

11. Oktober 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



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

# Noratis AG

## Branchenkrise in den Halbjahreszahlen angekommen

**Urteil:** Buy (unverändert) | **Kurs:** 5,95 € | **Kursziel:** 13,60 € (zuvor: 19,00 €)

**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

<b>Sitz:</b>	Eschborn
<b>Branche:</b>	Wohnimmobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	71
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2E4MK4
<b>Ticker:</b>	NUVA:GR
<b>Kurs:</b>	5,95 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	4,82 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	28,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	410,4 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	45,0 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	13,80 / 5,95 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra,12M):</b>	18,8 Tsd. Euro / Tag

## Geringe Verkaufsaktivitäten

Noratis hat im ersten Halbjahr 2023 insgesamt 176 Einheiten veräußert und damit einen Verkaufsumsatz in Höhe von 17,9 Mio. Euro erzielt. Beide Kennzahlen sind damit im Vorjahresvergleich deutlich gesunken, womit der massive Einbruch der Transaktionstätigkeit im deutschen Immobilienmarkt deutliche Spuren hinterlassen hat. Die Zahl der verkauften Einheiten reduzierte sich dabei um ein Drittel, während der Verkaufsumsatz sogar um 67 Prozent abgenommen hat. Ein Großteil dieser Erlöse wurde mit dem bereits Anfang Februar gemeldeten Blockverkauf in Celle erzielt, in dessen Rahmen 129 Einheiten veräußert werden konnten.

## Mieterlöse weiter gewachsen

Demgegenüber haben sich die Mieterlöse um 11 Prozent auf 15,6 Mio. Euro weiter erhöht, wozu das im Vorjahresvergleich noch etwas vergrößerte Portfolio sowie die im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten sowie im Zuge der Neuvermietung erhöhten Durchschnittsmieten beigetragen haben. Diese beiden Aspekte haben für einen Anstieg der Nettokaltmieten um 12 Prozent auf 10,4 Mio. Euro gesorgt, darüber hinaus haben die umlagefähigen Betriebskosten um

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	28,7	73,6	85,6	54,2	73,4	110,3
EBIT (Mio. Euro)*	8,2	19,4	12,5	6,4	13,1	20,6
Jahresüberschuss*	2,8	9,5	8,2	-9,6	-3,9	2,9
EpS*	0,58	1,97	1,71	-1,74	-0,71	0,53
Dividende je Aktie	0,80	0,55	0,00	0,00	0,00	0,30
Umsatzwachstum	-62,2%	156,4%	16,3%	-36,7%	35,4%	50,3%
Gewinnwachstum	-66,3%	240,2%	-13,1%	-	-	-
KUV	1,14	0,45	0,38	0,60	0,45	0,30
KGV	11,8	3,5	4,0	-	-	11,1
EV / EBIT	50,5	21,4	33,2	65,0	31,7	20,1
Dividendenrendite	8,4%	13,4%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%

\*2022 und 2023 mit Bewertungsergebnis, ab 2024 ohne

knapp 9 Prozent auf 5,2 Mio. Euro zugelegt. In Summe der Miet- und der Verkaufserlöse erzielte Noratis einen Halbjahresumsatz von 33,5 Mio. Euro, halb so viel wie vor einem Jahr.

## Hohe Instandhaltungskosten

Ebenso gegenläufig war die Margenentwicklung der beiden Bereiche. So hat sich die Rohmarge der Verkaufserlöse, die im Vorjahr durch den vergleichsweise geringen Ergebnisbeitrag des großen Blockverkaufs in Münster auf 18,2 Prozent gesunken war, trotz des sehr schwierigen Marktumfelds wieder leicht auf 19,4 Prozent erholt, während sich die Vermietungsmarge als Quotient aus dem Mietergebnis und den Mieterlösen im Vorjahresvergleich von 51,2 auf 50,7 Prozent geringfügig ermäßigt hat. Die umlagefähigen Betriebskosten sind zwar, wie oben ausgeführt, nur unterdurchschnittlich gestiegen und die nicht-umlagefähigen Kosten sogar minimal gesunken, doch gleichzeitig hat sich der Instandhaltungsaufwand um 38 Prozent auf 1,6 Mio. Euro stark erhöht und das Mietergebnis belastet.

## Stabile Overhead-Kosten

Durch die starke Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung der Vermietung ist der Rückgang des Rohertrages (als Summe aus dem Verkaufs- und dem Vermietungsergebnis) mit 33 Prozent (auf 11,4 Mio. Euro) moderater ausgefallen als der des Umsatzes. Dem standen im ersten Halbjahr in Summe stabile Overhead-Kosten in Höhe von 5,5 Mio. Euro gegenüber. Hiervon entfielen 3,2 Mio. Euro auf den Personalaufwand, der sich trotz einer leicht erhöhten Mitarbeiterzahl um 4 Prozent reduzierte. Einen Anstieg gab es aber bei den SBA (+7 Prozent auf 2,0 Mio. Euro, u.a. wegen höherer Personalbeschaffungskosten) und bei den Abschreibungen (+10 Prozent auf 0,3 Mio. Euro).

## Negativer Bewertungseffekt

Einen deutlich negativen Effekt hatte im Halbjahresabschluss die Bewertung der Immobilien, die das Ergebnis um insgesamt 3,8 Mio. Euro belastet hat. Hier von entfielen knapp 0,2 Mio. Euro auf die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien des Anlagevermö-

gens und fast 3,7 Mio. Euro auf die Vorratsimmobilien. Hier wirkte sich positiv aus, dass diese Objekte zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert werden, denn der im Zuge des Zinsanstiegs eingetretene Rückgang der Marktwerte war spürbar höher. So haben sich die stillen Reserven (vor Steuern) seit dem Jahreswechsel von 71,4 auf 58,6 Mio. Euro reduziert, wovon 3,5 Mio. Euro auf den im Zuge der Verkäufe realisierten Gewinn und 9,3 Mio. Euro auf den Rückgang der Marktwerte zurückzuführen sein dürften. Bezogen auf das Vorratsvermögen zum 31.12. in Höhe von 526,2 Mio. Euro (bestehend aus 454,8 Mio. Euro Buchwert und 71,4 Mio. Euro an stillen Reserven) betrug die Wertkorrektur somit lediglich 1,8 Prozent, was angesichts des dramatisch verschlechterten Umfelds für eine gute Wertstabilität spricht.

Geschäftszahlen	6M 2022	6M 2023	Änderung
Umsatz	68,12	33,48	-50,9%
<i>davon Verkäufe</i>	54,11	17,93	-66,9%
<i>davon Vermietung</i>	14,01	15,55	+11,0%
Rohertrag	17,00	11,37	-33,1%
<i>Rohmarge</i>	25,0%	34,0%	
EBIT	11,87	2,61	-78,1%
<i>EBIT-Marge</i>	17,4%	7,8%	
Vorsteuerergebnis	11,22	-4,36	-
<i>Vorsteuermarge</i>	16,5%	-13,0%	
Jahresüberschuss	7,93	-3,40	-
<i>Netto-Marge</i>	11,6%	-10,1%	
Free-Cashflow	9,18	14,30	+55,8%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT deutlich tiefer, EBT negativ

Die Kombination aus dem niedrigeren Rohertrag und dem negativen Bewertungsergebnis resultierte in einem Rückgang des EBIT um 78 Prozent auf 2,6 Mio. Euro. Gleichzeitig hat sich das Finanzergebnis von -0,6 auf -7,0 Mio. Euro deutlich verschlechtert. Ursächlich dafür war einerseits die Abnahme der Zinserträge aus der Marktbewertung von Derivaten (Zinssicherungsgeschäften) von 3,7 auf 1,9 Mio. Euro und andererseits die Zunahme der Zinsaufwendungen von

4,3 auf 8,9 Mio. Euro durch die gestiegenen Zinsen sowie die Zeitwertverluste der Zinssicherungen. Auf der Ebene des Vorsteuerergebnisses führte dies zu einem Fehlbetrag von -4,4 Mio. Euro (Vorjahr: +11,2 Mio. Euro), aus dem sich nach Steuern ein Halbjahresverlust von -3,4 Mio. Euro ergeben hat (Vorjahr: +7,9 Mio. Euro).

### Vorratsvermögen niedriger

Die Zurückhaltung bei den Transaktionen hat sich auch im Einkauf bemerkbar gemacht. Im Laufe der ersten sechs Monate hat Noratis lediglich 18 Einheiten (in Oberhausen) erworben, so dass sich bei 176 verkauften Einheiten die Zahl der im Portfolio befindlichen Objekte zwischen dem Jahreswechsel und Ende Juni von 4.548 auf 4.390 reduziert hat. Auch wertmäßig ist das Immobilienvermögen gesunken, wozu auch die Wertkorrekturen beigetragen hat. Zum 30.09. betrug der Bilanzwert 451,4 Mio. Euro und damit 2,9 Prozent weniger als Ende Dezember. Hier von entfiel mit 441,7 Mio. Euro (-2,9 Prozent) unverändert der Löwenanteil auf das Vorratsvermögen, während das Bestandportfolio mit 9,7 Mio. Euro (-1,6 Prozent) in den Büchern stand. Zuzüglich der stillen Reserven, die sich auf der Grundlage der Marktwerte der Vorratsimmobilien zur Jahresmitte auf 58,6 Mio. Euro beliefen, betrug das Immobilienvermögen Ende Juni 510 Mio. Euro.

### Hoher Cashflow-Überschuss

Der Abbau des Vorratsvermögens hat sich mit 9,4 Mio. Euro positiv in der Cashflow-Rechnung niedergeschlagen und trug maßgeblich dazu bei, dass der operative Cashflow trotz der verschlechterten Ergebnissituation von +9,2 Mio. Euro auf +12,6 Mio. Euro verbessert werden konnte. Wichtige Determinanten des operativen Cashflows waren zudem die Korrektur der nicht-liquiditätswirksamen Bewertungseffekte (+3,7 Mio. Euro) und des Finanzergebnisses (+7,0 Mio. Euro). Im Vorjahresvergleich hat sich darüber hinaus der Abbau von Verbindlichkeiten, der im ersten Halbjahr 2022 vor allem durch die Zahlung einer Kaufpreisverpflichtung für einen Ankauf aus 2021 die Cashflow-Rechnung mit -12,8 Mio. Euro belastet hatte, deutlich schwächer (-0,5 Mio. Euro) ausgewirkt. Bei einem positiven Investitions-Cashflow in

Höhe von 1,7 Mio. Euro, der aus den Einzahlungen aus fälligen Zinssicherungsgeschäften resultierte, belief sich der Free-Cashflow auf +14,3 Mio. Euro und war damit um mehr als die Hälfte höher als vor einem Jahr.

### Hohe Zinsen und Tilgungen

Den Mittelzufluss nutzte Noratis vollumfänglich für Finanzierungszwecke, weswegen der Finanzierung-Cashflow nahezu betragsgleich mit dem Free-Cashflow, aber mit negativem Vorzeichen, ausgefallen ist. Ein Großteil davon entfiel auf die Nettotilgung in Höhe von 8,0 Mio. Euro, weitere 6,1 Mio. Euro flossen für Zinszahlungen ab. Insgesamt blieb die Liquidität im ersten Halbjahr damit nahezu unverändert bei 11,1 Mio. Euro, womit sie zum 30. Juni die zweitgrößte Aktivposition der Bilanz, noch vor den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (9,7 Mio. Euro) darstellte. Prägend für die Aktivseite ist aber weiterhin das Vorratsvermögen, das zum Halbjahresstichtag fast 92 Prozent der Bilanzsumme von 482,7 Mio. Euro ausmachte.

### Eigenkapitalquote leicht verbessert

Auf der Passivseite hat sich das Eigenkapital durch den Halbjahresverlust um 4 Prozent auf 83,4 Mio. Euro reduziert, was in Relation zu der ebenfalls leicht reduzierten Bilanzsumme (-2 Prozent) einer von 17,6 auf 17,3 Prozent minimal gesunkenen Eigenkapitalquote entspricht. Die Finanzschulden (Bankkredite und Anleihe) summierten sich auf 392,7 Mio. Euro bzw. 81 Prozent der Bilanzsumme. Hiervon entfallen allerdings lediglich 16,1 Mio. Euro auf die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten, die dank der durchgeführten Umfinanzierungen und Tilgungen somit gegenüber dem Jahresstart fast halbiert wurden.

### Weiterhin hohe stille Reserven

Die bilanziellen Kennzahlen lassen 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 58,6 Mio. Euro, woraus sich nach Steuern ein Eigenkapital von 126,0 Mio. Euro bzw. eine Eigenka-

pitalquote von 23,3 Prozent ergibt. Je Aktie lag der NAV somit bei 26,15 Euro und damit etwas niedriger als Anfang des Jahres (28,79 Euro), aber weiterhin weit oberhalb des aktuellen Kurses.

## Verlusterwartung höher

Der Halbjahresbericht hat verdeutlicht, wie schwierig das Umfeld geworden ist. Insbesondere der fast gänzlich eingefrorene Transaktionsmarkt lastet auf dem Geschäft von Noratis, weil sich der Verkauf von Vorratsimmobilien, mit dem das Unternehmen in der Vergangenheit einen Großteil seiner Erträge erzielte, derzeit sehr schwierig gestaltet. Ging Noratis noch im Mai davon aus, dass die im Frühjahr durchgeführten Veräußerungen die Hälfte des diesjährigen Verkaufsvolumens ausmachen würden, hat es derzeit eher den Anschein, als würden bis zum Jahresende nur noch wenige Einheiten hinzukommen. Darüber hinaus belasten die höheren Zinsaufwendungen, die nur teilweise durch Zinssicherungsgeschäfte kompensiert werden, die GuV. Hatte Noratis noch im Geschäftsbericht 2022 für das Jahr 2023 mit einem durchschnittlichen Dreimonats-Euribor von 3 Prozent kalkuliert, geht die Erwartung für das vierte Quartal nun in Richtung 4,0 Prozent. Auf dieser Basis würde sich der Zinsaufwand für das zweite Halbjahr auf rund 9 Mio. Euro belaufen, wovon 2,5 Mio. Euro durch den Ertrag aus Zinssicherungsgeschäften kompensiert werden könnten. Dem letztgenannten Punkt stehen aber Zeitwertverluste der Derivate in gleicher Höhe entgegen, die allerdings nicht liquiditätswirksam sind und somit zwar die GuV, nicht aber die Cashflow-Rechnung belasten. Schließlich haben sich die verschlechterten Rahmenbedingungen (vor allem die höheren Zinsen) in Form signifikanter Bewertungsverluste ausgewirkt, die wir angesichts der konservativen Bilanzierungsweise des Vorratsvermögens in dem Umfang nicht erwartet hatten. Auch der Noratis-Vorstand hat seine bisherige Ergebnisprognose (deutlich negatives Vorsteuerergebnis) nun um den Hinweis auf die zusätzliche Belastung durch den Abwertungsbedarf des Immobilienvermögens ergänzt.

## Verkaufsumsatz wieder reduziert

Wir haben in Reaktion auf die Halbjahreszahlen unsere Schätzungen revidiert und dabei insbesondere

den für dieses Jahr unterstellten Verkaufsumsatz von bisher 38 Mio. Euro auf nun 22 Mio. Euro abgesenkt. Damit haben wir dem Umstand Rechnung getragen, dass Noratis das ursprünglich für dieses Jahr angestrebte Verkaufsvolumen „nicht weit unter dem Niveau aus 2022“ aller Voraussicht nach deutlich verfehlen wird. Nach dem Verkaufsumsatz von lediglich 18 Mio. Euro im ersten Halbjahr rechnen wir deswegen für die verbliebenen Monate nur noch mit weiteren Verkaufserlösen im niedrigen siebenstelligen Bereich. Zusammen mit der unveränderten Schätzung der Mieterlöse (rund 32 Mio. Euro) beläuft sich unsere Umsatzschätzung für 2023 nun auf 54,2 Mio. Euro (bisher: 70 Mio. Euro). Aufgrund der anhaltenden Schwäche des Immobilienmarktes haben wir auch die Veräußerungserlöse für 2024 vorsichtiger modelliert, weswegen sich unsere Umsatzschätzung für das kommende Jahr von zuvor 96,2 Mio. Euro auf 73,4 Mio. Euro reduziert hat. Auch die Umsatzschätzungen für die Folgejahre fallen nun niedriger aus, was teilweise auf den vorsichtigeren Ansatz für die erste Hälfte 2025 und teilweise auf die veränderten Annahmen bezüglich der Entwicklung des Vorratsvermögens und des hieraus resultierenden anschließenden Verkaufspotenzials zurückzuführen ist. Grundsätzlich aber halten wir an dem Wachstumsszenario fest und erwarten bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2030 einen Umsatzanstieg bis auf über 150 Mio. Euro.

## Verlusterwartung für 2023 kräftig erhöht

Durch die niedrigeren Verkaufserlöse, höheren Zinsaufwendungen und den Bewertungsverlust des ersten Halbjahrs (weitere Bewertungseffekte haben wir noch nicht angesetzt) hat sich unsere Verlustschätzung für 2023 deutlich erhöht. Das EBIT, für das wir bisher sogar einen Zuwachs auf 13,3 Mio. Euro erwartet hatten, sehen wir nun bei 6,4 Mio. Euro und damit in etwa beim halben Wert aus 2022. Daraus ergibt sich ein Vorsteuerverlust von -9,6 Mio. Euro und ein Verlust je Aktie von -1,74 Euro (bisher: -2,7 Mio. Euro bzw. -0,52 Euro). Anders als bisher, rechnen wir nun auch für das kommende Jahr mit einem Verlust, wozu neben niedrigeren Umsätzen und höheren Zinskosten auch eine abgesenkte Verkaufsmarge beigetragen hat. In Letzterem kommt die Erwartung zum Ausdruck,

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	54,2	73,4	110,3	122,2	131,8	139,4	146,6	153,6
Umsatzwachstum		35,4%	50,3%	10,8%	7,8%	5,8%	5,1%	4,8%
EBIT-Marge	11,8%	17,8%	18,7%	20,6%	21,6%	22,0%	22,1%	22,2%
<b>EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>13,1</b>	<b>20,6</b>	<b>25,1</b>	<b>28,5</b>	<b>30,7</b>	<b>32,4</b>	<b>34,0</b>
Steuersatz	0,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	3,8	6,0	7,3	8,3	8,9	9,4	9,9
<b>NOPAT</b>	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>14,6</b>	<b>17,8</b>	<b>20,2</b>	<b>21,8</b>	<b>23,0</b>	<b>24,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,5	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	4,1	3,7	2,9	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>11,0</b>	<b>13,2</b>	<b>17,7</b>	<b>19,6</b>	<b>22,2</b>	<b>23,8</b>	<b>25,2</b>	<b>26,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	10,7	-0,4	-40,5	-39,3	-37,2	-34,2	-30,4	-25,7
- Investitionen AV	1,6	0,9	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>23,4</b>	<b>13,8</b>	<b>-22,4</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,2</b>	<b>-10,6</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,6</b>

#### SMC Schätzmodell

dass Verkäufe im kommenden Jahr mit Preiszugeständnissen einhergehen könnten. Die reduzierten stillen Reserven deuten auch darauf hin, dass die hohen Verkaufsmargen zumindest vorübergehend der Vergangenheit angehören dürften. Um das abzubilden, haben wir für die Verkäufe des kommenden Jahres eine durchschnittliche Marge von 15 Prozent angesetzt. Anschließend lassen wir sie in mehreren Schritten aber wieder auf 20 Prozent ansteigen – wozu auch zwischenzeitliche Neuengagements zu günstigeren Einstandskosten beitragen sollten.

#### Portfoliowachstum verzögert

Doch auch die Annahmen bezüglich dieser neuen Engagements haben wir revidiert. Noratis will zwar nach eigenen Angaben die Marktkrise für weitere Zukäufe nutzen, doch gleichzeitig soll die finanzielle Stabilität nicht gefährdet werden. Insofern dürfte die Akquisitonstätigkeit erst dann an Schwung gewinnen, wenn bereits eine Belegung der Verkaufsaktivitäten zumindest absehbar ist. Mit der EK-Zusage des Großaktionärs Merz über 34 Mio. Euro hätte Noratis zwar grundsätzlich die Mittel, um antizyklisch auf Einkaufstour zu gehen, würde damit in dem Fall, dass sich die Krise bis 2025 zieht, möglicherweise aber Ge-

fahr laufen, dass sich die Refinanzierung der 30-Mio.-Euro-Anleihe im Herbst 2025 zu einer Herausforderung entwickeln könnte. Um ein solches, derzeit noch fernes, Szenario zu verhindern, dürften die Kaufaktivitäten deswegen erst dann intensiviert werden, wenn auch Verkäufe wieder mit verlässlicher Sicherheit planbar sind. In unserem Modell hat sich diese veränderte Einschätzung in einem verzögerten und anfänglich auch moderateren Aufbau des Vorratsvermögens niedergeschlagen. Ende 2024 sehen wir es nun bei 444 Mio. Euro und Ende 2030 bei 647 Mio. Euro, wohingegen die bisherigen Schätzungen bei 473 resp. 689 Mio. Euro gelegen haben. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

#### Diskontierungssatz unverändert

Unverändert sind auch die gewichteten Kapitalkosten des Modells. Wir haben zwar den FK-Zins von zuvor 4,50 auf 4,75 Prozent angehoben, gleichzeitig aber auch den FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 78 auf 80 Prozent erhöht, weswegen der WACC-Satz bei

unveränderten Annahmen bezüglich der Eigenkapitalkosten (8,9 Prozent) und des Steuersatzes für das Tax-Shield (29 Prozent) weiter bei 4,5 Prozent liegt. Gleich geblieben sind auch 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: 13,60 Euro

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 74,7 Mio. Euro bzw. 13,55 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 13,60

Euro ableiten (bisher: 19,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse dazu findet sich im Anhang). Wie schon bisher, beruht unser Kursziel auf der Annahme einer erhöhten Aktienzahl (5,5 Mio.) infolge einer Teilnanspruchnahme der EK-Zusage des Großaktionärs Merz in Höhe von 9 Mio. Euro, wobei wir in Reaktion auf die schwache Kursentwicklung nun den hierfür unterstellten Ausgabekurs deutlich abgesenkt (auf 13 Euro) und so eine stärkere Verwässerung als bisher angenommen haben. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter vier von sechs möglichen Punkten.

## Fazit

---

Noratis hat im ersten Halbjahr einen deutlichen Umsatz- und Ergebnisrückgang hinnehmen müssen. Umsatzseitig wirkte sich das deutlich reduzierte Verkaufsvolumen infolge der sehr schwierigen Lage auf dem Immobilienmarkt aus, was trotz weiter steigender Mieterlöse eine Halbierung des Halbjahresumsatzes auf 33,5 Mio. Euro zur Folge hatte. Dies und die erhöhten Finanzierungskosten sowie ein Bewertungsverlust in Höhe von 3,8 Mio. Euro ließen das Vorsteuerergebnis von +11,2 Mio. Euro im Vorjahr auf -4,4 Mio. Euro einbrechen.

Für die zweite Jahreshälfte ist keine Verbesserung zu erwarten. Vielmehr dürften die Verkaufsumsätze weiter sinken und die Zinsen steigen, weswegen Noratis für das Gesamtjahr von einem deutlich negativen Vorsteuerergebnis ausgeht. Wir schätzen dieses nach der Aktualisierung unseres Modells auf knapp -10 Mio. Euro – ohne weitere Bewertungsverluste. Auch für das kommende Jahr erwarten wir inzwischen ein negatives Ergebnis.

Positiv entwickelt hat sich hingegen der operative Cashflow, der durch die getätigten Immobilienverkäufe bei gleichzeitig nahezu vollständig pausierender Akquisitionstätigkeit einen deutlich – im Vorjahresvergleich sogar erhöhten – Überschuss von 12,6 Mio. Euro zeigte. Mit diesen Mitteln konnte Noratis die Zinsen decken und die Verschuldung reduzieren, wes-

wegen sich sowohl die Eigenkapitalquote als auch die Liquidität und die Verschuldungssituation trotz der sehr schwierigen Marktlage weiter sehr solide darstellen.

Um dies nicht zu gefährden, dürfte Noratis angesichts des Ausmaßes und der potenziell längeren Dauer der Krise weiterhin sehr zurückhaltend agieren und antizyklische Engagements so lange, bis ein Ende der Schockstarre auf dem Transaktionsmarkt absehbar ist, allenfalls nur sehr moderat eingehen.

Wir haben die Halbjahreszahlen und die veränderten Erwartungen für die nächsten Quartale in unser Modell eingepflegt, wodurch sich das von uns ermittelte Kursziel deutlich auf nun 13,60 Euro ermäßigt hat (bisher: 19,00 Euro). Obwohl es damit fast 50 Prozent unter dem NAV je Aktie zum 30.06. (26,15 Euro) liegt, sehen wir gegenüber dem aktuellen Börsenkurs dennoch mehr als ein Verdopplungspotenzial. Da wir zudem davon ausgehen, dass Noratis dank der finanziellen Solidität, des starken Rückhaltes durch den Großaktionär und der betont auf Risikoreduktion bedachten Unternehmenspolitik die Krise überstehen und danach auf den Wachstumspfad zurückkehren wird, bestätigen wir unser Urteil „Buy“.



# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf gebrauchte Wohnimmobilien adressiert Noratis einen Markt, der sich durch einen merklichen strukturellen 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 bis 2022.
- 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

- 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 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.
- Die Aktie notiert 72 Prozent unter dem NAV.

## Schwächen

- Noch sind die Umsätze und Erträge trotz des Wachstums der Mieterträge hochgradig von einzelnen Blockverkäufen abhängig und deswegen eratisch und schwer vorhersehbar.
- Die Krise des Immobilienmarktes ist inzwischen auch in den Noratis-Zahlen deutlich sichtbar. Nachdem 2022 die Ziele und Erwartungen verfehlt wurden, waren die Erlöse im ersten Halbjahr deutlich rückläufig und das Ergebnis negativ.
- Durch die ausschließliche Fokussierung auf Deutschland besteht keine Diversifikation im Hinblick auf die Marktentwicklung und insbesondere auf die Regulierung.
- Wegen der hohen Kapitalintensität erfordert das Portfoliowachstum den Zugriff auf externe Finanzierungsquellen.

## Risiken

- Die Kaufnachfrage nach Wohnungen ist stark zinssensibel und derzeit äußerst schwach.
- 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.
- Durch den Zinsanstieg drohen weitere Bewertungsverluste, was auch das Ertragspotenzial beim Abverkauf des aktuellen Vorratsvermögens schmälern würde.
- 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	20,4	14,5	13,3	12,8	12,7	12,7	12,7	12,7	12,8
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	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	9,8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
II. UV Summe	473,6	460,5	465,8	506,4	548,4	586,8	626,5	661,5	686,9
1. Vorratsvermögen	454,8	443,8	443,8	483,8	522,5	559,0	592,6	622,2	647,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	86,9	77,2	107,3	108,9	113,7	119,7	126,8	134,1	141,6
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	362,3	334,8	366,5	398,0	424,9	451,6	476,6	491,6
2. Kurzfristiges FK	35,5	35,3	36,8	43,5	49,2	54,8	60,6	63,3	66,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>494,0</b>	<b>475,0</b>	<b>479,1</b>	<b>519,1</b>	<b>561,2</b>	<b>599,5</b>	<b>639,2</b>	<b>674,3</b>	<b>699,6</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	85,6	54,2	73,4	110,3	122,2	131,8	139,4	146,6	153,6
Rohertrag	24,6	20,1	23,0	30,9	35,8	39,7	42,4	44,8	47,0
EBITDA	15,4	10,7	13,4	20,8	25,3	28,7	30,8	32,6	34,2
EBIT*	12,5	6,4	13,1	20,6	25,1	28,5	30,7	32,4	34,0
EBT*	12,0	-9,6	-5,5	4,1	9,1	11,1	13,2	13,8	14,4
JÜ (vor Ant. Dritter)*	8,3	-9,6	-3,9	2,9	6,5	7,9	9,3	9,8	10,2
JÜ*	8,2	-9,6	-3,9	2,9	6,5	7,9	9,3	9,8	10,2
EPS*	1,71	-1,74	-0,71	0,53	1,18	1,43	1,69	1,77	1,86

\* 2022 und 2023 mit Bewertungsergebnis, ab 2024 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	21,1	13,7	-21,4	-16,6	-11,7	-7,1	-1,6	4,6
CF aus Investition	0,1	1,6	0,9	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	35,4	-25,4	-10,0	20,6	18,9	12,3	12,1	5,7	-5,4
Liquidität Jahresanfa.	8,7	11,2	8,5	13,1	12,6	14,7	15,2	20,0	23,9
Liquidität Jahresende	11,2	8,5	13,1	12,6	14,7	15,2	20,0	23,9	22,8

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,3%	-36,7%	35,4%	50,3%	10,8%	7,8%	5,8%	5,1%	4,8%
Rohtragsmarge	28,7%	37,0%	31,4%	28,0%	29,3%	30,2%	30,4%	30,6%	30,6%
EBITDA-Marge	18,0%	19,7%	18,2%	18,9%	20,7%	21,8%	22,1%	22,2%	22,3%
EBIT-Marge	14,6%	11,8%	17,8%	18,7%	20,6%	21,6%	22,0%	22,1%	22,2%
EBT-Marge	14,0%	-17,7%	-7,5%	3,8%	7,5%	8,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	9,6%	-17,7%	-5,3%	2,7%	5,3%	6,0%	6,7%	6,7%	6,7%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,5%	147,80	92,00	58,35	35,85	19,75
4,0%	86,36	53,87	32,14	16,59	4,90
4,5%	49,56	28,57	13,55	2,27	-
5,0%	25,15	10,64	-	-	-
5,5%	7,84	-	-	-	-

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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 11.10.2023 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 11.10.2023 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
05.06.2023	Buy	19,00 Euro	1), 3)
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)

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.