22. Februar 2018

Research Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

Noratis AG

Hohes Wachstum und attraktive Dividendenrendite

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **21,40 Euro** | Kursziel: **33,90 Euro**

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Inhaltsverzeichnis

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Marktumfeld 9

Strategie 12

Zahlen 13

Equity-Story 16

DCF-Bewertung 17

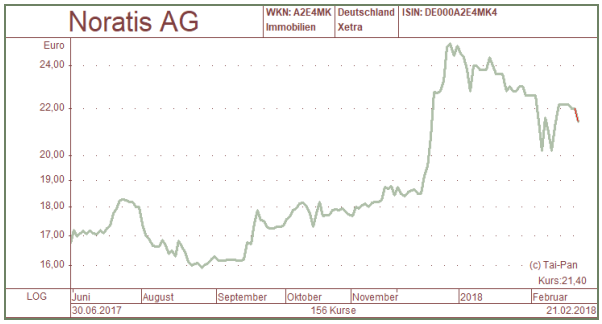
Fazit 20

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 21

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 22

Impressum & Disclaimer 23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	31
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A2E4MK4
Kurs:	21,40 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	2,92 Mio. Stück
Market Cap:	62,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	131,7 Mio. Euro
Free-Float:	32 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	25,99 / 15,90 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	77,6 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Die Noratis AG kombiniert in ihrem Geschäftsmodell Elemente von Immobilienbestandshaltung und Immobilienentwicklung. Dabei kauft sie ältere Wohnungen mit Modernisierungsbedarf und / oder mit Bewirtschaftungspotenzialen, führt umfangreiche Instandsetzungsmaßnahmen durch, verbessert die Vermietungssituation und veräußert die Objekte wieder en bloc oder einzeln. Mit diesem Modell hat Noratis in den letzten Jahren ein sehr hohes und sehr profitables Wachstum erzielt: der Umsatz hat sich seit 2014 fast vervierfacht und die Vorsteuermarge dürfte im letzten Jahr bei rund 18 Prozent gelegen haben. Mit dem IPO im letzten Sommer und der damit verbundenen Kapitalaufnahme hat das Unternehmen zudem eine zentrale Voraussetzung geschaffen, um weiterhin in hohem Tempo expandieren zu können. Da marktseitig derzeit kein Grund erkennbar ist, warum dies nicht gelingen sollte, haben wir für unser Bewertungsmodell ein solches Wachstumsszenario unterstellt. Der hieraus resultierende faire Wert von 33,90 Euro je Aktie signalisiert eine attraktive Bewertung, weswegen wir die Coverage mit dem Urteil „Buy“ starten.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	23,8	44,6	65,0	71,5	78,7	86,6
EBIT (Mio. Euro)	3,8	9,9	14,9	15,5	16,8	18,3
Jahresüberschuss	1,1	4,2	8,4	9,5	10,3	11,2
EpS*	0,37	1,44	2,88	3,24	3,53	3,83
Dividende je Aktie*	0,24	0,46	1,44	1,62	1,77	1,91
Umsatzwachstum	42,6%	87,1%	45,9%	10,0%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	33,9%	290,5%	99,9%	12,7%	8,9%	8,4%
KUV	2,62	1,40	0,96	0,87	0,79	0,72
KGV	58,0	14,9	7,4	6,6	6,1	5,6
KCF	-	3,34	-	-	-	-
EV / EBIT	34,9	13,3	8,8	8,5	7,8	7,2
Dividendenrendite	1,1%	2,1%	6,7%	7,6%	8,3%	8,9%

** auf Basis der aktuellen Aktienzahl*

Executive Summary

- **Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien:** Noratis hat sich auf den Erwerb, die Aufwertung und den Verkauf von Wohnungen spezialisiert. Das Geschäftsmodell kombiniert somit Elemente aus der Bestandshaltung und aus der Entwicklung von Wohnimmobilien, wobei es weniger risikoreich als die Entwicklung von Neubauten und renditestärker als die Bestandshaltung ist.

- **Fokus auf Sekundärstandorte:** Inhaltlich konzentriert sich Noratis auf ältere Wohnungssiedlungen an Standorten in Randlagen der großen Städte bzw. in kleineren Städten. Das Ankaufsprofil sieht vor, dass die Immobilien Bewirtschaftungspotenzialen aufweisen, die sich durch eine intensivere kaufmännische Betreuung sowie durch bauliche Modernisierung in vergleichsweise kurzer Zeit beheben lassen.

- **Hohe Profitabilität:** Die damit verbundene Wertschöpfung, in Verbindung mit der Vermietungsrendite und der Handelsmarge, ermöglicht Noratis die Erzielung von hohen Margen, die seit 2016 im deutlich zweistelligen Bereich liegen (auf Vorsteuerbasis).

- **Umsatz vervierfacht:** Gemäß der von Noratis bestätigten Umsatzprognose dürfte das Unternehmen im letzten Jahr rund 65 Mio. Euro erlöst haben. Damit hat sich der Umsatz seit 2014 fast vervierfacht.

- **Eigenkapitalbasis gestärkt:** Das Geschäftsmodell erfordert die Vorfinanzierung der Immobilien und der Modernisierungsmaßnahmen, weswegen das erzielbare Expansionstempo maßgeblich von der Verfügbarkeit von Eigenkapital bestimmt wird. Der mit dem im letzten Jahr vollzogenen Börsengang geschaffene Zugang zum Kapitalmarkt stellt deswegen eine zentrale Voraussetzung dar, um weiterhin in hohem Tempo wachsen zu können.

- **Vorratsvermögen erhöht:** Dank der Kapitalerhöhung im Zuge des Börsengangs dürfte Noratis auch 2017 trotz der sprunghaft erhöhten Umsätze das Vorratsvermögen weiter ausgebaut haben. Damit ist die Projektpipeline weiterhin gut gefüllt. Dasselbe gilt nach Unternehmensangaben auch für die Einkaufspipeline, so dass von dieser Seite nach dem aktuellen Eindruck kein Engpass absehbar ist.

- **Skaleneffekte und stetigere Einnahmen zu erwarten:** Dank der etablierten und effizienten Team- und Prozessstrukturen geht zusätzliches Geschäftsvolumen mit nur deutlich unterdurchschnittlich steigenden Kosten einher, was Spielraum für steigende Margen bietet. Gleichzeitig sollte ein wachsendes Volumen für eine sinkende Bedeutung einzelner Verkäufe sorgen und damit die Einnahmen verstetigen.

- **Hohe Ausschüttungsquote:** Noratis hat angekündigt, rund die Hälfte des Gewinns ausschütten zu wollen, was auf dem aktuellen Bewertungsniveau für eine hohe Dividendenrendite sorgt.

- **Aktie mit deutlicher Unterbewertung:** Im Rahmen der Wertermittlung haben wir eine Fortsetzung des Wachstumskurses unterstellt, dabei aber im Vergleich zu den vergangenen Werten ein moderateres Wachstumstempo und leicht rückläufige Margen angenommen. Dennoch signalisiert unser Modell einen fairen Wert, der mit 33,90 Euro weit oberhalb des aktuellen Kurses liegt.

SWOT-Analyse

Stärken

- Ausbalanciertes Geschäftsmodell mit einem Chance-Risiko-Profil, das zwischen der reinen Projektentwicklung und der Bestandshaltung liegt.
- Der deutsche Markt für Wohnimmobilien ist von einem spürbaren Nachfrageüberhang sowie von attraktiven Rahmenbedingungen gekennzeichnet.
- Die Attraktivität des Geschäftsmodells und des adressierten Marktes hat Noratis in den letzten Jahren mit sehr starkem Wachstum und hoher Profitabilität gezeigt.
- Solide und stabile Strukturen durch ausgeprägte Kontinuität in der Unternehmensführung und im Aktionariat, in denen die Gründer noch die prägende Rolle spielen.
- Konservative Bilanzierung der Vorratsimmobilien sorgt für hohe stille Reserven.
- Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik.

Schwächen

- Die Umsätze und Erträge sind hochgradig von einzelnen Blockverkäufen abhängig und deswegen erratisch und schwer vorhersehbar.
- Ohne Berücksichtigung der stillen Reserven ist die bilanzielle Eigenkapitalquote niedrig und die relative Verschuldung hoch.
- Noch ist das Portfolio nicht groß genug, um aus den Mieteinnahmen neben den Bewirtschaftungskosten und dem Kapitaldienst auch die fixen Overhead-Kosten zu decken.
- Auch wenn die Kapitalbindung deutlich geringer ist als bei einer typischen Bestandshaltung, weist das Geschäftsmodell eine hohe Kapitalintensität auf. Da zudem die angekündigte hohe Ausschüttungsquote die Innenfinanzierungskraft begrenzt, hängt das erreichbare Wachstumstempo von der Verfügbarkeit externer Finanzierungsquellen ab.

Chancen

- Durch den erfolgreichen Börsengang hat sich Noratis neuen finanziellen Spielraum geschaffen, um die Expansion fortzusetzen.
- Das im letzten Jahr spürbar aufgestockte Vorratsvermögen sichert bereits einen Großteil des Umsatzes für 2018 und 2019 ab.
- Weiteres Wachstum dürfte mit Skaleneffekten vor allem im Personalbereich einhergehen und eine weiterhin hohe Profitabilität ermöglichen.
- Ein vergrößertes Portfolio könnte für eine Verstetigung der Einnahmen und für einen höheren Kostendeckungsgrad der Mieterlöse sorgen und somit das Risikoprofil weiter verbessern.
- Die Aktie ist noch moderat bewertet und bietet beachtlichen Spielraum für Kursgewinne.

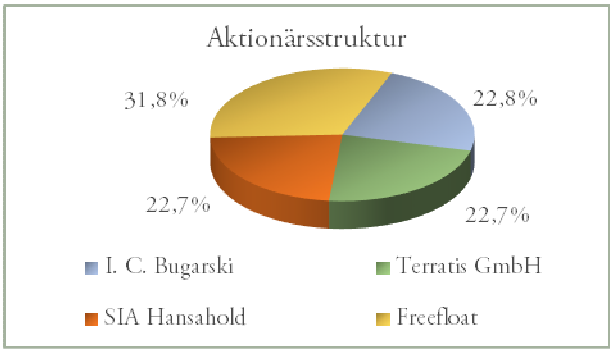
Risiken

- Der Fokus anderer Investoren könnte sich verstärkt auf Wohnimmobilien in Sekundärlagen verschieben und die Einkaufsmöglichkeiten verschlechtern.
- Steigende Zinsen könnten die Finanzierungsbedingungen verschlechtern und sich negativ auf die Immobiliennachfrage und die Immobilienpreise auswirken.
- Die Fehleinschätzung eines Wohnungsportfolios könnte die Profitabilität belasten.
- Das steigende Mietniveau und der anhaltende Wohnungsmangel könnten zu weiteren regulatorischen Eingriffen der Politik führen.

Profil

Bestandsentwicklung von Wohnungen

Die Noratis AG definiert ihr Geschäftsmodell als Bestandsentwicklung von Wohnimmobilien. Dazu werden Wohnungsportfolios mit kaufmännischen und / oder immobilienwirtschaftlichen Bewirtschaftungsdefiziten erworben, durch Instandsetzung und Neupositionierung aufgewertet und anschließend entweder durch Einzelprivatisierung oder per Blockverkauf veräußert. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Eschborn bei Frankfurt und beschäftigt aktuell 31 Mitarbeiter. In ihrer heutigen Rechtsform besteht die Noratis AG erst seit Mai 2017, als die 2002 gegründete und 2012 auf das aktuelle Geschäftsmodell ausgerichtete Noratis GmbH im Vorfeld des Börsengangs in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde. Das IPO in das Scale-Segment der Frankfurter Börse erfolgte am 30. Juni und war mit der Platzierung von 920 Tsd. neuen Aktien zum Ausgabepreis von 18,75 Euro verbunden.



Quelle: Unternehmen

Aktienmehrheit in Gründerhand

Auch nach dem IPO liegt die deutliche Aktienmehrheit bei den drei Personen, die die Gesellschaft bisher geprägt haben. Herr Oliver C. Smits, der über seine Terratis GmbH (zuvor über die Norlig GmbH, die auf die Terratis GmbH verschmolzen wurde) 22,7 Prozent der Anteile hält, war der Gründer und die treibende Kraft hinter der bisherigen Entwicklung der Gesellschaft, bis zum Sommer 2016 ihr Geschäftsführer und ist nun der Aufsichtsratsvorsitzende. Herr Igor Christian Bugarski, der über mehr als 15 Jahre Erfahrung in der Immobilienbranche verfügt, ist 2012 in die Gesellschaft und in die Geschäftsführung eingetreten und führt das Unternehmen bis heute als Vorstandsvorsitzender. Komplettiert wird der zweiköpfige Vorstand vom CFO André Speth, der aus seinen früheren Tätigkeiten umfangreiche Immobilien- und Kapitalmarkterfahrung einbringt und seit 2015 der Unternehmensführung angehört. Ohne eine Funktion im Unternehmen ist der dritte Gründer und Großaktionär, Herr Edgars Pigoznis, der seine 22,7 Prozent über die SIA Hansahold aus Lettland hält.

Attraktive Chance-Risiko-Kombination

Unter dem eigens geprägten Begriff der Bestandsentwicklung verfolgt Noratis ein Geschäftsmodell, das Elemente der Immobilienentwicklung und der Bestandshaltung kombiniert und deswegen hinsichtlich seines Chance-Risiko-Profils zwischen diesen beiden Polen angesiedelt ist. Da Noratis bestehende Wohnungen ankauft, die einen Instandsetzungs- und Modernisierungsbedarf haben, aber keine Kernsanierung erfordern, sind die Risiken deutlich überschaubarer als bei der Entwicklung neuer Wohnungsprojekte. Gleichzeitig sorgen die Mieterlöse während der Haltedauer für stetige Einnahmen, mit denen die Betriebs- und Kapitalkosten der Wohnungen und perspektivisch auch die gesamten Fixkosten der Organisation gedeckt werden. Im Gegensatz zu reinen Bestandshaltern ermöglicht wiederum die Wertschöpfung bei der Aufwertung und dem anschließenden Verkauf der Wohnungen eine deutlich höhere Rendite auf das eingesetzte Kapital.

Klares Ankaufprofil

Um dieses Modell umzusetzen, werden im Einkauf strenge Kriterien angelegt. Dazu gehört die Konzentration auf Siedlungsbauten, Werkswohnungen und Quartiere aus 1920er bis 1980er Jahren, die meistens in Randlagen größerer Städte und in kleineren Städ-

ten ab 10.000 Einwohnern gelegen sind. Bevorzugt werden dabei Objekte mit einem erkennbaren Modernisierungsrückstand und / oder Leerstand erworben oder solche, die "kaufmännisch vernachlässigt bzw. optimierungsfähig" sind. Hierbei darf es sich aber um keine sozialen Brennpunkte handeln. Die präferierte Portfoliogröße liegt typischerweise zwischen 20 und 1.000 Wohnungen, wobei das größte bisher umgesetzte Projekt aus 755 Einheiten bestand.

Mieterfreundliche Modernisierung

Bei der Instandsetzung und Modernisierung der Objekte achtet Noratis auf die Akzeptanz der Mieter. Deswegen werden nur leerstehende Wohnungen modernisiert. Ein Schwerpunkt der Aufwertung liegt deswegen außerhalb der Wohnungen, an den Fassaden, der Haustechnik, in den Treppenhäusern und in den Außenanlagen. Auch die Modernisierung oder der nachträgliche Anbau von Balkonen spielen eine wichtige Rolle. Vereinzelt wird auch die Mietfläche durch eine Nachverdichtung zum Beispiel in Form zusätzlicher Geschosse erhöht. Insgesamt soll durch diese Maßnahmen das Wohnumfeld verbessert und die Attraktivität für neue Mieter erhöht werden, was sich in höheren Quadratmeterpreisen und in einem reduzierten Leerstand niederschlägt. Durch die Beschränkung der Renovierungsaktivitäten auf leerstehende Wohnungen wird in der Regel bis zum Weitervekauf nur ein Teil der Wohnungen modernisiert, den Rest überlässt Noratis dem Käufer. Mit den renovierten Wohnungen liefert das Unternehmen aber dem Investor einen Proof of Concept, dass der Modernisierungsplan funktioniert und vom Markt am gegebenen Standort angenommen wird.

Hoher Integrationsgrad

Bei der Umsetzung dieses Modells deckt Noratis die wesentlichen Schritte der Wertschöpfungskette selbst ab und profitiert so durch hohe Lerneffekte und eine Standardisierung der entsprechenden Prozesse. Dies beginnt beim Ankauf, für den das Unternehmen allein zwischen Januar und Oktober 2017 Angebote für 139 Tsd. Wohnungen geprüft hat. Der Prüfprozess wird ebenso von einer eigenen IT-Lösung unterstützt wie die Pflege des großen Netzwerks, das Noratis auf 4.000 Kontakte beziffert und das dem Unternehmen einen guten Marktzugang sichert. Auch in der Haltephase und im Vertrieb setzt Noratis vor allem auf eigene Kapazitäten. Sowohl das Asset-Management als auch die Planung und Steuerung der Modernisierungsmaßnahmen wird von eigenen Mitarbeitern übernommen, die bei größeren Projekten direkt vor Ort platziert werden. Lediglich das Property Management und die ausführenden Bautätigkeiten werden fremdvergeben, wobei Noratis auch hierfür teilweise auf ein Netzwerk von etablierten und bewährten Partnerschaften zurückgreifen kann. Durch die Vielzahl der bereits erfolgreich durchgeführten Projekte (siehe unten) kann Noratis nicht nur auf standardisierte Modernisierungskonzepte zurückgreifen, sondern genießt auch einen guten Ruf als zuverlässiger Vertragspartner.

Positive Referenzen

In den letzten drei Jahren hat Noratis mehr als 1.500 Wohnungen im Wert von rund 130 Mio. Euro veräußert und nach eigener Aussage sämtliche Projekte erfolgreich gestaltet. Die dabei erzielte Marge (gemessen als Quotient der fortgeführten Anschaffungskosten (incl. der Nebenkosten und der Modernisierungsinvestitionen) und der Verkaufserlöse) lag im Durchschnitt oberhalb von 20 Prozent. Das mit Abstand größte Projekt, mit dem das Unternehmen seine Leistungsfähigkeit eindrucksvoll unter Beweis gestellt hat, war der Erwerb, die Aufwertung und der Verkauf von 755 Wohnungen in Dormagen bei Düsseldorf. Die im Jahr 1965 erbauten Wohnungen wurden im Oktober 2015 in einem stark modernisierungsbedürftigen Zustand erworben, mit weiteren Investitionen in Höhe von rund 10 Mio. Euro aufgewertet und bis Ende 2017 bis auf knapp 50 für den Einzelverkauf vorgesehene Wohnungen komplett veräußert. In den etwas mehr als zwei Jahren Haltezeit wurden über 260 Wohnungen modernisiert, die Fassaden und Balkone saniert, die Gemeinschaftsflächen in den Häusern sowie die Außenanlagen neugestaltet und die Elektro- und Rohrinstallationen renoviert. Hierdurch konnte der Leerstand von anfänglich fast 30 Prozent nach 12 Monaten halbiert werden, inzwischen ist das Objekt nach Unternehmensangaben vollvermietet. Die Miete bei Neuvermietungen, die beim Erwerb des Portfolios noch mit

6,50 Euro geplant war, betrug zuletzt in der Spitze 7,60 Euro je Quadratmeter. Die Marge des Projekts hat Noratis nicht offengelegt, doch es dürfte maßgeblich für den für 2017 angekündigten Vorsteuergewinn von 13,5 Mio. Euro (vor IPO-Kosten) verantwortlich sein – obwohl ein Blockverkauf mit 137 Einheiten bereits im Geschäftsjahr 2016 realisiert wurde und obwohl ein (kleiner Teil) der Wohnungen noch im Bestand geblieben ist.

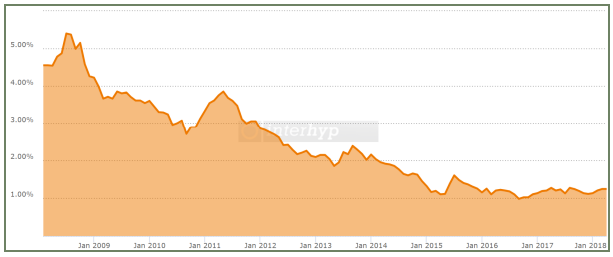
Großes Vorratsvermögen

Nach dem Verkauf des Dormagen-Projekts umfasst das aktuelle Portfolio fast 1.200 Wohnungen, die sich auf 16 Projekte an 13 unterschiedlichen Standorten verteilen. Das größte Einzelprojekt ist ein Portfolio aus 354 Wohnungen in Ratzeburg und in Mölln in Schleswig-Holstein, das im letzten Herbst erworben und von dem bereits im laufenden Jahr ein Teil mittels eines Blockverkaufs vermarktet werden soll. Zuvor soll ein Teil der Häuser aber aufgewertet und der Leerstand von etwa 6 Prozent reduziert werden. Der bilanzielle Wert des gesamten Vorratsvermögens dürfte sich aktuell nach unseren Schätzungen auf etwa 100 Mio. Euro belaufen, wobei Noratis nach HGB zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und dementsprechend über erhebliche stille Reserven in der Bilanz verfügt. Zum 31.12.2016 wurden diese bei einem Vorratsvermögen von 80 Mio. Euro auf 30 Mio. Euro beziffert.

Marktumfeld

Attraktive Rahmenbedingungen

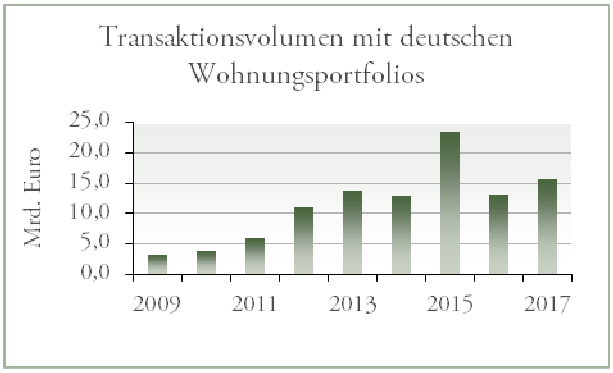
Der deutsche Immobilienmarkt weist seit mehreren Jahren eine beachtliche Dynamik auf. Er profitiert dabei von dem attraktiven Umfeld, das vor allem durch die Kombination von einem soliden Wirtschaftswachstum mit hohen Beschäftigungseffekten einerseits und dem historisch niedrigen Zinsniveau andererseits geprägt ist. Gemessen an der Angebotsauswertung des Hypothekenvermittlers Interhyp haben die Hypothekenzinsen im Sommer 2016 mit 0,98 Prozent neue historische Tiefstwerte erreicht, aktuell liegen sie mit im Durchschnitt 1,25 Prozent nur unwesentlich darüber (jeweils für 5-jährige Laufzeiten).



Durchschnittlicher Hypothekenzins; Quelle: Interhyp

Ansturm auf deutsche Immobilien

Da zudem die Immobilien im Unterschied zu den Anleihen der wenigen verbliebenen sicheren Schuldner noch ansehnliche Renditen versprechen, sind deutsche Immobilien in den vergangenen Jahren zunehmend in den Fokus von inländischen wie auch ausländischen Investoren gerückt. Ein Indikator für das zunehmende Investoreninteresse ist das Volumen der Immobilientransaktionen. Dieses hat sich nach Angaben von Ernst & Young (Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2018) im Bereich der Wohnimmobilien seit 2009 fast verfünffacht, von 3,3 Mrd. Euro auf zuletzt 15,6 Mrd. Euro. Im Jahr 2015 erreichte das Transaktionsvolumen mit deutschen Wohnimmobilien sogar den Rekordwert von fast 25 Mrd. Euro, was auf einige Großtransaktionen weit oberhalb der Milliardengrenze zurückzuführen war. Solche Transaktionen fehlten in den letzten beiden Jahren, stattdessen war der Markt von zahlreichen kleineren und mittelgroßen Deals geprägt. Einer von Ernst & Young durchgeführten Befragung unter 220 institutionellen Investoren zufolge sehen 94 Prozent der Befragten Deutschland als attraktiven oder sogar sehr attraktiven Standort für Immobilieninvestments, im europäischen Vergleich wird der deutsche Immobilienmarkt von 56 Prozent als sehr attraktiv eingeschätzt.



Quelle: Ernst & Young

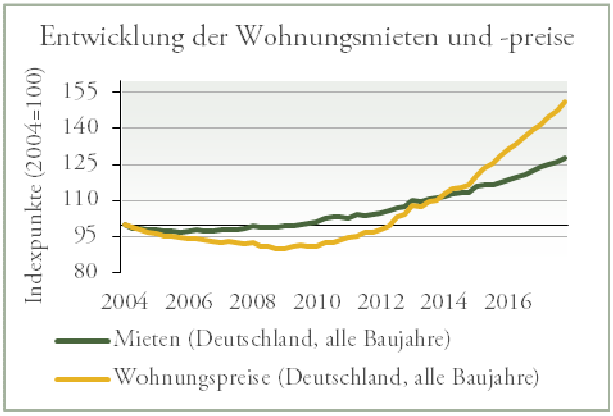
Wohnimmobilien begehrt

Ernst & Young zufolge erfreuen sich Wohnimmobilien unter den Investoren wieder der größten Beliebtheit. Nachdem sie im Vorjahr in der Anlegergunst hinter Büroimmobilien zurückgefallen waren, nannten nun 54 Prozent der Befragten Wohnimmobilien als die bevorzugte Nutzungsart ihrer Investments (im Vorjahr lag der Anteil bei 28 Prozent). Weitere 19 Prozent der Anleger haben zumindest einen mittleren Fokus auf Wohnimmobilien. Dementsprechend gehen die Investoren mehrheitlich von weiter steigenden Preisen für Wohnimmobilien aus, selbst für periphere Lagen sehen 95 Prozent der Befragten stabile (57 Prozent) oder gar steigende Preise (38 Prozent). Damit hat die Zuversicht hinsichtlich der Preisentwicklung an Sekundärstandorten im letzten Jahr zugenommen, in der Umfrage Anfang 2017 gingen noch 11 Prozent der Investoren von fallenden Wohnungspreisen in der Peripherie aus (Quelle:

Ernst & Young – Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2018).

Dynamischer Miet- und Preisanstieg

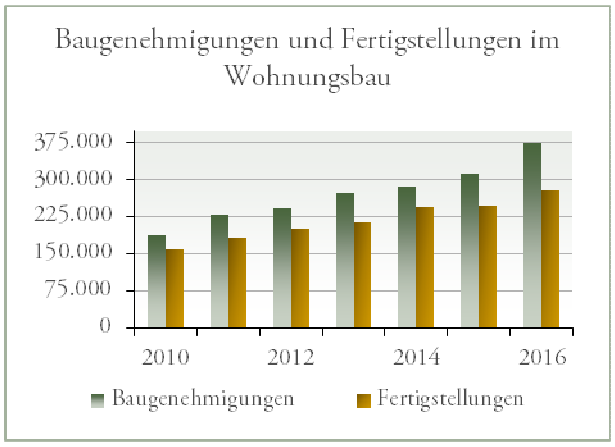
Diese lebhafte Investorennachfrage, in Verbindung mit einem wachsenden Wohnungsbedarf, haben in den letzten Jahren gerade in den Metropolen für eine dynamische Aufwärtsentwicklung der Preise und Mieten gesorgt. Im bundesdeutschen Durchschnitt haben sie seit Anfang 2010 um 26,2 Prozent auf zuletzt 7,59 Euro pro Quadratmeter zugelegt, bezogen auf die Neubauten war der Anstieg sogar noch etwas höher. Noch ausgeprägter ist der Aufwärtstrend hinsichtlich der Preise von Eigentumswohnungen, die sich deutschlandweit seit Anfang 2010 um 65,5 Prozent auf 2.196 Euro pro Quadratmeter erhöht haben (Quelle: empirica-Immobilienpreisindex IV/2017). Allerdings war hier im Krisenjahr 2009 auch ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen, weswegen sich der Vorsprung gegenüber der Entwicklung der Mieten bei einer längerfristigen Betrachtung etwas moderater ausnimmt.



Quelle: Empirica

Unzureichende Bautätigkeit

In Reaktion auf den anhaltenden Nachfrageüberhang und die Preisentwicklung hat in den letzten Jahren die Bautätigkeit in Deutschland merklich angezogen, die Zahl der Baugenehmigungen für Wohnungen hat sich zwischen 2010 und 2016 auf 375 Tsd. verdoppelt. Auch die Baufertigstellungen zeigen einen deutlichen Aufwärtstrend, mit 278 Tsd. lag die Zahl der 2016 fertiggestellten Wohnungen um 73 Prozent über dem Stand von 2010. Allerdings reicht dieser Zuwachs nicht aus, um die steigende Nachfrage zu decken. Laut Prognose liegt der Neubaubedarf in Deutschland bei rund 400.000 Wohnungen pro Jahr, was mit der Zuwanderung und der sinkenden durchschnittlichen Haushaltsgröße begründet wird.



Quelle: destatis

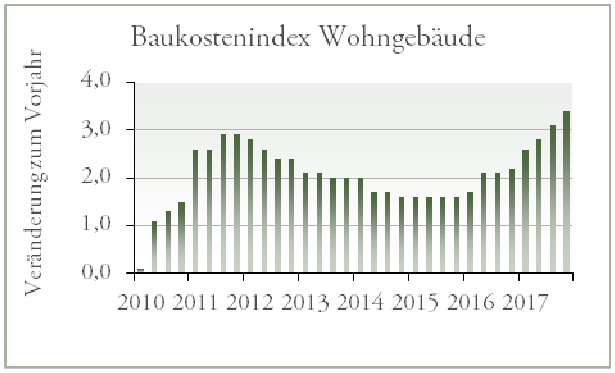
Bauwirtschaft an der Kapazitätsgrenze

Ob sich eine weitere Steigerung der Neubautätigkeit im ausreichenden Umfang schnell erreichen lässt, ist fraglich. Denn es häufen sich die Signale, dass die Bauwirtschaft an ihrer Kapazitätsgrenze arbeitet. Als ein Alarmzeichen wurde diesbezüglich der letztjährige Rückgang der Baugenehmigungen gedeutet. Zwischen Januar und November wurden deutschlandweit knapp 314 Tsd. neue Wohnungen genehmigt, was gegenüber derselben Periode des Vorjahrs einem Rückgang um 7,8 Prozent entsprach. Als ein wichtiger Grund wird das fehlende Bauland genannt.

Anstieg der Baukosten wird steiler

In das Bild passt auch, dass der Anstieg der Baukosten im Wohnungsbau in den letzten Quartalen weiter an Dynamik gewonnen hat. Im vierten Quartal 2017 betrug der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr 3,4 Prozent, was nach Angaben des Statistischen Bundesamtes der höchste Anstieg seit zehn Jahren war. Gemessen am Baukostenindex des Statistischen Bundesamtes lagen die Baupreise für Wohngebäude Ende 2017 fast 20 Prozent höher als Anfang 2010. Diese Beschleunigung lässt sich auch an der Entwicklung der Baulandpreise deutlich ablesen. Nach

Prognosen des Statistischen Bundesamtes war der Preisanstieg in den ersten beiden Quartalen 2017 sogar zweistellig, in Summe weist die Statistik zwischen 2010 und 2017 einen Preisanstieg um über 40 Prozent aus.



Quelle: destatis

Bestandsimmobilien werden attraktiver

Angesichts dieser Entwicklung sind günstige Mietwohnungen in Neubauten kaum noch zu realisieren. Im deutschlandweiten Durchschnitt lag die Miete pro Quadratmeter in Neubauten Ende 2017 bei 9,13 Euro je Quadratmeter (Quelle: empirica). In stärker nachgefragten Lagen können die Mieten weit höher ausfallen, das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) sieht dort Neubaumieten von 14 bis 16 Euro pro Quadratmeter. Hierdurch steigt die Attraktivität von Bestandsimmobilien, deren Mietanstieg etwas verhaltener ist. Nach Zahlen von empirica hat sich der Mietabstand zwischen den Neubauten und der Gesamtheit aller Wohnungen zwischen Anfang 2010 und Ende 2017 von 1,17 Euro je Quadratmeter auf 1,54 Euro je Quadratmeter erhöht.

Marktpotenzial wächst

Das von Noratis adressierte Marktsegment, das das Unternehmen auf Wohnungen mit Baujahr zwischen 1920 und 1986 abgrenzt, stellt mit 69 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes einen Großteil des deutschen Wohnungsmarktes dar. Da zudem nach Unternehmensangaben im Durchschnitt unzureichend in die Instandhaltung und Modernisierung investiert wird, veraltet die Bausubstanz zusehends, so dass das Betätigungsfeld für Noratis im Zeitablauf wächst. Durch die Konzentration der institutionellen Investoren auf die Toplagen weisen ältere Wohnungsbestände in Sekundärlagen zudem deutlich attraktivere Renditen auf.

Politische Einflussnahme

Das insgesamt sehr vorteilhafte Marktumfeld wird in den letzten Jahren allerdings durch politische Interventionen gestört, mit denen die Politik versucht, auf die vor allem in den Metropolen zu beobachtende Wohnungsknappheit und Verteuerung der Mieten zu reagieren. Das prominenteste Instrument ist die Mietpreisbremse, mit der der Anstieg der Miete bei Wiedervermietung auf maximal 10 Prozent über das ortsübliche Niveau begrenzt wird. Darüber hinaus wurde lokal (vor allem in Berlin) versucht, die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen zu unterbinden. Eine weitere Verschärfung zeichnet sich mit dem kürzlich vereinbarten Koalitionsvertrag ab. Neben einer Verschärfung der Mietpreisbremse sieht der Vertragsentwurf vor, das Ausmaß, in dem Modernisierungskosten auf die Miete umgelegt werden können (Modernisierungsumlage), von bisher 11 auf 8 Prozent pro Jahr zu reduzieren. Auf Nachfrage sieht Noratis das eigene Geschäft hierdurch allerdings nicht betroffen. Denn das Unternehmen sieht die Konzentration auf das untere Preissegment als einen wichtigen Vorteil und ist daher bestrebt, auch nach der Modernisierung ein attraktives Preis-Leistung-Paket anbieten zu können. Modernisierungen werden deswegen mit Augenmaß umgesetzt. Beispielsweise verzichtet Noratis meistens auf die sehr kostspielige energetische Sanierung der Häuser, weil diese gerade in Sekundärlagen die Miete prozentual so stark nach oben treiben kann, dass sich viele Mieter die Wohnungen nicht mehr leisten könnten.

Strategie

Konzentration auf die adressierte Nische

Mit der Konzentration auf ältere, modernisierungsbedürftige Wohnungen in Sekundärlagen adressiert Noratis ein Marktsegment, das sich in der Vergangenheit in Bezug auf die Miet- und Preisentwicklung als deutlich weniger schwankungsanfällig als die Toplagen gezeigt hat. Dies gilt auch für das Volumen der in dem Segment umgesetzten Transaktionen. Bei anhaltend hoher Wohnungsnachfrage und deutlich steigenden Neubaupreisen dürfte der Bedarf für modernisierte, aber dennoch günstige Bestandswohnungen noch auf Jahre groß sein und damit Noratis ein großes Betätigungsfeld bieten.

Ausbau des Portfolios

Um dieses Potenzial noch stärker zu nutzen, besteht die zentrale strategische Stoßrichtung im weiteren Ausbau des Portfolios. Nachdem dies bis zum Börsengang durch die begrenzte Kapitalverfügbarkeit gebremst wurde, will Noratis nun mehr und größere Projekte gleichzeitig bearbeiten, um damit nicht nur die Umsätze und die Ergebnisse zu steigern, sondern auch, um die Abhängigkeit von den Verkaufszeitpunkten einzelner Projekte zu reduzieren und so die Ertragsentwicklung zu verstetigen.

Nutzung von Skalierungspotenzialen

Mit dem weiteren Wachstum des Portfolios und der Umsätze will Noratis die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells noch stärker nutzen und die Profitabilität erhöhen. Nach den Vorleistungen der letzten Jahre verfügt das Unternehmen inzwischen über ein großes, eingespieltes Team sowie über erprobte Kernprozesse für den Einkauf, die Aufwertung und den Vertrieb der Immobilien und kann deswegen weiteres Wachstum ohne gleich hohe Kostensteigerungen bewältigen.

Mietanteil erhöhen

Dem Ziel, die Einnahmen zu verstetigen, soll auch die anteilige Erhöhung der Mieteinnahmen dienen. Dies soll einerseits durch das steigende Portfoliovolumen und andererseits, perspektivisch, durch eine längere Haltedauer ausgewählter Teilportfolien erfolgen. Im Optimalfall könnten stetig fließende Mieteinnahmen für eine weitgehende Deckung der Kapital- und Fixkosten sorgen und damit das Unternehmen noch krisenresistenter machen. Mindestens aber sollen die Mieteinnahmen die Bewirtschaftungskosten und den Kapitaldienst decken, was in den letzten Jahren gut gelungen ist.

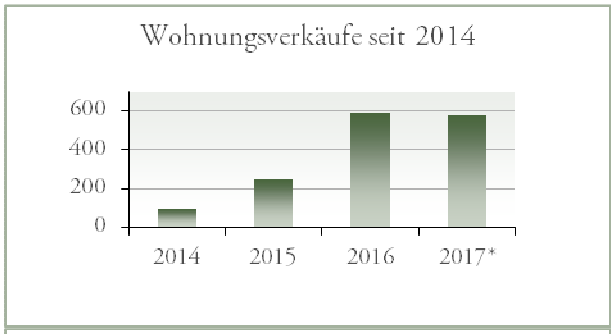
Positionierung als Dividendenwert

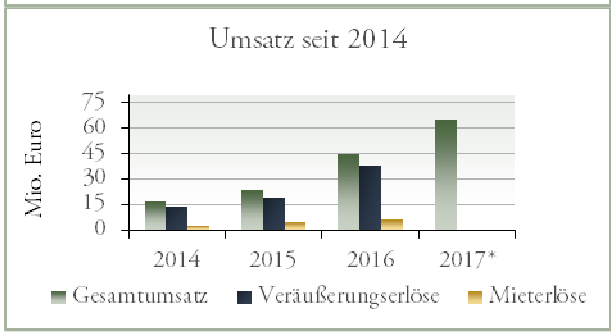
Ungeachtet des Bestrebens, die Eigenkapitalbasis zu stärken, soll Noratis als ein großzügiger und verlässlicher Dividendenzahler positioniert werden. Mit der in Aussicht gestellten Ausschüttungsquote von rund 50 Prozent lockt die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau mit einer hohen Dividendenrendite.

Zahlen

Umsatz seit 2014 vervierfacht

In den letzten Jahren hat Noratis ein sehr hohes Wachstum verzeichnet. Vor allem dank der deutlich steigenden Zahl an Wohnungsverkäufen, die sich von 98 im Jahr 2014 auf 593 im Jahr 2016 und schätzungsweise auf 575 im letzten Jahr erhöhte, hat sich der Umsatz von 16,7 Mio. Euro im Jahr 2014 auf 44,6 Mio. Euro in 2016 erhöht. Für das letzte Jahr hat Noratis das Umsatzziel von 65 Mio. Euro aufgestellt und es nach dem erfolgreichen Closing des dritten Blockverkaufs in Dormagen im Dezember bestätigt. Auf dieser Basis hat sich der Umsatz somit seit 2014 annähernd viervierfacht. Dass der Umsatz im letzten Jahr trotz der leicht gesunkenen Zahl der verkauften Wohnungen derart gestiegen ist, begründet das Unternehmen mit einer veränderten Zusammensetzung der verkauften Wohnungen.





*Quelle: Unternehmen; * Schätzung*

Verkaufserlöse dominieren

Die Umsätze speisen sich zu mehr als vier Fünfteln aus Verkaufserlösen, deren Anteil in den letzten Jahren zwischen 80 und 85 Prozent gelegen hat. Auch 2017 dürfte er nach unseren Schätzungen bei über 80 Prozent gelegen haben. In absoluten Zahlen haben sich die Mieteinnahmen aber ebenfalls stark erhöht, von 2,7 Mio. Euro in 2014 auf 6,7 Mio. Euro im vorletzten Geschäftsjahr. Im letzten Jahr dürften sie sich aufgrund der großen Verkäufe und der vergleichsweise späten Einkaufszeitpunkte aber wieder reduziert haben.

Steigende Rohmarge

Noch stärker als der Verkaufsumsatz ist in den letzten Jahren der Rohertrag aus Veräußerungen gestiegen. Dank der steigenden Marktpreise, aber auch einer anderen Zusammensetzung der verkauften Wohnungen hinsichtlich Standard und vor allem Standort konnte das Veräußerungsergebnis im Geschäftsjahr 2016 auf 24,3 Prozent der Veräußerungserlöse erhöht werden, nach 20,0 und 18,6 Prozent in den Vorjahren. Im ersten Halbjahr 2017 lag die Rohmarge sogar bei 28,0 Prozent.

Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	*Änderung*
Umsatz	23,81	44,56	*+87,1%*
davon Verkäufe	*19,00*	*37,80*	*+98,9%*
davon Vermietung	*4,80*	*6,70*	*+39,6%*
Rohertrag	6,41	13,17	*+105,4%*
Rohertragsmarge	*26,9%*	*29,6%*	
EBIT	3,76	9,91	*+163,8%*
EBIT-Marge	*15,8%*	*22,2%*	
EBT	1,50	6,01	*+301,2%*
EBT-Marge	*6,3%*	*13,5%*	
Jahresüberschuss	1,08	4,21	*+290,5%*
Nettomarge	*4,5%*	*9,4%*	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Zweistellige Vorsteuermarge

Zusammen mit dem Vermietungsergebnis in Höhe von 3,9 Mio. Euro (+69,6 Prozent) wurde im Geschäftsjahr 2016 ein Rohertrag von 13,2 Mio. Euro

erwirtschaftet, ein Zuwachs von über 100 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Da der Personalaufwand trotz der deutlichen Personalaufstockung mit 40 Prozent zwar kräftig, aber in Relation zum Rohertrag deutlich unterproportional gestiegen ist und da der sonstige betriebliche Aufwand lediglich um 10 Prozent zugelegt hat, konnte auf der Ebene des EBIT ein Gewinnzuwachs um 164 Prozent auf 9,9 Mio. Euro ausgewiesen werden, gleichbedeutend mit einer Marge von 22,2 Prozent. Bei einem um über 70 Prozent erhöhten Zinsaufwand von 3,9 Mio. Euro konnte dies in eine Vervierfachung des Vorsteuerergebnisses auf 6,0 Mio. Euro umgemünzt werden. Damit hat sich die Vorsteuermarge von 6,3 Prozent im Jahr 2015 auf 13,5 Prozent mehr als verdoppelt. Nach Abzug der Steuern wurde ein Jahresüberschuss von 4,2 Mio. Euro ausgewiesen (Vorjahr: 1,1 Mio. Euro).

Weiteres Wachstum im ersten Halbjahr 2017

Die positive Entwicklung hat sich auch im ersten Halbjahr 2017 fortgesetzt, in dem Noratis den Umsatz um fast 90 Prozent auf 33,1 Mio. Euro erhöht hat. Ausschlaggebend dafür war ein im Januar 2017 abgeschlossener Verkauf von 309 Wohnungen in Dormagen, der für eine Erhöhung der Veräußerungserlöse um 115 Prozent auf 30,4 Mio. Euro sowie für einen Anstieg der Verkaufsmarge auf 28 Prozent sorgte. Entgegengesetzt haben sich die Mieterlöse entwickelt, die sich aufgrund des Abgangs von in Summe fast 450 Wohnungen in Dormagen (ein erster Teilverkauf hatte schon im Oktober 2016 stattgefunden) um ein Viertel auf 2,6 Mio. Euro reduzierten. Der Konzernrohertrag erhöhte sich um fast 135 Prozent auf 10,1 Mio. Euro. Da der Personalaufwand lediglich um 14 Prozent auf 1,1 Mio. Euro zugenommen hat, legte das EBIT um 143 Prozent auf 6,9 Mio. Euro zu. Damit wurde eine EBIT-Marge von 20,8 Prozent ausgewiesen. Ein noch höherer Zuwachs wurde durch die Kosten des IPO in Höhe von 1,5 Mio. Euro verhindert, durch die sich der sonstige betriebliche Aufwand auf 2,2 Mio. Euro fast vervierfacht hat (von 0,6 Mio. Euro). Bereinigt um diesen Posten hätte sich das Halbjahres-EBIT sogar auf 8,4 Mio. Euro belaufen. In Kombination mit einem um 18 Prozent auf 1,5 Mio. Euro reduzierten Zinsaufwand resultierte daraus eine EBT-Verbesserung um fast 440 Prozent auf 5,4 Mio. Euro, während sich der Nettohalbjahresgewinn um fast 400 Prozent auf 3,3 Mio. Euro erhöhte.

Geschäftszahlen	HJ 2016	HJ 2017	*Änderung*
Umsatz	17,54	33,06	*+88,4%*
davon Verkäufe	*14,11*	*30,41*	*+115,5%*
davon Vermietung	*3,44*	*2,60*	*-24,3%*
Rohertrag	4,29	10,08	*+134,8%*
Rohertragsmarge	*24,5%*	*30,5%*	
EBIT	2,83	6,88	*+142,9%*
EBIT-Marge	*16,1%*	*20,8%*	
EBT	1,00	5,37	*+439,2%*
EBT-Marge	*5,7%*	*16,2%*	
Jahresüberschuss	0,67	3,33	*+397,7%*
Nettomarge	*3,8%*	*10,1%*	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Weiteres Skalierungspotenzial

Die hohe Profitabilität verdankt Noratis der starken Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Dank der großen Erfahrung und der Standardisierung der zentralen Prozesse (Einkauf, Planung, Steuerung) können insbesondere größere Projekte mit nur unterdurchschnittlich erhöhten operativen Kosten umgesetzt werden. Dementsprechend zeigt sich das Unternehmen zuversichtlich, mit dem aktuellen Mitarbeiterstamm auch spürbar größere Volumina realisieren zu können, will das Wachstum aber durch zusätzliche Kapazitäten im Asset Management und in der technischen Planung absichern. In diesen beiden Bereichen wird die Skalierbarkeit nämlich durch die dem Geschäftsmodell immanente intensive Beschäftigung mit den Wohnungen etwas begrenzt.

Teilerfolg beim IPO

Das wichtigste Ereignis des letzten Jahres war das IPO, das am 30. Juni erfolgt ist. Verbunden war der Börsengang mit der Emission von 920 Tsd. neuen Aktien, die zum Preis von 18,75 Euro ausgegeben wurden. Der daraus resultierende Emissionserlös be-

lief sich auf 17,25 Mio. Euro (brutto) und soll für den weiteren Ausbau des Portfolios genutzt werden. Damit wurde zwar nicht das ganze geplante Volumen von bis zu 2 Mio. neuen Aktien platziert, doch das Unternehmen sieht sich dadurch bezüglich der Expansionspläne nicht beeinträchtigt und verweist auf die bestehenden alternativen Finanzierungsquellen.

Stille Reserven relativieren Verschuldung

Durch die Kapitalerhöhung zum Börsengang sowie durch den Halbjahresgewinn hat sich das Eigenkapital im ersten Halbjahr 2017 von 6,6 Mio. Euro auf 23,9 Mio. Euro erhöht, die Eigenkapitalquote legte von 7,6 auf 19,3 Prozent zu. Unter Berücksichtigung der stillen Reserven, die aus der konservativen Bilanzierung des Vorratsvermögens resultieren und die das Unternehmen zum Stichtag 31. Dezember 2016 auf 30 Mio. Euro beziffert hat, dürfte die Eigenkapitalquote im Sommer (nach dem IPO) bei etwa 30 Prozent gelegen haben. Dies ist auch hinsichtlich der relativen Verschuldung zu beachten. Während die bilanzielle LTV-Kennzahl zum Halbjahresstichtag (inkl. der zu diesem Zeitpunkt noch nicht eingezahlten IPO-Zuflüsse) bei 70 Prozent gelegen hat, dürfte sie unter Hinzurechnung der stillen Reserven bei etwa 55 Prozent gelegen haben.

Prognosen erreicht

Einen Teil dieser stillen Reserven hat das Unternehmen im zweiten Halbjahr 2017 mit dem dritten Blockverkauf in Dormagen gehoben. Mit dem Verkauf, dessen Volumen Noratis auf den „unteren zweistelligen Millionenbereich“ beziffert, wurden nach Unternehmensangaben auch die letzten Voraussetzungen erfüllt, um die eigene Prognose für das Gesamtjahr 2017 zu erreichen. Diese sah einen Umsatz von rund 65 Mio. Euro und ein Vorsteuerergebnis vor IPO-Kosten von 13,5 Mio. Euro vor. Nach IPO-Kosten dürfte der Vorsteuergewinn somit bei etwa 12 Mio. Euro liegen und sich damit gegenüber 2016 verdoppeln. Auf dieser Basis wird sich das Eigenkapital zum 31. Dezember 2017 schätzungsweise ceteris paribus auf rund 29 Mio. Euro und die bilanzielle Eigenkapitalquote auf rund 23 Prozent erhöht haben.

Hohe Ausschüttungsquote angekündigt

An der Gewinnentwicklung sollen die Aktionäre nach Aussage des Unternehmens in Form einer Dividendenpolitik partizipieren. Für 2017 hat Noratis angekündigt, rund die Hälfte des Jahresüberschusses ausschütten zu wollen. Auf Basis der EBT-Prognose und unter der Annahme einer 30-prozentigen Steuerquote würde sich die Ausschüttungssumme somit auf 4,2 Mio. Euro belaufen. Je Aktie entspräche dies einer Dividende von 1,44 Euro, was bei einem aktuellen Kurs von 21,80 Euro gleichbedeutend mit einer Dividendenrendite von 6,6 Prozent wäre.

Mehrere Portfoliokäufe

Sehr aktiv ist Noratis im letzten Jahr auch auf der Einkaufsseite gewesen. Insgesamt wurden im letzten Jahr acht Portfolios erworben, die zwischen 19 und 354 Wohnungen umfassten. In Summe wurden im letzten Jahr 769 Einheiten gekauft, so dass das Vorratsvermögen trotz der erfolgreichen Veräußerungen erneut deutlich gewachsen sein dürfte. Im ersten Halbjahr war es von 80,2 Mio. Euro auf 98,1 Mio. Euro gestiegen und dürfte nicht zuletzt aufgrund des erst im zweiten Halbjahr vollzogenen Kaufs des großen Portfolios in Schleswig-Holstein weiter zugelegt haben. Auch im Hinblick auf die weitere Entwicklung spricht das Unternehmen von einer gut gefüllten Einkaufs-Pipeline

Equity-Story

Attraktive Nische in boomendem Markt

Beflügelt von niedrigen Zinsen und der wachsenden Nachfrage nach Wohnraum verzeichnet der deutsche Wohnungsmarkt seit Jahren steigende Mieten und Preise. In diesem freundlichen Gesamtmarkt adressiert Noratis mit dem Fokus auf ältere, modernisierungsbedürftige Siedlungswohnungen an Sekundärstandorten ein Segment, das von vielen großen Investoren als zu anspruchsvoll angesehen wird und das deswegen noch keine Überhitzungsanzeichen zeigt. Deswegen weist das Segment eine geringere Volatilität auf, bei gleichzeitig großem Potenzial.

Lukratives Geschäftsmodell

Um dieses Potenzial zu heben, verfolgt Noratis ein Geschäftsmodell, das Elemente der Bestandshaltung mit der Immobilienentwicklung kombiniert. Durch die Konzentration auf den Erwerb und die Aufwertung von Bestandswohnungen, die beim Ankauf Bewirtschaftungspotenziale aufweisen, kann Noratis die Risiken gegenüber der Entwicklung von Neubauwohnungen deutlich reduzieren und gleichzeitig viel höhere Renditen erzielen, als dies mit der reinen Bestandshaltung von Wohnimmobilien möglich wäre.

Überzeugender Track-record

Dass dieses Geschäftsmodell auch in der Praxis funktioniert, hat Noratis in den letzten Jahren ausreichend nachgewiesen, in denen sehr hohes Wachstum mit steigenden und zuletzt sogar zweistelligen Vorsteuerrenditen erzielt wurde. Sämtliche bisher abgeschlossenen Projekte waren erfolgreich, was für die Expertise des involvierten Teams und für die Eignung der aufgesetzten Prozesse spricht.

Basis für weiteres Wachstum gelegt

Mit dem Aufbau der Leistungsplattform und des Teams in den Vorjahren, dem letztjährigen IPO und der deutlichen Erhöhung des Vorratsvermögens hat Noratis bereits gute Voraussetzungen geschaffen, um das dynamische und profitable Wachstum fortzusetzen. Die gute Skalierbarkeit des Geschäftsmodells lässt zudem eine anhaltend hohe Profitabilität erwarten.

Hohe Dividendenrendite

Die hohe Profitabilität soll ankündigungsgemäß für eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik genutzt werden. Mit der geplanten Ausschüttungsquote von rund 50 Prozent will sich Noratis nicht nur als ein Wachstums-, sondern auch als ein Dividendenwert positionieren. Auf Basis der bestätigten Prognose für 2017 dürfte sich die Dividende nach unseren Schätzungen auf etwa 1,44 Euro je Aktie belaufen, gleichbedeutend mit einer Dividendenrendite von 6,7 Prozent.

Konservative Bilanzierung

Mit der HGB-Bilanzierung der Immobilien im Vorratsvermögen wählt Noratis bewusst einen konservativen Weg und verzichtet auf die gewinn- und eigenkapitalsteigernden Effekte der Fair-Value-Bewertung. Die Wertschöpfung wird dadurch erst mit dem Verkauf der Wohnungen bilanziell offengelegt, was zwar für ungünstigere Bilanzrelationen sorgt, dafür aber das Unternehmen vor der Volatilität des Bewertungsergebnisses schützt.

Unternehmen weiter eignergeführt

Noratis weist in der Führung eine große Kontinuität auf. Der Vorstandsvorsitzende ist bereits seit 2012 an Bord und hält zusammen mit den beiden anderen Initiatoren zwei Drittel der Anteile. Ein Gründer sitzt außerdem dem Aufsichtsrat vor.

Attraktive Bewertung

Auf dem aktuellen Niveau ist die Noratis-Aktie günstig bewertet. Dies zeigt sowohl die hohe Dividendenrendite von 6,7 Prozent als auch der von uns ermittelte faire Wert, der mit 33,90 Euro um fast 60 Prozent über dem aktuellen Kurs liegt.

DCF-Bewertung

Linearisiertes Szenario

Der Geschäftsverlauf wird stark von einzelnen Transaktionen beeinflusst, deren zeitliches Muster erratisch ist. Dementsprechend können die Umsätze und die Erträge deutlich schwanken, was ihre Schätzung für einzelne Jahre erschwert. Wie in solchen Fällen üblich, haben wir uns deswegen für ein linearisiertes Szenario entschieden, in dem wir von einem trendmäßigen Wachstum ausgehen, dessen Dynamik aber spürbar unter dem Niveau liegt, das Noratis in einzelnen Jahren tatsächlich schaffen kann. Dasselbe gilt für die Margenentwicklung, die in der Realität in Abhängigkeit von der Höhe und der Zusammensetzung der Umsätze schwanken kann, während wir uns in unseren Schätzungen an mittelfristigen Trends und Annahmen orientieren.

2017 im Rahmen der Prognose

Für das Jahr 2017 gehen wir davon aus, dass Noratis die eigene Prognose, die mit dem dritten Blockverkauf in Dormagen bestätigt wurde, erfüllt. Der Umsatz dürfte demnach bei 65 Mio. Euro und der Vorsteuergewinn bei 12 Mio. Euro liegen. Auf dieser Basis ist unter der Annahme einer 30-prozentigen Steuerquote mit einem Jahresüberschuss von 8,4 Mio. Euro zu rechnen, woraus bei einer 50-prozentigen Ausschüttungsquote eine Dividende von 1,44 Euro je Aktie resultieren würde. Bezüglich des Vorratsvermögens erwarten wir, dass die Zukäufe des zweiten Halbjahrs in Summe für einen Nettoanstieg auf knapp 100 Mio. Euro gesorgt haben.

Dynamischer Aufbau des Vorratsvermögens

Auch für die acht Jahre des detaillierten Prognosezeitraums haben wir ein trendmäßiges Wachstum des Immobilienvermögens unterstellt, die dabei angenommene Wachstumsrate liegt anfangs bei 10 Pro-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	71,5	78,7	86,6	95,2	104,3	113,7	123,5	133,4
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
EBIT-Marge	21,6%	21,4%	21,2%	20,9%	20,7%	20,4%	20,1%	19,7%
EBIT	**15,5**	**16,8**	**18,3**	**19,9**	**21,5**	**23,2**	**24,8**	**26,3**
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,6	5,1	5,5	6,0	6,5	7,0	7,4	7,9
NOPAT	**10,8**	**11,8**	**12,8**	**13,9**	**15,1**	**16,2**	**17,3**	**18,4**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	10,9	11,9	12,9	14,0	15,2	16,3	17,5	18,6
- Zunahme Net Working Capital	-9,9	-10,9	-12,0	-13,2	-14,6	-15,2	-15,8	-16,3
- Investitionen AV	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	**0,8**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**0,4**	**0,9**	**1,5**	**2,1**

SMC Schätzmodell

zent und reduziert sich anschließend leicht. Bis zum Jahr 2025 würde sich das Vorratsvermögen auf dieser Basis auf knapp 210 Mio. Euro erhöhen.

Umsatzwachstum folgt dem Vorratsvermögen

Auch für den Umsatz haben wir im Durchschnitt ein Wachstum von etwa 10 Prozent angenommen. Basierend auf der unterstellten Entwicklung des Vorratsvermögens rechnen wir hierfür mir einer konstanten Mietrendite sowie mit einer gleichbleibenden Umschlagsgeschwindigkeit des Portfolios. Die daraus resultierende Umsatzreihe verläuft von 71,5 Mio. Euro im laufenden Jahr auf 133,4 Mio. Euro im Jahr 2025.

Rohmarge leicht rückläufig

Für die Rohmarge haben wir, ausgehend von den exzellenten Werten in den letzten Jahren, aus Vorsicht einen leicht abwärts gerichteten Trend unterstellt. Damit tragen wir dem Risiko Rechnung, dass sich die Verkaufspreise in dem Segment auf Dauer nicht so schnell entwickeln könnten wie die Einkaufspreise und insbesondere die Kosten für die Modernisierung der Wohnungen. Mit einer trendmäßig margenerhöhenden Entwicklung rechnen wir hingegen beim Personalaufwand und dem sonstigen betrieblichen Aufwand, die wir aufgrund der zu erwartenden Skaleneffekte nur unterproportional zum Umsatz ansteigen lassen. In Summe ergibt sich daraus für die nächsten acht Jahre eine leicht rückläufige EBIT-Marge, die wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums auf immer noch beachtliche 19,7 Prozent taxieren. Nach Zinsen und Steuern kalkulieren wir zunächst mit einer Marge von 13,2 Prozent, die bis auf 11,9 Prozent abnimmt. Die Zusammenfassung des von uns unterstellten modellhaften Geschäftsverlaufs für die nächsten acht Jahre findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, weitere Detailübersichten können darüber hinaus dem Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum haben wir einen Sicherheitsabschlag von 20 Prozent auf die Zielmarge des Jahres 2025 vorgenommen, so dass wir zur Berechnung des Terminal Value mit einer EBIT-Marge von 15,8 Prozent kalkulieren. Sie liegt damit deutlich unterhalb des Durchschnittswertes der letzten Jahre. Das ewige Cashflow-Wachstum taxieren wir auf 1 Prozent p.a.

Diskontierungszins 6,4 %

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen kalkulatorischen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen der geringen Korrelation der Noratis-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und taxieren nach dem SMC-Branchen-Risikocluster-Modell den Betafaktor auf 1,4 (SmallCaps mit Schwerpunkt im Immobilienhandel). In Kombination mit einem Ziel-Fremdkapitalanteil von 50 Prozent und einem Tax-Shield von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,4 Prozent.

Kursziel: 33,90 Euro je Aktie

Auf Basis der Schätzungen und der von uns favorisierten Rahmenparameter (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,4 Prozent) resultiert aus unserem Bewertungsmodell ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 98,9 Mio. Euro bzw. von 33,85 Euro, je Aktie, woraus wir ein Kursziel von 33,90 Euro ableiten. In Relation zum aktuellen Kurs signalisiert unser Bewertungsmodell somit eine klare Unterbewertung der Noratis-Aktie und ein Kurspotenzial von aktuell über 50 Prozent.

Leicht erhöhtes Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Wie bereits weiter oben ausgeführt, ist der Geschäftsverlauf von Noratis im hohen Maße von einzelnen Transaktionen abhängig, insbesondere die größeren Blockverkäufe können das Zahlenwerk eines ganzen Geschäftsjahres maßgeblich beeinflussen. Allerdings handelt es sich hierbei nach unserer Auffassung um temporäre Verschiebungen, die zwar die Ergebnisse einzelner Perioden beeinflussen können, sich aber bei mehrjähriger Betrachtung glätten sollten. In Summe halten wir deswegen eine leicht erhöhte Risikoeinstufung für gerechtfertigt und taxieren das Prognoserisiko auf vier Punkte.

Große Bedeutung des Terminal Value

Das in unserem Szenario angenommene Nettowachstum des Vorratsvermögens bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums bedingt hohe Cashflow-Belastungen, die dazu führen, dass die Free-Cashflows in den Jahren bis 2025 nur moderat ausfallen. Signifikante Cash-Überschüsse ergeben sich erst anschließend im Steady State, so dass der von uns ermittelte faire Wert größtenteils auf dem Terminal Value, also auf dem abgezinsten Cashflow der Periode ab 2026, beruht.

Sensitivitätsanalyse

Dadurch, dass die Cash-Überschüsse derart weit in der Zukunft liegen, weist das Modellergebnis eine starke Zinssensitivität auf. Wie die nachfolgende Tabelle verdeutlicht, führt die Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,4 und 7,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) zu einer Ergebnisspanne von 15,52 Euro im dem pessimistischen und 74,04 Euro in dem optimistischen Szenario.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,4%	74,04	61,71	52,17	44,56	38,35
5,9%	58,56	49,36	42,04	36,06	31,09
6,4%	46,67	39,61	**33,85**	29,07	25,02
6,9%	37,29	31,74	27,13	23,23	19,90
7,4%	29,72	25,27	21,51	18,30	15,52

Fazit

Noratis kombiniert in seinem Geschäftsmodell Elemente aus der Immobilienbestandshaltung und der Projektentwicklung und kann dadurch mit einem attraktiven Rendite-Risiko-Profil aufwarten. Mit der Konzentration auf ältere, modernisierungsbedürftige Siedlungsbauten in Sekundärlagen adressiert das Unternehmen zudem ein Marktsegment, das viel Betätigungspotenzial sowohl aktuell als auch in absehbarer Zukunft bietet, gleichzeitig aber nicht so schwankungsanfällig ist wie die Wohnungsmärkte in den Metropolen.

Dass dieses Konzept funktioniert, hat Noratis in den letzten Jahren bereits eindrucksvoll bewiesen. Nach Unternehmensangaben wurden seit 2014 sämtliche Projekte, in denen Wohnungsportfolios erworben, durch Instandsetzungsmaßnahmen sowie durch intensivere Bewirtschaftung aufgewertet und anschließend en bloc oder im Wege der Einzelprivatisierung veräußert wurden, erfolgreich abgeschlossen. Insgesamt hat Noratis auf diese Weise zwischen 2014 und 2017 mehr als 1.500 Wohnungen aufgewertet und verkauft. Der Umsatz hat sich hierdurch fast vervierfacht, auf zuletzt 65 Mio. Euro (angekündigt), während die Vorsteuermarge seit 2016 im zweistelligen Bereich liegt.

Mit dem erfolgreichen Börsengang im letzten Sommer hat Noratis zudem eine wichtige Voraussetzung geschaffen, um diesen Weg fortzusetzen. Auch wurde das Vorratsvermögen trotz der deutlich steigenden Umsätze erhöht, womit die Basis für weiteres Wachstum gelegt wurde. Wir haben für unsere Wertermittlung ein verstetigtes, dafür aber in Relation zu den Werten der Vergangenheit deutlich flacheres Wachstumsszenario modelliert und auf dieser Basis einen fairen Wert von 33,90 Euro je Aktie errechnet. Dies signalisiert für die Noratis-Aktie ein hohes Kurspotenzial von aktuell fast 60 Prozent. Der Eindruck einer attraktiven Bewertung wird auch durch die hohe Dividendenrendite bestätigt, die sich bei einer geschätzten Ausschüttung von 1,44 Euro je Aktie (für 2017) aktuell auf 6,7 Prozent beläuft.

Da wir zudem die Risiken für moderat halten und ein überzeugendes Gesamtbild von dem Unternehmen haben, eröffnen wir unsere Coverage mit dem Rating „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9
1. Immat. VG	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
2. Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
II. UV Summe	112,1	123,6	135,5	147,9	160,8	174,3	189,6	206,9	226,4
1. Vorratsvermögen	99,6	109,5	120,5	132,5	145,8	160,4	175,6	191,4	207,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	29,1	38,6	44,1	50,2	56,7	63,7	72,5	83,3	96,1
II. Rückstellungen	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	59,0	58,7	63,2	67,6	72,0	76,4	80,9	86,9	92,9
2. Kurzfristiges FK	21,1	22,9	24,8	26,8	28,9	31,0	33,1	33,7	34,4
BILANZSUMME	**113,1**	**124,0**	**136,0**	**148,5**	**161,5**	**175,0**	**190,4**	**207,8**	**227,3**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	65,0	71,5	78,7	86,6	95,2	104,3	113,7	123,5	133,4
Rohertrag	20,0	19,3	20,9	22,6	24,4	26,3	28,1	30,0	31,8
EBITDA	15,0	15,5	16,9	18,4	20,0	21,7	23,3	24,9	26,5
EBIT	14,9	15,5	16,8	18,3	19,9	21,5	23,2	24,8	26,3
EBT	12,0	13,5	14,7	16,0	17,3	18,7	20,0	21,4	22,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,4	9,5	10,3	11,2	12,1	13,1	14,0	15,0	15,8
JÜ	8,4	9,5	10,3	11,2	12,1	13,1	14,0	15,0	15,8
EPS	2,88	3,24	3,53	3,83	4,15	4,48	4,80	5,12	5,42

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-6,8	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,1	-0,7	-0,3
CF aus Investition	-3,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
CF Finanzierung	16,1	1,8	1,3	0,8	0,4	-0,1	0,8	1,8	3,0
Liquidität Jahresanfa.	5,8	11,2	12,4	13,0	12,8	12,1	10,4	9,9	10,8
Liquidität Jahresende	11,2	12,4	13,0	12,8	12,1	10,4	9,9	10,8	13,4

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	45,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
Rohertragsmarge	30,8%	27,0%	26,6%	26,1%	25,6%	25,2%	24,7%	24,3%	23,8%
EBITDA-Marge	23,0%	21,7%	21,5%	21,3%	21,0%	20,8%	20,5%	20,2%	19,8%
EBIT-Marge	22,9%	21,6%	21,4%	21,2%	20,9%	20,7%	20,4%	20,1%	19,7%
EBT-Marge	18,5%	18,9%	18,7%	18,5%	18,2%	17,9%	17,6%	17,3%	17,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	12,9%	13,2%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%	12,1%	11,9%

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

Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert

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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

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.
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 Bewer-

tungsverfahren 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: 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.