscheinen lässt. Gleichwohl rechnet Noratis für dieses Jahr mit einem negativen Vorsteuerergebnis und führt hierfür als Begründung die erhöhten Zinsen einerseits und die nicht-liquiditätswirksame laufzeitbedingte Veränderung der Marktwerte der Zinssicherungsgeschäfte anderseits an.

Erste Blockverkäufe gelungen

Das Ausmaß des erwarteten EBT-Verlustes wurde nicht genannt, was auch damit zu tun hat, dass es vom Umfang der noch realisierbaren Verkäufe abhängen wird. Im Februar ist Noratis bereits ein Blockverkauf gelungen, in dessen Rahmen 129 Wohnungen mit einer Wohnfläche von rund 9.000 qm in Celle veräußert wurden. Einzelheiten zum Preis wurden nicht veröffentlicht, doch angesichts der langen Verweildauer der Objekte im Noratis-Portfolio (Ankäufe waren 2018 und 2019) und der umfassenden Modernisierungsmaßnahmen, die dort in den letzten Jahren umgesetzt worden waren, ist von einer guten Verkaufsmarge auszugehen, was Noratis auf Nachfrage auch bestätigt.

Gutes Vermietungsgeschäft

Ebenfalls noch nicht absehbar ist, in welchem Umfang die Nebenkostenabrechnung für 2022 zu Forderungsausfällen führen könnten. Bisher haben sich die diesbezüglichen Sorgen größtenteils als übertrieben erwiesen. Bezüglich der Mietausfälle berichtet Noratis auf Nachfrage von einer geringen Quote von unter 2 Prozent, auch habe man zumindest für einen Teil der erwarteten Nebenkostenerhöhung bereits frühzeitig die Abschläge erhöhen können, was auch von meisten Mietern akzeptiert wurde. Auch haben die staatlichen Preisbremsen die Dramatik etwas entschärft. Auf der anderen Seite ist es Noratis nach eigener Aussage gelungen, moderate Mieterhöhungen durchzusetzen.

Dies gilt nicht nur, aber insbesondere bei Neuvermietungen, mit denen sich das Unternehmen im Durchschnitt des Portfolios sehr zufrieden zeigt.

Stabile Finanzierungssituation

Entspannt zeigt sich Noratis auch in Bezug auf die aktuelle Finanzierungssituation. Die Refinanzierung der auslaufenden Kredite ist nach Unternehmensangaben weiterhin problemlos möglich. Durch das höhere Zinsniveau sind die zu zahlenden Zinsen zwar deutlich gestiegen, doch darüber hinaus verzeichnet Noratis nach eigenen Angaben keinerlei erhöhte Risikoaufschläge seitens der Banken. Allerdings beschränkt das Management diese Aussage auf die Refinanzierung auslaufender Kredite, weil hinsichtlich der Finanzierung größerer Ankäufe derzeit die Erfahrungswerte fehlen.

Umsatzschätzungen angepasst

Wir haben auf die vorläufigen Zahlen für 2022, die Prognose eines negativen Ergebnisses in 2023 und auf die herausfordernden Rahmenbedingungen, die vor allem die Verkaufsaktivtäten hemmen, mit einer deutlichen Anpassung unserer Schätzungen reagiert. Insbesondere haben wir die Erwartung der Verkaufserlöse im laufenden Jahr reduziert, da sich der Transaktionsmarkt noch immer in Schockstarre zu befinden scheint. Noratis konnte zwar im Februar bereits ein größeres Portfolio mit einem soliden Gewinn verkaufen und zeigt sich zuversichtlich, im weiteren Jahresverlauf noch andere Verkäufe tätigen zu können, doch unsere bisherige Schätzung, die auf Basis der Annahme einer rascheren Markterholung einen moderaten Anstieg der Verkaufserlöse gegenüber 2022 implizierte, dürfte inzwischen zu optimistisch sein. Stattdessen haben wir nun bewusst einen sehr vorsichtigen Ansatz gewählt und einen kräftigen Rückgang der Verkaufserlöse auf 24 Mio. Euro modelliert, wovon der größte Teil bereits mit dem Verkauf in Celle realisiert worden ist. Dafür haben wir für 2024 eine sehr starke Aufholbewegung mit einem Sprung der Verkaufserlöse auf über 60 Mio. Euro angenommen. Zusammen mit den Mieterlösen, die sich 2022 in etwa im Rahmen unserer Erwartungen entwickelt und deren Schätzung wir deswegen weitegehend unverändert gelassen haben, ergibt das für 2023 und 2024 eine Umsatzerwartung von 56,3 und 97,6 Mio. Euro (bisher: 88,7 resp. 106,1 Mio. Euro). Anschließend gehen wir in unserem Modell, wie bisher, von kontinuierlich ansteigenden Erlösen aus. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2030 liegt der Zielumsatz nun bei 165 Mio. Euro (bisher: 152 Mio. Euro im Jahr 2029).

Höheres Potenzial für Mietsteigerungen

Eine weitereichende Änderung haben wir bei der Vermietungsmarge vorgenommen, wo wir angesichts der Aussagen des Managements über die Fortschritte bei der Anpassung der Kaltmieten an das neue Kostenniveau einen Teil der Absenkung, die wir im Herbst aus Vorsicht vorgenommen hatten, nun wieder revidiert haben. Gleichwohl kalkulieren wir für die Zukunft in der Vermietung mit einer Profitabilität spürbar unter dem Niveau der vergangenen Jahre – angesichts der anhaltenden Wohnraumknappheit sicherlich eine ausgesprochen vorsichtige Vorgehensweise. Dass sich die EBIT-Marge für die nächsten Jahre dennoch reduziert hat, liegt an der Verschiebung im Umsatzmix. Dementsprechend kalkulieren wir für 2030 mit einer EBIT-Marge von 22,1 Prozent (bisher: 24,0 Prozent im Jahr 2029).

Negatives Ergebnis in 2023

Für 2023 rechnen wir mit einer EBIT-Marge von 18,3 Prozent, die somit wegen der reduzierten Umsatzschätzung um 5,5 Prozentpunkte unter dem bisherigen Schätzwert liegt. In absoluten Zahlen korrespondiert dies mit einer EBIT-Erwartung von 10,3 Mio. Euro, rund 2 Mio. Euro weniger als 2022 und ganze 11 Mio. Euro weniger als bislang geschätzt. Wie bisher, enthält das EBIT für 2023 keine Bewertungseffekte. Wir sehen diesmal mehr Abwertungsrisiken als Aufwertungschancen, doch in beiden Fällen spielt dies für unser Cashflow-basiertes Modell keine Rolle. Die grundsätzliche Gefahr eines Abwärtsdrucks auf die Immobilienpreise sehen wir in unserem Modell durch Verkaufsrenditen, die teilweise weit unter dem früheren Niveau angesetzt wurden, als ausreichend berücksichtigt an. Der erwartete EBIT-Überschuss wird dieses Jahr nicht ausreichen, um die erhöhten Zinskosten sowie die zu erwartende – nicht-liquidi-

tätswirksame – Ergebnisbelastung aus der Zeitwertanpassung der Zinssicherungsinstrumente zu kompensieren, weswegen wir auf der Vorsteuerebene mit einem negativen Ergebnis von -4,7 Mio. Euro rechnen.

Portfoliowachstum pausiert 2023

Wie bei den Verkäufen, so haben wir auch die Schätzung der diesjährigen Zukäufe nun deutlich zurückhaltender modelliert. Noratis zeigt sich zwar weiter gewillt, das Portfolio zu vergrößern, erwartet diesbezüglich im aktuellen Umfeld gute Gelegenheiten und verfügt aufgrund der Eigenkapitalzusage des Großaktionärs Merz auch über die dafür erforderlichen Kapitalreserven, doch gleichzeitig will das Management auch die Risikoposition nicht spürbar erhöhen, bis eine Normalisierung des Marktes absehbar ist. Da wir diese auf der Verkaufsseite nun für 2024 unterstellt haben, lassen wir analog dazu auch die Ankaufsaktivitäten 2023 in unserem Modell weitgehend „pausieren" und 2024 deutlich an Dynamik gewinnen. Dementsprechend haben wir für 2023 ein in Summe unverändertes Vorratsvermögen unterstellt, das aber anschließend, wie bisher, stetig ausgeweitet wird. In Summe der Jahre bis Ende 2030 rechnen wir mit einem weiteren Portfoliowachstum um rund 60 Prozent auf über 730 Mio. Euro.

Terminal Value

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 unten zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir anfänglich mit dessen Zielmarge (22,1 Prozent) und, hiervon ausgehend, mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Obwohl wir damit auf den zuvor verwendeten Sicherheitsabschlag (10 Prozent) auf die Ziel-EBIT-Marge verzichten, legen wir der Ermittlung des Terminal Value somit weiterhin eine EBIT-Marge zugrunde, die unterhalb des Durchschnittswertes der letzten sieben Geschäftsjahre (23,3 Prozent) liegt, was wir als ausreichend vorsichtig erachten.

Diskontierungssatz erhöht

Eine spürbare Änderung haben wir beim Diskontierungszins vorgenommen. Und zwar haben wir zur Berücksichtigung des deutlichen Anstiegs der Marktzinsen den unterstellten sicheren Zins, für dessen Bestimmung wir uns an der deutschen Umlaufrendite orientieren, in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Pro-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	56,3	97,6	118,8	131,5	141,8	150,1	157,8	165,4
Umsatzwachstum		73,4%	21,7%	10,7%	7,9%	5,9%	5,1%	4,8%
EBIT-Marge	18,3%	20,5%	21,1%	21,4%	21,6%	21,9%	22,0%	22,1%
EBIT	**10,3**	**20,0**	**25,1**	**28,1**	**30,6**	**32,9**	**34,8**	**36,5**
Steuersatz	0,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	5,8	7,3	8,2	8,9	9,5	10,1	10,6
NOPAT	**10,3**	**14,2**	**17,8**	**20,0**	**21,7**	**23,4**	**24,7**	**25,9**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,2	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	4,3	3,8	2,9	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2
Operativer Brutto Cashflow	14,8	18,2	20,9	21,8	23,7	25,5	26,9	28,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-45,5	-45,2	-43,9	-41,6	-38,2	-33,9	-28,6
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	**14,4**	**-27,5**	**-24,5**	**-22,2**	**-18,0**	**-12,9**	**-7,1**	**-0,5**

SMC Schätzmodell

zent angehoben. Dadurch haben sich bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,1) die Eigenkapitalkosten auf 8,9 Prozent erhöht. In Verbindung mit einem ebenfalls gestiegenen FK-Zins (von 3,85 auf 4,25 Prozent), einem leicht erhöhten FK-Anteil von 78,0 Prozent (zuvor: 75 Prozent) und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 29 Prozent resultiert daraus jetzt ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 4,3 Prozent (bisher: 4,0 Prozent).

Neues Kursziel: 20,00 Euro

Zusammen mit dem Roll-over-Effekt infolge der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2023 führen die angepassten Schätzungen und der erhöhte Diskontierungszinssatz zu einem niedrigeren fairen Wert von 107,8 Mio. Euro bzw. 20,22 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 20,00 Euro ableiten (bisher: 23,30 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter vier Punkte vergeben.

Fazit

Noratis musste 2022 dem deutlich schwierigeren Marktumfeld Tribut zollen und hat sowohl die eigenen Ziele als auch unsere Schätzungen deutlich verfehlt. Statt des angestrebten Gewinnwachstums musste ein Ergebnisrückgang hingenommen werden, der sich beim EBIT auf 35 Prozent und beim Vorsteuerergebnis auf 12 Prozent belief. Ursächlich dafür waren mehrere Gründe. Neben dem Verzicht auf die 2021 durchgeführte und ursprünglich auch für 2022 geplante Umgliederung eines Teils des Immobilienvermögens ins Anlagevermögen, womit ein Teil der stillen Reserven von 71 Mio. Euro hätte ertragswirksam realisiert werden können, gehörten dazu hohe Instandhaltungskosten, steigende nicht-umlagefähige Betriebskosten, negative Bewertungseffekte und – im EBT – höhere Zinskosten. Dass der Rückgang des Vorsteuerergebnisses dennoch deutlich schwächer ausfiel als der des EBIT, war hohen Erträgen aus der Marktwertanpassung von Zinssicherungsinstrumenten zu verdanken.

Doch dieser Effekt wird sich 2023 wegen der erforderlichen Zeitwertanpassung wieder teilweise umkehren, was zusammen mit den höheren Zinskosten für ein negatives Vorsteuerergebnis sorgen wird.

Nach unserer Einschätzung dürften auch die diesjährigen Verkäufe deutlich unter Vorjahr ausfallen, weil der Transaktionsmarkt sich noch immer in Schockstarre zu befinden scheint. Wir haben deswegen unsere Schätzungen der Verkäufe für 2023 deutlich reduziert, den erwarteten Umsatz abgesenkt und kalkulieren nun im Einklang mit der Gesellschaft mit einem negativen Ergebnis.

Da wir angesichts des anhaltenden und sich perspektivisch noch ausweitenden Mangels an günstigem Wohnraum das Geschäftsmodell von Noratis weiter als sehr attraktiv einschätzen, haben wir ab 2024 eine kräftige Erholung und anschließend die Wiederaufnahme des bisherigen Wachstumskurses modelliert.

Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert der Aktie trotz der an mehreren Stellen betont vorsichtigen Annahmen bei 20,00 Euro und damit weit oberhalb des aktuellen Kurses. Den Befund der deutlichen Unterbewertung stützt auch der Vergleich mit dem NAV, der zum Jahresende nach unseren überschlägigen Schätzungen bei knapp 30 Euro je Aktie gelegen haben dürfte. Damit wird Noratis derzeit bei rund einem Drittel ihres Substanzwertes gehandelt, was wir vor dem Hintergrund des überzeugenden Gesamtbildes ungeachtet aller aktuellen Unsicherheit für ungerechtfertigt halten. Unser Urteil lautet deswegen weiterhin „Buy“.

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.

Schwächen

- Noch sind die Umsätze und Erträge trotz des Wachstums der Mieterträge hochgradig von einzelnen Blockverkäufen abhängig und deswegen erratisch und schwer vorhersehbar.
- Im letzten Jahr wurden die Ziele und Erwartungen verfehlt, auch soll keine Dividende gezahlt werden. Letzteres dürfte auch nächstes Jahr der Fall sein, da Noratis für 2023 ein negatives Ergebnis erwartet.
- Durch die ausschließliche Fokussierung auf Deutschland besteht keine Diversifikation im Hinblick auf die Marktentwicklung und insbesondere auf die Regulierung.
- Wegen der hohen Kapitalintensität in Verbindung mit der hohen Ausschüttungsquote erfordert das fortgesetzte Portfoliowachstum den Zugriff auf externe Finanzierungsquellen.

Chancen

- Die Kombination aus hohen Zinsen und hohen Baukosten sorgt für eine massive Verteuerung von Neubauten, wodurch Bestandsimmobilien relativ an Attraktivität gewinnen.
- Der starke Inflationsschub und die hohe Zuwanderung treiben die Nachfrage nach günstigem Wohnraum.
- Weiteres Wachstum dürfte mit Skaleneffekten vor allem im Personalbereich einhergehen und eine margenorientierte Optimierung der Verkaufspolitik ermöglichen.
- Ein vergrößertes Portfolio könnte für eine Verstetigung der Einnahmen und für einen höheren Kostendeckungsgrad durch Mieterlöse sorgen und somit das Risikoprofil weiter verbessern.
- Das schwierige Umfeld könnte für attraktive Ankaufopportunitäten sorgen.

Risiken

- Die Kaufnachfrage nach Wohnungen ist stark zinssensibel. Ein weiterer Zinsanstieg dürfte sie weiter dämpfen.
- Auch wenn sich die schlimmsten Befürchtungen bisher nicht bewahrheitet haben, könnten die Energiekrise und die Inflation viele Haushalte überfordern und zu Mietausfällen führen.
- Vor allem im Bereich der Bestandshaltung wird der Zinsanstieg die Profitabilität solange belasten, bis eine adäquate Mietanpassung erfolgt ist.
- Das Potenzial für weitere Bewertungsgewinne wird durch den Zinsanstieg geschmälert, Bewertungsverluste sind nicht ausgeschlossen.
- Die „Heizungswende“ der Bundesregierung könnte die Attraktivität von Bestandsbauten massiv beeinträchtigen.
- Die interventionistische Wohnungspolitik könnte weiter intensiviert werden.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	11,4	11,3	11,3	11,2	11,2	11,3	11,3	11,3	11,3
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
II. UV Summe	462,2	471,2	509,7	554,5	594,9	635,3	675,5	710,2	739,2
1. Vorratsvermögen	450,6	450,6	495,7	540,3	583,5	624,3	661,8	694,9	722,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	87,0	79,0	108,2	114,5	122,6	130,5	138,0	144,9	150,9
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	276,3	276,3	279,8	304,5	325,5	346,4	367,2	392,2	412,2
2. Kurzfristiges FK	110,2	114,8	120,5	134,3	145,7	157,3	169,1	172,0	175,0
BILANZSUMME	**473,7**	**470,3**	**508,7**	**553,6**	**593,9**	**634,3**	**674,6**	**709,3**	**738,3**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	85,6	56,3	97,6	118,8	131,5	141,8	150,1	157,8	165,4
Rohertrag	24,5	21,3	31,2	36,6	40,2	43,3	46,2	48,8	51,2
EBITDA	13,2	10,5	20,2	25,2	28,3	30,7	33,1	35,0	36,7
EBIT*	12,5	10,3	20,0	25,1	28,1	30,6	32,9	34,8	36,5
EBT*	12,0	-4,7	5,9	10,8	13,5	13,8	13,7	13,0	12,3
JÜ (vor Ant. Dritter)*	8,3	-4,7	4,2	7,7	9,6	9,8	9,7	9,3	8,7
JÜ*	8,3	-4,7	4,2	7,7	9,6	9,8	9,7	9,3	8,7
EPS*	1,73	-0,89	0,79	1,43	1,80	1,83	1,82	1,74	1,63

** 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne*

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-10,7	8,1	-27,7	-23,6	-19,5	-14,8	-9,1	-2,7	4,6
CF aus Investition	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	11,2	0,4	20,4	22,8	15,5	13,1	10,5	2,8	-4,8
Liquidität Jahresanfa.	8,7	9,1	17,5	9,9	9,0	4,8	2,9	4,2	4,2
Liquidität Jahresende	9,1	17,5	9,9	9,0	4,8	2,9	4,2	4,2	3,8

Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,3%	-34,3%	73,4%	21,7%	10,7%	7,9%	5,9%	5,1%	4,8%
Rohertragsmarge	28,7%	37,8%	32,0%	30,8%	30,6%	30,5%	30,8%	30,9%	31,0%
EBITDA-Marge	15,4%	18,7%	20,7%	21,3%	21,5%	21,7%	22,0%	22,2%	22,2%
EBIT-Marge	14,6%	18,3%	20,5%	21,1%	21,4%	21,6%	21,9%	22,0%	22,1%
EBT-Marge	14,0%	-8,4%	6,1%	9,1%	10,3%	9,7%	9,1%	8,3%	7,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,7%	-8,4%	4,3%	6,4%	7,3%	6,9%	6,5%	5,9%	5,3%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
3,3%	195,78	119,63	75,92	47,56	27,68
3,8%	112,48	70,36	43,03	23,87	9,68
4,3%	65,02	38,69	**20,22**	6,55	-
4,8%	34,53	16,72	3,54	-	-
5,3%	13,37	0,67	-	-	-

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 dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

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 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 03.05.2023 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 03.05.2023 um 8:15 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
06.10.2022	Buy	23,30 Euro	1), 3), 4)
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)

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 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.