14. November 2025
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials
Platz 1 & 2 German Software & IT
Mehrfacher Gewinner renommierter Analyst Awards

Noratis AG

Umfassende Restrukturierung erforderlich und geplant

Urteil: Hold (unverändert) | **Kurs:** 0,436 € | **Kursziel:** 1,10 € (zuvor: 1,75 €)

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:	ca. 40
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2E4MK4
Ticker:	NUVA:GR
Kurs:	0,436 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	13,6 Mio. Stück
Market-Cap:	5,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	340,6 Mio. Euro
Free Float:	28,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,96 / 0,398 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	5,8 Tsd. Euro / Tag

Erneute Restrukturierung geplant

Am 11. November hat Noratis mitgeteilt, ein neues umfassendes Restrukturierungskonzept beschlossen zu haben. Hierbei soll die bestehende Finanzierung des Portfolios mit einem neuen Finanzierungspartner neu aufgestellt werden, darüber hinaus strebt das Unternehmen eine Reduzierung des zurückzuzahlenden Nennbetrages der Anleihe an. In einem ersten Schritt wurde deswegen die fällige Zinszahlung für die Anleihe ausgesetzt und eine temporäre Stillhaltevereinbarung bezüglich der Zinszahlung vereinbart. Diese sichert Noratis eine dreimonatige Frist, um eine Anleihengläubigerversammlung einzuberufen, auf der die Anpassung der Konditionen beschlossen werden soll. Schließlich umfasst das Gesamtkonzept eine Neuregelung bezüglich der Kapitalzuführung von weiteren 16 Mio. Euro durch den neuen Mehrheitseigner ImmoWerk, zu der sich dieser im Rahmen seines Einstiegs verpflichtet hat (anstelle des früheren Mehrheitsaktionärs Merz). Diese soll nun nicht, wie bisher angekündigt, bis Ende Dezember, sondern erst im Anschluss an die für das Frühjahr 2026 geplante Hauptversammlung für 2024 erfolgen. Über weitere Maßnahmen des Restrukturierungskonzepts sowie über die Umsetzung der angekündigten Maßnahmen soll laufend informiert werden.

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	85,6	60,2	66,6	37,5	62,2	70,9
EBIT (Mio. Euro)*	12,5	3,5	-17,7	-4,4	10,3	13,8
Jahresüberschuss*	8,2	-10,9	-28,1	-18,6	0,1	3,4
EpS*	1,71	-2,21	-3,74	-2,15	0,01	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	16,3%	-29,7%	10,6%	-43,7%	65,9%	14,0%
Gewinnwachstum	-13,1%	-	-	-	-	2656%
KUV	0,12	0,18	0,16	0,28	0,17	0,15
KGV	1,3	-	-	-	85,4	3,1
EV / EBIT	27,6	97,3	-	-	33,5	25,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**bis 2025 mit Bewertungsergebnis, ab 2026 ohne*

Kurzfristige Verschuldung zu hoch

Das Unternehmen begründet den Schritt mit den Herausforderungen, die die hohe kurzfristige Verschuldung (Stand 30. Juni: 83 Mio. Euro) darstellt. Dies umso mehr, als sich in den letzten Monaten die Rahmenbedingungen nicht in dem Ausmaß verbessert haben, das noch im Frühjahr erwartet worden war. So sind die Marktzinsen und die Hypothekenzinsen zuletzt nicht mehr entscheidend gesunken, zugleich verläuft die Erholung der Immobilienpreise bisher nur punktuell. Zusammen mit ersten Marktwerteinschätzungen aus dem Vertrieb hat das für Teile des Portfolios eine neuerliche Abwertung bedingt (siehe unten), was wiederum die anstehende Refinanzierung bei bestehenden Kreditpartnern erschweren könnte.

Gesamtlösung angestrebt

Diese bevorstehende Hürde könnte Noratis mit Hilfe eines neuen Finanzierungspartners überwinden, wofür aber die Umsetzung eines umfassenden Refinanzierungskonzepts, inkl. der Umstrukturierung der Anleihe, der Kapitalzuführung durch ImmoWert und der Übernahme der restlichen Merz-Anteile, Voraussetzung ist. Damit soll die kurzfristige Verschuldung entscheidend reduziert, die Gesamtverschulung gesenkt und neuer Spielraum für die geschäftsmodellgemäße Aufwertung der Immobilien geschaffen werden.

Nachlaufende Verkäufe aus 2024

Operativ war der bisherige Jahresverlauf hingegen weitgehend erwartungsgemäß. Laut dem Halbjahresbericht hat Noratis in den ersten sechs Monaten 86 Einheiten verkauft und damit einen Verkaufsumsatz von 7,4 Mio. Euro erzielt, 54 Prozent mehr als vor einem Jahr. Allerdings handelte es sich hierbei noch um Objekte, deren Veräußerung bereits 2024 im Rahmen der damals verfolgten Abverkaufsstrategie beurkundet worden waren und die deswegen vor allem dem Ziel der Liquiditätssicherung gedient hatten. Dementsprechend blieb auch das Verkaufsergebnis, wie im Vorjahr, mit -0,3 Mio. Euro negativ.

Mieteinnahmen und -ergebnis rückläufig

Durch die Verkäufe des zweiten Halbjahrs 2024 und der ersten sechs Monate 2025 sind die Mieterlöse um 5,6 Prozent gesunken, wobei der Rückgang vor allem die Kaltmieten (-7,6 Prozent auf 9,7 Mio. Euro) betraf, während die umgelegten Betriebs- und Nebenkosten mit 5,4 Mio. Euro fast auf Vorjahresniveau blieben. Da sich zugleich die nicht umlagefähigen Betriebskosten leicht und die Aufwendungen für Instandhaltung, die im Vorjahr wegen der tiefen Krise spürbar reduziert worden waren, wieder deutlich (+30 Prozent auf 1,6 Mio. Euro) erhöhten, ging das Vermietungsergebnis um 14 Prozent auf 7,1 Mio. Euro zurück. Die Vermietungsmarge (als Quotient des Vermietungsergebnisses und der Mieterlöse) ist dadurch von 52,2 auf 47,3 Prozent gesunken. In Summe der beiden Einnahmearten ist der Konzernumsatz um 8 Prozent auf 22,4 Mio. Euro gestiegen, während der Rohertrag (als Summe aus dem Verkaufs- und dem Vermietungsergebnis) um 15 Prozent auf 6,8 Mio. Euro abgenommen hat.

Overhead-Kosten deutlich reduziert

Den rückläufigen Rohertrag konnte Noratis mit spürbaren Kostensenkungen weitgehend kompensieren. So ist wegen der im Vorjahresvergleich von 55 auf 41 Beschäftige reduzierten Mitarbeiterzahl der Personalaufwand um 28 Prozent auf 1,7 Mio. Euro gesunken, während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 14 Prozent auf 2,7 Mio. Euro abnahmen. Hier hat sich insbesondere der Rückgang der im Vorjahr besonders hohen Rechts- und Beratungskosten entlastend ausgewirkt.

Bewertungsverlust reduziert, aber immer noch überraschend hoch

Die größte Aufwandsposition war im ersten Halbjahr erneut die Wertminderung der Vorratsimmobilien, die sich auf 8,5 Mio. Euro belaufen hat. Gegenüber dem Vorjahr (19,5 Mio. Euro) stellt das zwar eine deutliche Verbesserung dar, dennoch ist der Wert für uns überraschend hoch ausgefallen. Eine leichte Trendwende, und damit einen Verlauf in etwa im Einklang mit unseren Erwartungen, gab es hingegen beim Bewertungsergebnis für die im Anlagevermögen gehaltenen Immobilien. Hier konnte Noratis im ersten Halbjahr einen kleinen Bewertungsgewinn von

0,4 Mio. Euro ausweisen, nach einem leichten Bewertungsverlust von -0,2 Mio. Euro im Vorjahr.

EBIT weiter klar negativ

Wegen des hohen Bewertungsverlustes blieb das EBIT im ersten Halbjahr deutlich im negativen Bereich, wenn es auch mit -5,8 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr (-17,2 Mio. Euro) sehr deutlich verbessert werden konnte. Bereinigt um die Bewertungseffekte hat es sich hingegen von +2,4 auf +2,3 Mio. Euro minimal verschlechtert, worin sich das schwächere Vermietungsergebnis, das durch die Kosteneinsparungen nicht ganz aufgefangen werden konnte, widerspiegelt.

Geschäftszahlen	6M 2024	6M 2025	*Änderung*
Umsatz	20,75	22,45	*+8,2%*
davon Verkäufe	4,78	7,37	*+54,0%*
davon Vermietung	15,97	15,08	*-5,6%*
Rohertrag	8,03	6,84	*-14,8%*
Rohmarge	*38,7%*	*30,4%*	
EBIT	-17,17	-5,82	-
EBIT-Marge	*-82,7%*	*-25,9%*	
Bewertungseffekte	-19,61	-8,13	-
Vorsteuerergebnis	-24,92	-12,82	-
Vorsteuermarge	*-120,1%*	*-57,1%*	
Jahresüberschuss	-19,94	-12,61	-
Netto-Marge	*-96,1%*	*-56,2%*	
Free-Cashflow	6,71	8,83	*+31,6%*

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Zinssenkungen werden spürbar

Verbessert hat sich hingegen das Finanzergebnis, in dem sich die etwas reduzierte Kreditsumme und vor allem das gesunkene Zinsniveau entlastend ausgewirkt haben. Dadurch ist der Zinsaufwand um ein Viertel auf 7,4 Mio. Euro gefallen, was aber teilweise durch den geringeren Ertrag aus Zinssicherungsgeschäften aufgewogen wurde. In Summe hat sich das Finanzergebnis von -7,7 auf -7,0 Mio. Euro verbessert. Zusammen mit dem reduzierten EBIT-Verlust führte das zu einer Halbierung des Vorsteuerfehlbetrags auf -12,8 Mio. Euro. Bei einem leicht positiven Steuerergebnis von 0,2 Mio. Euro (Vorjahr: 4,8 Mio. Euro) resultierte daraus ein Halbjahresverlust von -12,6 Mio. Euro, nach -19,9 Mio. Euro im Vorjahr.

Free-Cashflow positiv

Da sich Noratis im ersten Halbjahr beim Einkauf komplett zurückgehalten hat und zugleich die größte Aufwandsposition (die Wertberichtigungen im Vorratsvermögen) nicht zahlungswirksam war, reichten die wenigen getätigten Verkäufe aus, um einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 7,0 Mio. Euro zu erzielen (Vorjahr: +4,6 Mio. Euro). Bei einem positiven Investitions-Cashflow in Höhe von 1,8 Mio. Euro, der aus den Einzahlungen aus fälligen Zinssicherungsgeschäften resultierte, belief sich der Free-Cashflow auf +8,8 Mio. Euro. Diese Mittel sowie den Zufluss aus der Kapitalerhöhung zu Jahresanfang (+7,3 Mio. Euro) nutzte Noratis im Wesentlichen für die Zinszahlungen von 5,0 Mio. Euro sowie für eine Nettotilgung in Höhe von 8,9 Mio. Euro. darüber hinaus konnte die Liquidität von 7,7 auf 9,7 Mio. Euro erhöht werden.

Vorratsvermögen niedriger

Damit liegt die Liquidität gleichauf mit den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (9,9 Mio. Euro) an zweiter Stelle der Aktiva. Mit Abstand die größte Position ist aber weiterhin das Vorratsvermögen, das sich per Ende Juni auf 369,7 Mio. Euro belaufen hat. Gegenüber dem Jahreswechsel entspricht das einem Rückgang um 3,6 Prozent bzw. 13,8 Mio. Euro, im Vorjahresvergleich ist das Vorratsvermögen um 10 Prozent gesunken. Dennoch macht es weiterhin 92 Prozent der Bilanzsumme von 401,8 Mio. Euro aus. Zusammen mit den als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien entfallen auf das Immobilienvermögen 94 Prozent aller Assets. Das darin abgebildete Portfolio umfasste zum Halbjahresstichtag insgesamt 3.656 Einheiten mit einer Mietfläche von 246.000 m².

Eigenkapital deutlich gesunken

Auf der Passivseite hat sich das Eigenkapital durch den Halbjahresverlust trotz der Kapitalerhöhung um 9 Prozent auf 54,5 Mio. Euro reduziert, was in Relation

zur Bilanzsumme einer von 14,4 auf 13,6 Prozent gesunkenen Eigenkapitalquote entspricht. Die Finanzschulden (Bankkredite und Anleihe) summierten sich auf 344,3 Mio. Euro bzw. 86 Prozent der Bilanzsumme. Hiervon entfielen 82,9 Mio. Euro auf die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten, die bis Mitte 2026 zu tilgen sind. Bei der Beurteilung der bilanziellen Kennzahlen ist allerdings zu berücksichtigen, dass Noratis den Großteil des Immobilienvermögens im Vorratsvermögen zu fortgeführten Anschaffungskosten und nicht zu Marktwerten bilanziert. Die daraus resultierenden stillen Reserven betrugen zur Jahresmitte 38,2 Mio. Euro, woraus sich nach Steuern ein Eigenkapital von 82,2 Mio. Euro bzw. eine Eigenkapitalquote von 18,7 Prozent ergibt. Je Aktie lag der NAV somit bei 6,05 Euro (nach 10,24 Euro zum Jahreswechsel).

Relative Verschuldung weiter hoch

Die Relation der Nettofinanzverschuldung zu den Marktwerten der Immobilien, der Net LTV, lag zur Jahresmitte bei 80,1 Prozent und damit fast unverändert gegenüber dem Stand von Anfang Januar (79,5 Prozent). Damit verletzt das Unternehmen weiterhin bestehende Covenants (unter 75 Prozent), was aber ebenfalls im Rahmen des anstehenden Sanierungskonzepts geheilt werden soll.

Sehr hohe Schätzunsicherheit

Durch die erneute Zuspitzung der Situation hat sich die Varianz der möglichen Entwicklungspfade sehr erhöht, die Spanne reicht von einer Insolvenz bis zur Rückkehr in den Wachstumsmodus auf Basis einer deutlich robusteren Finanzierung. Da das Unternehmen den Gläubigern ein stimmiges Gesamtkonzept präsentieren will, halten wir das letztgenannte Szenario für wahrscheinlicher, aber selbst für diesen Fall sind die genauen Konditionen derzeit noch völlig unbekannt.

Umsätze und Margen gesenkt

Bis auf Weiteres halten wir deswegen an unserem bisherigen Schätzszenario fest, kalkulieren folglich als zentrale Annahmen mit einem Fortbestand des Unternehmens und mit einer Rückkehr zum Wachstum in den kommenden Jahren. Nach der neuerlichen Abwertung des Vorratsvermögens haben wir aber die für die künftigen Verkäufe unterstellten Margen abgesenkt, auch die Profitabilität des Vermietungsergebnisses schätzen wir jetzt vorsichtiger ein als bisher. Im Hinblick auf das laufende Jahr haben wir angenommen, dass keine Verkäufe mehr umsatzwirksam verbucht werden, so dass sich der Jahresumsatz im Wesentlichen aus den Erlösen der ersten sechs Monate und den Mieterlösen im zweiten Halbjahr zusammensetzt und nun auf 37,5 Mio. Euro beläuft (bisher: 40,1 Mio. Euro). Das EBIT, das wir bisher bei +4,9 Mio. Euro geschätzt hatten, taxieren wir nun wegen des Bewertungsverlustes, der negativen Verkaufsmargen und der geringeren Vermietungsmarge auf -4,4 Mio. Euro. Nach Zinsen und Steuern rechnen wir für 2025 mit einem Verlust von -18,6 Mio. Euro.

Wachstum ab 2026

Für 2026 rechnen wir unverändert mit einer deutlichen Zunahme der Verkäufe, die dann auch wieder mit einer positiven Marge (wenn auch niedriger als bisher geschätzt) einhergehen sollten, was ein positives EBIT von 10,3 Mio. Euro und ein ausgeglichenes Nettoergebnis ermöglichen sollte. Anschließend haben wir ein fortgesetztes Umsatzwachstum zwischen anfänglich 14 und letztlich 4 Prozent unterstellt, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2032, wie bisher, mit Erlösen von 97 Mio. Euro rechnen. Auch für die Verkaufsmarge kalkulieren wir mit einem moderaten Aufwärtstrend, wobei wir den Zielwert mit 20,0 Prozent unter dem bisherigen Niveau (22 Prozent) angesetzt haben. Auf der EBIT-Ebene ergibt sich daraus für 2032 eine Ziel-Marge von 23 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2025 bis 2032 zeigt die Tabelle oben auf der nächsten Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Für den Zeitraum ab 2033 haben wir den Terminal Value angesetzt, zu dessen Ermittlung wir das EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und eine „ewige“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	37,5	62,2	70,9	77,7	83,3	88,2	93,0	96,7
Umsatzwachstum		65,9%	14,0%	9,7%	7,2%	5,8%	5,4%	4,0%
EBIT-Marge	-11,7%	16,6%	19,5%	21,2%	22,2%	22,8%	23,0%	23,0%
EBIT	**-4,4**	**10,3**	**13,8**	**16,5**	**18,5**	**20,1**	**21,4**	**22,2**
Steuersatz	0,0%	5,0%	5,0%	15,0%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,5	0,7	2,5	5,1	5,5	5,9	6,1
NOPAT	**-4,4**	**9,8**	**13,1**	**14,0**	**13,4**	**14,6**	**15,5**	**16,1**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,0	10,0	13,3	14,2	13,6	14,8	15,7	16,3
- Zunahme Net Working Capital	8,7	-9,7	-9,9	-10,2	-10,5	-10,8	-11,0	-11,3
- Investitionen AV	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	**12,6**	**0,2**	**3,2**	**4,0**	**2,9**	**3,8**	**4,5**	**4,8**

SMC Schätzmodell

herangezogen haben. Diese Cashflows diskontieren wir mit dem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC). Diesem liegen ein FK-Zins von 3,75 Prozent sowie ein Eigenkapitalkostensatz von 9,2 Prozent zugrunde. Diesen haben wir anhand der CAPM-Methode auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,6 Prozent und eines Betafaktors von 1,2 ermittelt. Bei einem Ziel-FK-Anteil von 72,5 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 27,4 Prozent ergibt sich daraus ein WACC-Satz von 4,5 Prozent.

Neues Kursziel: 1,10 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 26,2 Mio. Euro bzw. 1,08 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 1,10 Euro ableiten (bisher: 1,75 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die deutliche Reduktion ist der nun erheblich zurückhaltenderen Einschätzung des bestehenden Portfolios geschuldet. Bei der Ermittlung des Kursziels haben wir dabei auch, wie bisher, die Zuführung von 16 Mio. Euro an zusätzlichem Eigenkapital unterstellt und deswegen mit einer verwässerten Aktienzahl von 24,2 Mio. kalkuliert. Schließlich hat sich die Unsicherheit unserer Schätzungen durch die neuerliche Zuspitzung der Krise wieder erhöht. Wir sehen derzeit eine sehr hohe Schätzunsicherheit, was in der Vergabe von sechs Risikopunkten zum Ausdruck kommt (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

Die Noratis AG kommt nicht zur Ruhe. Nachdem es zunächst den Anschein hatte, als könnte nach der Laufzeitverlängerung der Anleihen und dem Wechsel des Großaktionärs der Blick wieder nach vorne gerichtet werden, sieht sich der Vorstand nun doch gezwungen, ein umfassendes Restrukturierungskonzept umzusetzen. Damit soll die Kapitalstruktur auf eine solidere Basis gestellt werden, wofür sowohl die Objektfinanzierungen mit einem neuen Partner refinanziert als auch die Anleihen restrukturiert (inkl. teilweisen Erlass) werden sollen. Da Noratis hierzu die Zustimmung der Kreditgeber benötigt, ist der Ausgang des Verfahrens derzeit völlig offen.

Ebenso wenig ersichtlich ist es derzeit, wie sich das auf die Aktionäre auswirkt. Ein Schuldenerlass würde den Unternehmenswert c.p. erhöhen, ein denkbarer Debt-Equity-Swap könnte andererseits aber für eine starke Verwässerung sorgen. Im Worst-Case ist auch ein Scheitern der Restrukturierung nicht ausgeschlossen.

Erforderlich wurde die Restrukturierung, weil die hohe kurzfristige Finanzverschuldung von 83 Mio. Euro (per Ende Juni) das Unternehmen derzeit vor große Herausforderungen stellt. Da sich einerseits der Markt in den vergangenen Monaten noch nicht in dem erhofften Ausmaß erholt hat und andererseits Teile des Portfolios als weniger werthaltig erwiesen haben als zuvor angenommen, stellt die Refinanzierung der fälligen Darlehen eine große Hürde dar.

Die korrigierte Einschätzung des Portfolios, in die laut Noratis auch erste Marktreaktionen auf Verkaufsinitiativen eingeflossen sind, hat sich auch in einem erneut hohen Bewertungsverlust zum 30. Juni (-8,5 Mio. Euro) niedergeschlagen, weswegen das Halbjahres-EBIT mit -5,8 Mio. Euro klar negativ ausgefallen ist.

Aber auch das Vermietungsergebnis blieb unter unseren Erwartungen, weswegen wir in unseren – auf dem aktuellen Informationsstand nur überschlägig möglichen – Schätzungen das Ertragspotenzial des Portfolios deutlich konservativer erfasst haben.

Der faire Wert hat sich dadurch von 1,75 auf 1,10 Euro reduziert, wobei wir die aktuell sehr hohe Schätzunsicherheit betonen. Unser Urteil bleibt „Hold“ in der Abwägung der Chancen, die der Weiterbetrieb nach einer erfolgreichen Restrukturierung bieten würde, und dem Risiko einer Insolvenz, wenn diese scheitert.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Mit der Schwerpunktlegung auf gebrauchte Wohnimmobilien adressiert Noratis einen Markt, der sich durch einen merklichen strukturellen Nachfrageüberhang auszeichnet.
- Vor Ausbruch der Immobilienkrise hat Noratis bereits bewiesen, dass das Geschäftsmodell gut funktionieren kann.
- Mit dem Einstieg von Immowerk wurde ein neuer Großaktionär gewonnen, der sich gewillt zeigt, das Unternehmen bei der Rückkehr zum profitablen Wachstum zu unterstützen.
- Der Vorstand verfügt über sehr umfangreiche Erfahrung und Vernetzung im Immobiliensektor.

Schwächen

- Durch den starken Zinsanstieg und die komplette Erstarrung des Transaktionsmarktes ist Noratis in eine existentielle Krise geraten.
- Hoher Verlust auch im ersten Halbjahr 2025.
- Durch die Krise und die Rekapitalisierung haben die Altaktionäre sehr hohe Verluste erlitten. Das Vertrauen des Kapitalmarktes muss erst wieder hergestellt werden. Durch die erneute Restrukturierung wird dies zusätzlich erschwert.
- Die Umsetzung des Geschäftsmodells Bestandsentwicklung erfordert viel Kapital (für den Ankauf und die Sanierungsphase).
- Geringer Freefloat und illiquider Börsenhandel.

Chancen

- Die Kombination aus hohen Zinsen und hohen Baukosten sorgt für eine massive Verteuerung von Neubauten, wodurch Bestandsimmobilien relativ an Attraktivität gewinnen. Der Einbruch der Neubauaktivitäten im Zuge der Immobilienkrise könnte diesen Trend verstärken.
- Die Umsetzung der energetischen Aufwertung könnte die Attraktivität und die Rentabilität der Immobilien zusätzlich erhöhen.
- Das deutlich abgewertete Immobilienportfolio könnte für den Fall einer deutlichen Markterholung Potenzial für lukrative Verkäufe bieten.
- Nach einer erfolgreichen Restrukturierung könnte Noratis von der krisenbedingten Marktbereinigung profitieren und gute Einkaufs- und Expansionschancen nutzen.
- Eine Fortsetzung des Zinssenkungskurses könnte die Nachfrage wieder beflügeln und zugleich die Finanzierungskosten reduzieren.
- Eine erfolgreiche Restrukturierung dürfte der Aktie eine deutlich Erholung ermöglichen.

Risiken

- Die geplante Restrukturierung könnte bei fehlender Zustimmung der Fremdkapitalgeber scheitern, was eine Insolvenz zur Folge haben könnte.
- Die Kaufnachfrage nach Wohnungen ist stark zinssensibel und derzeit noch schwach. Auch die schwache Konjunktur dämpft die Bereitschaft, Wohneigentum zu erwerben.
- Die Rahmenbedingungen für den Heizungssektor und damit für die geplanten Aufwertungsmaßnahmen unterliegen einer starken politischen Unsicherheit.
- Ohne die notwendige energetische Sanierung könnten die Noratis-Immobilien rasch und deutlich an Wert verlieren.
- Noch könnte Immowerk auf die Ausübung der Option auf die zweite Hälfte des Merz-Pakets verzichten, was zumindest temporär für Verunsicherung sorgen würde.
- Die kurzfristige Fremdfinanzierung sorgt für Anfälligkeit in volkswirtschaftlich und/oder politisch schwierigen Phasen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	17,6	7,8	7,8	7,8	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
3. Als Finanzinv. gehaltene Immobilien	9,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
II. UV Summe	397,5	402,3	402,8	406,6	418,2	427,5	437,9	449,2	461,1
1. Vorratsvermögen	383,5	374,6	384,0	393,6	403,4	413,5	423,9	434,5	445,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	59,8	64,5	64,7	68,1	74,1	80,9	88,9	97,7	107,1
II. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	328,2	319,0	319,0	319,0	321,6	323,5	325,3	327,3	327,3
2. Kurzfristiges FK	26,8	26,2	26,5	26,9	29,7	30,2	30,8	31,2	33,7
BILANZSUMME	**415,1**	**410,1**	**410,5**	**414,3**	**425,8**	**435,0**	**445,5**	**456,8**	**468,7**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	66,6	37,5	62,2	70,9	77,7	83,3	88,2	93,0	96,7
Rohertrag	13,3	13,4	18,9	22,8	25,7	27,9	29,8	31,3	32,4
EBITDA	3,8	4,0	10,5	14,0	16,6	18,7	20,3	21,6	22,4
EBIT*	-17,7	-4,4	10,3	13,8	16,5	18,5	20,1	21,4	22,2
EBT*	-33,1	-18,6	0,1	3,6	7,1	9,4	11,0	12,2	12,9
JÜ (vor Ant. Dritter)*	-28,4	-18,6	0,1	3,4	6,0	6,8	8,0	8,8	9,4
JÜ*	-28,1	-18,6	0,1	3,4	6,0	6,8	8,0	8,8	9,4
EPS*	-3,74	-2,15	0,01	0,14	0,25	0,28	0,33	0,36	0,39

** 2024 und 2025 mit Bewertungsergebnis, ab 2026 ohne*

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	34,7	12,5	0,9	3,9	5,4	5,7	6,6	7,3	7,6
CF aus Investition	4,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	-44,5	0,8	-10,2	-10,2	-4,4	-7,1	-7,2	-7,2	-7,3
Liquidität Jahresanfa.	13,4	7,7	20,9	11,4	4,9	5,9	4,3	3,4	3,2
Liquidität Jahresende	7,7	20,9	11,4	4,9	5,9	4,3	3,4	3,2	3,3

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	10,6%	-43,7%	65,9%	14,0%	9,7%	7,2%	5,8%	5,4%	4,0%
Rohertragsmarge	20,0%	35,7%	30,4%	32,1%	33,0%	33,5%	33,8%	33,7%	33,5%
EBITDA-Marge	5,7%	10,6%	16,9%	19,7%	21,4%	22,4%	23,0%	23,2%	23,2%
EBIT-Marge	-26,5%	-11,7%	16,6%	19,5%	21,2%	22,2%	22,8%	23,0%	23,0%
EBT-Marge	-49,8%	-49,5%	0,2%	5,1%	9,1%	11,3%	12,4%	13,1%	13,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,2%	-49,5%	0,2%	4,8%	7,8%	8,2%	9,0%	9,5%	9,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
3,5%	20,88	12,75	7,81	4,48	2,09
4,0%	11,87	7,10	3,88	1,58	-
4,5%	6,42	3,31	**1,08**	-	-
5,0%	2,76	0,60	-	-	-
5,5%	0,15	-	-	-	-

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 und/oder ein nahestehendes Unternehmen unterhält/unterhalten 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 14.11.2025 um 10:38 Uhr fertiggestellt und am 14.11.2025 um 11:15 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
14.07.2025	Hold	1,75 Euro	1), 3), 4)
16.10.2024	Sell	1,10 Euro	1), 3), 4)
18.06.2024	Hold	6,30 Euro	1), 3)

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.