05. Juni 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

Verkaufsprognose besser als erwartet

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 9,55 € | **Kursziel:** 19,00 € (zuvor: 20,00 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt 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

Aktuelle Entwicklung

Stammdaten

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	73
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4MK4
Ticker:	NUVA:GR
Kurs:	9,75 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	4,82 Mio. Stück
Market-Cap:	46,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	434,1 Mio. Euro
Free Float:	45,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	19,80 / 9,10 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	24,6 Tsd. Euro / Tag

Umsatzwachstum fortgesetzt

Noratis hat den Umsatz im letzten Jahr um 16 Prozent auf 85,6 Mio. Euro gesteigert. Einen Großteil der Erlöse erzielte das Unternehmen, wie üblich, mit dem Verkauf von Vorratsimmobilien. Die Zahl der verkauften Einheiten hat sich zwar von 299 im Vorjahr auf 279 leicht reduziert, doch der damit erzielte Umsatz legte um knapp 11 Prozent auf 55,9 Mio. Euro zu. Entscheidend dafür war die bereits Anfang 2022 vollzogene Veräußerung von 239 Wohneinheiten in Münster, mit der Noratis schon früh die Verkaufsplanung erreicht hatte.

Starkes Wachstum der Mieterlöse

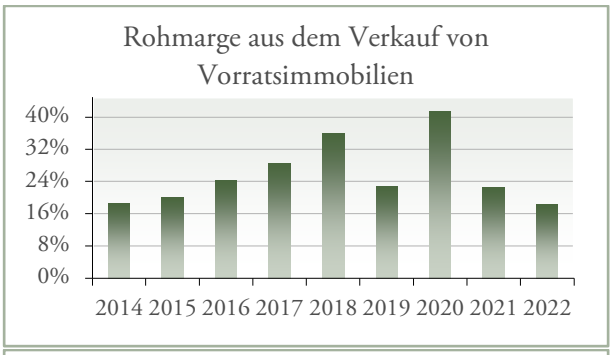
Deutlich stärker haben sich letztes Jahr die Mieterlöse erhöht, die um fast 30 Prozent auf 29,7 Mio. Euro zugelegt haben. Ursächlich dafür waren das starke Portfoliowachstum im Jahresverlauf 2021 und 2022, die erhöhten Mieten und die erheblich gestiegenen Erlöse aus umgelegten Betriebskosten. Diese haben sich aufgrund der inflationären Effekte (vor allem Energie) um 44 Prozent erhöht und machten mit 10,5 Mio. Euro mehr als ein Drittel der Mieterlöse aus. Die Kaltmieten haben sich aber auch deutlich, und zwar um 22 Prozent, auf 19,2 Mio. Euro erhöht.

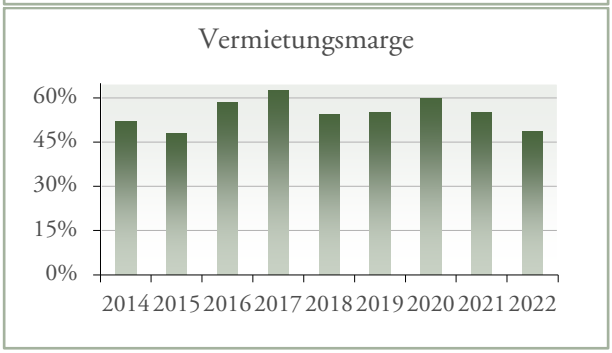
GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	28,7	73,6	85,6	69,8	96,2	117,3
EBIT (Mio. Euro)*	8,2	19,4	12,5	13,3	19,6	25,3
Jahresüberschuss*	2,8	9,5	8,2	-2,7	1,8	6,2
EpS*	0,58	1,97	1,71	-0,52	0,34	1,17
Dividende je Aktie	0,80	0,55	0,00	0,00	0,25	0,30
Umsatzwachstum	-62,2%	156,4%	16,3%	-18,5%	37,9%	21,9%
Gewinnwachstum	-66,3%	240,2%	-13,1%	-	-	246,1%
KUV	1,77	0,69	0,59	0,73	0,53	0,43
KGV	18,3	5,4	6,2	-	28,2	8,2
EV / EBIT	53,5	22,7	35,1	33,0	22,4	17,3
Dividendenrendite	5,2%	8,4%	0,0%	0,0%	2,6%	3,1%

**2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne*

Niedrigere Margen

Der überproportionale Anteil der umgelegten Betriebs- und Nebenkosten am Wachstum der Mieterlöse trug dazu bei, dass das Vermietungsergebnis mit 14 Prozent (auf 14,4 Mio. Euro) nur in etwa halb so stark zulegte wie die Mieteinnahmen. Die Vermietungsmarge als Quotient aus dem Mietergebnis und den Mieterlösen hat sich dadurch im Vorjahresvergleich von 54,8 auf 48,5 Prozent ermäßigt. Darüber hinaus hat sich die Inflation auch in der Höhe der nicht umlagefähigen Betriebskosten massiv niedergeschlagen, die sich von 0,8 auf 2,2 Mio. Euro fast verdreifacht haben. Demgegenüber blieb der Zuwachs des Instandhaltungsaufwands, der im Vorjahr noch um 72 Prozent gestiegen war, mit 13 Prozent (auf 2,6 Mio. Euro) in Relation zur Entwicklung der Kaltmieten nur moderat. Ebenfalls unter dem Vorjahresniveau ausgefallen ist 2022 die Rohmarge auf die Verkaufserlöse, die von 22,5 auf 18,3 Prozent – und damit auf den tiefsten Stand der letzten zehn Jahre – gesunken ist. Ursächlich dafür war vor allem der dominante Beitrag des Blockverkaufs in Münster, da die betreffenden Wohnungen bereits nach einer kurzen Verweildauer im Portfolio und ohne größere Aufwertungsmaßnahmen veräußert wurden.





Quelle: Unternehmen

Starkes Kostenwachstum

Aus der Kombination des deutlichen Umsatzwachstums und der niedrigeren Margen ergab sich ein Rohertrag (als Summe aus dem Verkaufs- und dem Vermietungsergebnis) von 24,6 Mio. Euro, womit der Vorjahreswert um 3 Prozent übertroffen wurde. Im Vergleich dazu sind die Kosten deutlich überproportional gestiegen: Die stärkste Dynamik zeigte erneut der sonstige betriebliche Aufwand, der sich um über 30 Prozent auf fast 3,8 Mio. Euro erhöhte. Der Anstieg speiste sich hier aus einer Vielzahl von Positionen, wobei die – in absoluten Zahlen – größten Veränderungen bei den Rechts- und Beratungskosten sowie den Reisekosten zu beobachten waren. Deutlich schwächer als die SBA, mit 11 Prozent (auf 5,9 Mio. Euro) aber immer noch deutlich stärker als der Rohertrag, hat sich der Personalaufwand erhöht. Dies spiegelt vor allem das Wachstum der Mitarbeiterzahl wider, die sich im Jahresdurchschnitt um knapp 10 Prozent auf 69 erhöht hat.

Geschäftszahlen	GJ 2021	GJ 2022	*Änderung*
Umsatz	73,60	85,61	*+16,3%*
davon Verkäufe	50,59	55,92	*+10,5%*
davon Vermietung	23,01	29,69	*+29,0%*
Verkaufsergebnis	11,40	10,21	*-10,4%*
Verkaufsmarge	*22,5%*	*18,3%*	
Vermietungsergebnis	12,62	14,40	*+14,1%*
Vermietungsmarge	*54,8%*	*48,5%*	
Bewertungsergebnis	3,53	-2,46	-
EBIT	19,36	12,50	*-35,5%*
EBIT-Marge	*26,3%*	*14,6%*	
EBT	13,43	11,99	*-10,7%*
EBT-Marge	*18,2%*	*14,0%*	
Jahresüberschuss	9,47	8,23	*-13,1%*
Nettomarge	*12,9%*	*9,6%*	
Free-Cashflow	-70,21	-32,98	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Verzicht auf Hebung stiller Reserven

Anders als ursprünglich geplant, hat Noratis im letzten Jahr darauf verzichtet, einen weiteren Teil des Im-

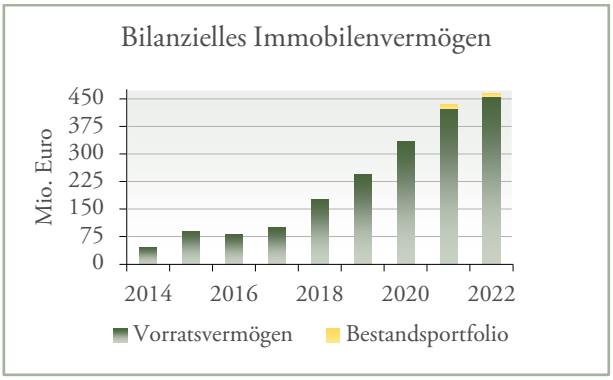
mobilienvermögens ins Anlagevermögen umzubuchen, was mit der Hebung der stillen Reserven einhergegangen wäre. Das Unternehmen begründet diesen Schritt mit dem Wunsch, im aktuellen Umfeld keine zusätzlichen Bewertungsrisiken in die Bilanz aufnehmen zu wollen. Anhand des Marktwerts des Portfolios wäre ein solcher Schritt zum 31. Dezember problemlos möglich gewesen, denn die externe Begutachtung der Noratis-Immobilien hat stille Reserven in Höhe von 71,4 Mio. Euro ermittelt. Trotz dieser hohen stillen Reserven gab es in Teilen des Immobilienportfolios auch Abwertungsbedarf. Dieser setzte sich zusammen aus einer Korrektur des Marktwertes der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien um 0,4 Mio. Euro und der Anpassung einiger weniger Vorratsimmobilien um 2,1 Mio. Euro, so dass in der GuV insgesamt ein Bewertungseffekt von -2,5 Mio. Euro zu verarbeiten war, nach einem Bewertungsgewinn von +3,5 Mio. Euro im Vorjahr.

EBIT um ein Drittel niedriger

Diese Differenz war entscheidend dafür, dass das EBIT um mehr als ein Drittel auf 12,5 Mio. Euro gesunken ist. Bereinigt um die Bewertungseffekte hat sich das operative Ergebnis deutlich stabiler entwickelt und lediglich um 6 Prozent auf 15,0 Mio. Euro abgenommen.

Höhere Zinsen durch Derivate-Gewinne kompensiert

Durch die weitere Kreditaufnahme im Zuge des Portfoliowachstums sowie durch den massiven Zinsanstieg, der sich bei Noratis wegen des hohen Anteils kurzfristiger, variabler Finanzierungen deutlich ausgewirkt hat, hat sich der Zinsaufwand um 44 Prozent auf 9,3 Mio. Euro erhöht. Auf der anderen Seite profitierte Noratis aber auch von hohen Erträgen aus der Marktbewertung von Derivaten (Zinssicherungsgeschäften), mit denen rund 70 Prozent des Kreditportfolios abgesichert waren. Diese führten zu einem Anstieg der Finanzerträge von 0,5 auf 8,7 Mio. Euro, weswegen sich das Finanzergebnis sogar deutlich verbesserte. Mit -0,5 Mio. Euro lag es bei weniger als einem Zehntel des Vorjahreswertes von -5,9 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis hat sich infolgedessen trotz des deutlichen EBIT-Rückgangs um lediglich 11 Prozent auf 12,0 Mio. Euro reduziert, wovon nach Abzug der Ertragssteuern und der – minimalen – Minderheitsanteile ein Jahresüberschuss von 8,2 Mio. Euro verblieb, 13 Prozent weniger als 2021.



Quelle: Unternehmen

Weiterer Portfolioausbau

Obwohl Noratis in der zweiten Jahreshälfte das Akquisitionstempo deutlich gedrosselt hat, ist das Portfolio auch 2022 weiter gewachsen. Insgesamt wurden letztes Jahr 615 Einheiten erworben, die sich in etwa zu je einem Drittel auf Franken, Niedersachsen und NRW verteilten. Abzüglich der 279 verkauften Einheiten hat sich der Immobilienbestand somit um 8 Prozent auf 4.548 Einheiten erhöht. Bilanziell ist das Portfolio um 7 Prozent auf 464,7 Mio. Euro gewachsen, wovon 9,8 Mio. Euro im Anlage- und der Rest im Vorratsvermögen gehalten werden. Zuzüglich der stillen Reserven, die sich auf der Grundlage der Marktwerte der Vorratsimmobilien zum Jahreswechsel auf 71,4 Mio. Euro beliefen (Vorjahr: 88 Mio. Euro), betrug das Immobilienvermögen Ende Dezember 536 Mio. Euro.

Cashflow deutlich negativ

Der Ausbau des Portfolios erfolgte ausschließlich im Vorratsvermögen, das sich hierdurch (und abzüglich der Abwertungen) um 7 Prozent auf 454,8 Mio. Euro erhöhte. In der Cashflow-Rechnung sorgte das für einen Mittelabfluss in Höhe von 28,7 Mio. Euro und war damit die entscheidende Ursache des negativen operativen Cashflows in Höhe von -33,0 Mio. Euro. Im Vorjahresvergleich hat sich der negative Saldo damit halbiert. Eine noch stärkere Verbesserung wurde

durch den Abbau kurzfristiger Verbindlichkeiten verhindert, der aus der Zahlung des Kaufpreises für eine Akquisition aus 2021 resultierte und den Cashflow mit -12,6 Mio. Euro belastet hat (im Vorjahr hatte der entsprechende Aufbau von Verbindlichkeiten noch für eine Cash-Entlastung von 14,1 Mio. Euro gesorgt). Bei einem nahezu vernachlässigbaren Investitions-Cashflow (< 0,1 Mio. Euro) war der Free-Cashflow wie im Vorjahr nahezu identisch mit dem operativen Cashflow.

Weitere Fremdkapitalaufnahme

Finanziert wurde der Mittelabfluss durch eine weitere Nettokreditaufnahme in Höhe von 48,0 Mio. Euro. Abzüglich weiterer Posten, wie etwa der gezahlten Zinsen (7,8 Mio. Euro), Dividenden (2,7 Mio. Euro), Leasingverbindlichkeiten (0,3 Mio. Euro) und der Transaktionskosten der FK-Aufnahme (0,5 Mio. Euro), ergab sich aus der Finanzierungstätigkeit ein Einzahlungsüberschuss in Höhe von 35,4 Mio. Euro. Insgesamt erhöhte sich die bilanzielle Liquidität im letzten Jahr dadurch um 2,4 Mio. Euro auf 11,2 Mio. Euro.

Verschuldung erhöht

Durch die weitere Fremdkapitalaufnahme hat sich die Summe aus Bankverbindlichkeiten und Anleihen um 15 Prozent auf 399,0 Mio. Euro erhöht, die somit 81 Prozent aller Passiva ausmachen und maßgeblich zum Anstieg der Bilanzsumme um 11 Prozent auf 494 Mio. Euro beigetragen haben. Den Durchschnittszins dieser Verbindlichkeiten gibt Noratis mit 3,35 Prozent an bzw. mit 3,87 Prozent unter Berücksichtigung der auf die Laufzeit umgelegten Bearbeitungsgebühren und der Kosten für Hedging. Von diesem Volumen sind etwa 30 Mio. Euro in diesem Jahr fällig, wovon nach Aussage von Noratis ein Großteil bereits erfolgreich refinanziert wurde. Ein Schuldscheindarlehen im Volumen von 5 Mio. Euro und mit einem Kupon von 5,25 Prozent soll Ende des Jahres als eine Maßnahme zur Reduzierung der Verschuldung ohne Ersatz zurückgezahlt werden. Auch im nächsten Jahr wird mit 59 Mio. Euro nur ein kleiner Teil der Kredite fällig, die durchschnittliche Kreditlaufzeit beziffert Noratis auf 4,5 Jahre. Die gestiegene Verschuldung zeigt sich auch in dem LTV, der sich auf Basis der Marktwerte der Immobilien von 64,5 Prozent im Vorjahr auf 72,4 Prozent erhöht hat.

Eigenkapitalquote leicht gesunken

Spiegelbildlich zur höheren Verschuldung ist die Eigenkapitalquote leicht gesunken. Absolut ist das Eigenkapital zwar im Vorjahresvergleich um 5,6 Mio. Euro auf 86,9 Mio. Euro gestiegen, doch in Relation zur Bilanzsumme hat das Eigenkapital von 18,2 auf 17,6 Prozent abgenommen. Dieser Wert lässt aber außer Acht, dass Noratis den Löwenanteil des Immobilienvermögens im Vorratsvermögen zu fortgeführten Anschaffungskosten und nicht zu Marktwerten bilanziert. Unter Berücksichtigung der daraus resultierenden stillen Reserven betrug das Eigenkapital Ende Dezember 139 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 25 Prozent. Je Aktie betrug das Eigenkapital auf Basis von Marktwerten, der NAV, 28,79 Euro und blieb damit im Vorjahresvergleich (30,16 Euro) weitgehend stabil.

Umsatzrückgang wahrscheinlich

Für das laufende Jahr erwartet Noratis ein leicht verschlechtertes EBIT und ein deutlich negatives Vorsteuerergebnis. Basis dieser Erwartung ist die Verkaufsplanung, die angesichts der schwierigen Marktlage von einem niedrigeren Volumen als im Vorjahr ausgeht. Die Hälfte der geplanten Verkäufe hat Noratis nach eigener Aussage bereits erreicht, wozu insbesondere die im Februar getätigte Veräußerung von 129 Wohnungen in Celle beigetragen haben dürfte. 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, konnte der Verkauf mit einer guten Marge umgesetzt werden, was Noratis im Rahmen der Bilanzpressekonferenz bestätigt hat. Leichtes Wachstum erwartet Noratis hingegen für die Mieterlöse, die von den letztjährigen Zukäufen und den steigenden Mieten (auf Nachfrage beziffert Noratis deren Umfang auf einen hohen einstelligen Prozentsatz) profitieren sollten. Dementsprechend lagen die annualisierten Kaltmieten zum Jahreswechsel bereits bei 21,1 Mio. Euro und damit 10 Prozent über dem Ist-Wert aus 2022. Allerdings sind hiervon anteilig die Mietein-

nahmen der bereits getätigten und der geplanten Verkäufe abzuziehen. In Summe dürfte aber der Effekt der niedrigeren Verkaufserlöse überwiegen und einen sinkenden Konzernumsatz zur Folge haben.

Hohe Finanzierungskosten

Die größte Herausforderung für dieses Jahr befindet sich im Finanzergebnis, wo Noratis die weiter gestiegenen Zinsen verarbeiten muss, während der puffernde Effekt der Aufwertung der Derivate durch deren Zeitwertverlust zumindest teilweise nivelliert wird. Auf Basis der Annahme, dass der 3-Monats-Euribor im Jahresdurchschnitt bei 3 Prozent liegen wird (im ersten Quartal lag er mit 2,2 Prozent noch darunter, aktuell liegt er darüber) dürfte sich der Zinsaufwand von 9,3 Mio. Euro im letzten Jahr auf 15,6 Mio. Euro erhöhen. Hinzu kommen rund 4,5 Mio. Euro an – nicht liquiditätswirksamen – Zeitwertverlusten der Derivate, wohingegen sich der Ertrag aus den Zinssicherungsgeschäften auf 3,9 Mio. Euro belaufen würde. Ein weiterer Zinsanstieg um 0,5 Prozentpunkte würde den Zinsaufwand nach Aussage von Noratis um 1,1 Mio. Euro erhöhen.

Portfoliowachstum pausiert

Um die Zinslasten zu reduzieren, hat Noratis angekündigt, die Verschuldung senken zu wollen. Deswegen soll das Portfolio dieses Jahr nach mehreren Jahren des Wachstums verkleinert werden. Dies soll vor allem durch eine zurückhaltende und sehr selektive Einkaufspolitik geschehen, mit der Noratis nur auf günstige Opportunitäten reagieren, ansonsten aber zumindest dieses Jahr pausieren will. In Verbindung mit den für 2023 geplanten und teilweise bereits umgesetzten Verkäufen würde sich hieraus ein entsprechender Rückgang des Portfolios ergeben. Verkäufe allein aus dem Grund der Entschuldung sind nach Aussage des Unternehmens weder geplant noch nötig, zumal dem Unternehmen weiterhin die Eigenkapitalzusage des Großaktionärs in Höhe von 34 Mio. Euro zur Verfügung steht.

Schätzungen angepasst

Wir haben die Veröffentlichung des Geschäftsberichts und die Aussagen im Rahmen der Bilanzpressekonferenz zum Anlass genommen, unsere Schätzungen im begrenzten Umfang zu überarbeiten. Die wichtigsten Änderungen betreffen den Verkaufsumsatz für 2023, die Annahmen bezüglich des Vorratsvermögens und natürlich das Finanzergebnis. Konkret haben wir die für 2023 erwarteten Verkaufserlöse angehoben und damit auf die Aussage von Noratis reagiert, für 2023 ein Volumen „nicht weit unter dem Niveau aus 2022“ anzustreben. Vor diesem Hintergrund erschien uns die bisher angesetzte Halbierung zu drastisch. Stattdessen rechnen wir nun mit einem Rückgang um ein Viertel. Die zweite wichtige Änderung betrifft die Entwicklung des Vorratsvermögens, das wir bisher gleichbleibend modelliert hatten. Stattdessen kalkulieren wir nun mit einer Nettoabnahme um 25 Mio. Euro. Schließlich haben wir auf den weiteren Zinsanstieg reagiert und den Zinsaufwand angehoben.

Negatives Ergebnis in 2023

Aus den Änderungen ergibt sich für 2023 die Erwartung von 70 Mio. Euro Umsatz, auf dessen Basis wir mit einem EBIT von 13,3 Mio. Euro und einem EBT von -2,7 Mio. Euro sowie einem Verlust je Aktie von -0,52 Euro rechnen. Bisher lagen die Schätzungen bei 56,3 Mio. Euro, 10,3 Mio. Euro, -4,7 Mio. Euro und -0,89 Euro je Aktie. Die Anhebung resultiert vor allem aus der etwas optimistischeren Einschätzung der diesjährigen Verkaufserlöse. Bezüglich des Ergebnisses ist zu beachten, dass wir keine Bewertungseffekte berücksichtigt haben, so dass erneute Abwertungen den Verlust noch ansteigen lassen würden.

Starke Erholung ab 2024

Die grundsätzlichen Annahmen für die Folgejahre (Erholung der Verkaufsaktivtäten, weiteres Portfoliowachstum, leichte Verbesserung der Margen im Verkauf und der Vermietung) haben wir unverändert gelassen, doch aus der Fortrechnung der Anpassungen für 2023 haben sich für den gesamten Schätzzeitraum Modifikationen ergeben. Das Immobilienportfolio sehen wir am Ende des detaillierten Prognosezeitraums nun bei 700 Mio. Euro (bisher: 733 Mio. Euro), den Zielumsatz bei 163 Mio. Euro (bisher: 165 Mio. Euro) und das EBIT bei 37,4 Mio. Euro (bisher: 36,5 Mio. Euro). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	69,8	96,2	117,3	129,8	140,0	148,2	155,7	163,2
Umsatzwachstum		37,9%	21,9%	10,7%	7,8%	5,8%	5,1%	4,8%
EBIT-Marge	19,0%	20,3%	21,6%	22,0%	22,4%	22,8%	22,9%	22,9%
EBIT	**13,3**	**19,6**	**25,3**	**28,6**	**31,4**	**33,7**	**35,7**	**37,4**
Steuersatz	0,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	5,7	7,3	8,3	9,1	9,8	10,3	10,9
NOPAT	**13,3**	**13,9**	**18,0**	**20,3**	**22,3**	**23,9**	**25,3**	**26,6**
+ 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	0,8	3,6	3,0	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
Operativer Brutto Cashflow	14,4	17,7	21,2	22,2	24,3	26,1	27,6	28,9
- Zunahme Net Working Capital	24,7	-43,5	-43,1	-41,9	-39,7	-36,5	-32,3	-27,3
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	**39,0**	**-25,8**	**-22,1**	**-19,8**	**-15,5**	**-10,6**	**-4,9**	**1,5**

SMC Schätzmodell

2030 zeigt die Tabelle oben auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Diskontierungssatz erneut erhöht

Eine Änderung haben wir auch beim Diskontierungszins vorgenommen und den unterstellten FK-Zins von zuvor 4,25 auf nun 4,50 Prozent angehoben. Bei unveränderten Eigenkapitalkosten in Höhe von 8,9 Prozent (ermittelt nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,1), einer Kapitalstruktur mit einem Ziel-FK-Anteil von 78 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 29 Prozent resultiert daraus jetzt ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 4,5 Prozent (bisher: 4,3 Prozent). Unverändert geblieben sind hingegen die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Neues Kursziel: 19,00 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 101,7 Mio. Euro bzw. 19,08 Euro je Aktie, wobei wir hierfür – wie bisher schon – bereits die Ausgabe von 0,5 Mio. neuen Aktien als Abruf eines Teils des vom Großaktionär Merz zugesagten Kontingents unterstellt haben. Hieraus leiten wir das neue Kursziel von 19,00 Euro ab (bisher: 20,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). In Kombination der etwas erhöhten Schätzungen für 2023 und des angehobenen Diskontierungssatzes überwiegt somit leicht der dämpfende Effekt der Zinsänderung. Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, welches wir weiterhin als leicht überdurchschnittlich bewerten, was in der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck kommt.

Fazit

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat Noratis die vorab gemeldeten Zahlen weitgehend bestätigt. Demnach konnte der Umsatz ungeachtet der deutlichen Eintrübung des Marktumfelds zwar noch um 16 Prozent auf 85,6 Mio. Euro gesteigert werden, doch das EBIT blieb bedingt durch niedrigere Margen und ein negatives Bewertungsergebnis mit 12,5 Mio. Euro um mehr als ein Drittel unter dem Vorjahresniveau.

Auf der Ebene des Vorsteuer- und des Nettoergebnisses konnte dies – wie auch die erhöhten Zinsen – allerdings durch hohe Erträge aus der Marktwertanpassung von Zinssicherungsinstrumenten zum großen Teil kompensiert werden, weswegen der Jahresüberschuss lediglich um 13 Prozent auf 8,2 Mio. Euro gesunken ist.

Da sich der positive Effekt der Marktwertanpassung im laufenden Jahr wegen der erforderlichen Zeitwertanpassung wieder teilweise umkehren wird, wird Noratis erst jetzt die volle Wucht des Zinsanstiegs zu spüren bekommen und rechnet deswegen mit einem negativen Ergebnis. Wie hoch dieses ausfällt, hängt davon ab, in welchem Umfang im aktuellen Umfeld noch Verkäufe realisiert werden können, ob es weiteren Abwertungsbedarf im Immobilienvermögen geben wird und, vor allem, wie sich die Zinsen weiter entwickeln.

Bezüglich des ersten dieser Punkte sind wir nun etwas zuversichtlicher, weil Noratis davon spricht, ein Verkaufsvolumen nicht weit unter dem Vorjahresniveau anzustreben, und bereits ca. die Hälfte des Ziels nach eigenen Angaben realisiert hat. Wir haben deswegen den in unserem Modell unterstellten Rückgang des Verkaufsvolumens auf -25 Prozent halbiert, woraus sich für 2023 eine Anhebung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben hat. Gleichzeitig haben wir aber den weiteren Zinsanstieg berücksichtigt, so dass sich unser Kursziel in Summe etwas ermäßigt hat.

Mit 19,00 Euro liegt es ein Drittel unter dem NAV zum Jahreswechsel, was wir für ausreichend konservativ betrachten. Das aktuelle Kursniveau von rund 10 Euro sehen wir deswegen als von übertriebener Skepsis geprägt, zumal Noratis aufgrund der stützenden Rolle des Großaktionärs über gute Finanzierungsreserven verfügt, mit denen die sich in der Branchenkrise zwangsläufig ergebenden Chancen genutzt werden könnten. Vor allem aber sehen wir das Geschäftsmodell akut zwar wegen des Zinsanstiegs unter Margendruck, in längerer Perspektive aufgrund des anhaltenden Mangels an günstigem Wohnraum als ausgesprochen stabil und potenzialträchtig.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir das Urteil „Buy“ mit dem Kursziel 19,00 Euro.

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 Rezession 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 in 2023 sind wahrscheinlich.
- 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	20,4	20,2	20,1	20,0	20,0	20,0	19,9	19,9	19,9
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	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	473,6	456,2	497,3	540,8	580,6	621,4	663,8	701,7	735,1
1. Vorratsvermögen	454,8	429,8	472,8	515,3	556,6	595,5	631,3	662,8	689,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	86,9	93,1	119,9	124,8	132,2	140,5	150,2	160,2	170,6
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	371,5	348,5	357,7	389,4	416,4	443,2	470,0	495,0	515,0
2. Kurzfristiges FK	35,5	34,6	39,5	46,4	51,7	57,4	63,4	66,2	69,2
BILANZSUMME	**494,0**	**476,4**	**517,3**	**560,8**	**600,5**	**641,3**	**683,7**	**721,6**	**755,0**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	85,6	69,8	96,2	117,3	129,8	140,0	148,2	155,7	163,2
Rohertrag	24,6	22,8	29,2	35,3	39,0	42,3	45,2	47,7	50,1
EBITDA	15,4	13,6	19,8	25,5	28,8	31,6	33,9	35,8	37,6
EBIT*	12,5	13,3	19,6	25,3	28,6	31,4	33,7	35,7	37,4
EBT*	12,0	-2,7	2,5	8,8	12,7	14,3	16,7	17,5	18,4
JÜ (vor Ant. Dritter)*	8,3	-2,7	1,8	6,2	9,0	10,1	11,8	12,4	13,1
JÜ*	8,2	-2,7	1,8	6,2	9,0	10,1	11,8	12,4	13,1
EPS*	1,71	-0,52	0,34	1,17	1,69	1,90	2,22	2,33	2,45

** 2022 mit Bewertungsergebnis, ab 2023 ohne*

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-33,0	35,4	-25,2	-20,7	-16,7	-12,2	-7,3	-1,5	5,1
CF aus Investition	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	35,4	-28,4	22,4	20,7	14,1	12,8	12,7	6,4	0,3
Liquidität Jahresanfa.	8,7	11,2	18,1	15,2	15,0	12,2	12,7	17,9	22,7
Liquidität Jahresende	11,2	18,1	15,2	15,0	12,2	12,7	17,9	22,7	28,0

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,3%	-18,5%	37,9%	21,9%	10,7%	7,8%	5,8%	5,1%	4,8%
Rohertragsmarge	28,7%	32,6%	30,4%	30,1%	30,1%	30,2%	30,5%	30,6%	30,7%
EBITDA-Marge	18,0%	19,5%	20,6%	21,8%	22,2%	22,6%	22,9%	23,0%	23,0%
EBIT-Marge	14,6%	19,0%	20,3%	21,6%	22,0%	22,4%	22,8%	22,9%	22,9%
EBT-Marge	14,0%	-3,9%	2,6%	7,5%	9,8%	10,2%	11,2%	11,2%	11,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,6%	-3,9%	1,9%	5,3%	6,9%	7,2%	8,0%	8,0%	8,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
3,5%	174,50	109,57	70,71	44,85	26,39
4,0%	102,86	65,39	40,45	22,66	9,32
4,5%	60,29	36,24	**19,08**	6,22	-
5,0%	32,20	15,65	3,25	-	-
5,5%	12,36	0,40	-	-	-

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),

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 05.06.2023 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 05.06.2023 um 9:00 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
03.05.2023	Buy	20,00 Euro	1), 3), 4)
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.