

## Noratis AG

Datum: 29.03.2018

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		32,00 (zuvor: 30,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		25,80
28.03.2018	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		24%

Unternehmensdaten	
Branche	Immobilien/Wohnen
Marktsegment	Scale
ISIN	DE000A2E4MK4
Reuters	NUVG.DE
Bloomberg	NUVA

### Bestandsportfolio erlaubt auch 2018e und 2019e hohe Dividende

- ⇒ Getrieben vom Abverkauf eines Großteils des Dormagen-Portfolios hat Noratis 2017 beim Umsatz mit 68,0 (44,6; Guidance: ca. 65,0; unsere Prognose: 64,8) Mio. Euro und beim EBT mit 12,2 (6,0; Guidance: rd. 12,0; unsere Prognose: 12,1) Mio. Euro neue Rekordwerte markiert. Hervorzuheben sind auch das DpS von 1,50 Euro (Dividendenrendite (aktueller Kurse): 5,8%) und die auf 14,5 (9,5) Mio. Euro gestiegenen Cash Earnings.
- ⇒ Auf Basis des bereits bestehenden Portfolios kann Noratis u.E. durch die zum Teil schneller als übliche Realisierung von Abverkäufen (laut des Managements bspw. hohe Nachfrage für die Assets Trier sowie Frankfurt I + II) 2018e und 2019e hohe Erträge und Dividenden erzielen (DpS: jeweils 1,65 Euro). Zudem rechnen wir durch die (Re-)Investition der Erlöse u.a. aus dem IPO und den Abverkäufen mit einer Forcierung des Wachstums.
- ⇒ U.E. bleibt die Noratis-Aktie auch nach dem jüngsten Kursanstieg ein attraktiver Dividentitel (Dividendenrendite: 6% bis 8%). Wir bekräftigen daher unser Kaufen-Votum bei einem Kursziel von 32,00 (zuvor: 30,00) Euro.

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	23,8	44,6	68,0	74,4	79,1	99,1
davon Verkauf	19,0	37,8	61,9	65,8	68,1	86,1
davon Miete	4,8	6,7	6,1	8,6	11,0	13,0
Rohertrag	6,1	13,1	21,5	21,7	23,2	27,0
Rohmarge	25,4%	29,5%	31,6%	29,2%	29,3%	27,2%
EBITDA	3,8	10,0	15,3	17,9	19,2	22,6
EBITDA-Marge	16,0%	22,3%	22,5%	24,1%	24,3%	22,8%
Nettoergebnis	1,1	4,2	8,7	9,8	10,2	12,4
Ergebnis je Aktie	0,54	2,10	3,52	3,37	3,51	4,23
Dividende je Aktie	0,67	0,00	1,50	1,65	1,65	2,00
Stetige Einnahmen	2,4	4,1	4,0	5,1	6,6	7,8
Operative Kosten	-2,3	-3,4	-4,9	-4,2	-4,3	-4,9
Immobilienvorräte	89,3	80,2	99,2	188,5	215,7	242,6
Eigenkapitalquote	4,1%	7,6%	22,9%	17,3%	18,1%	19,4%
Cash Earnings (CE)	3,2	9,5	14,5	12,4	14,9	17,6
CE / Umsatz	13,5%	21,4%	21,3%	16,7%	18,9%	17,7%
EV / EBITDA	-	-	7,1	7,7	7,2	6,1
KGV	-	-	5,1	7,7	7,4	6,1
KBV	-	-	1,8	2,2	1,9	1,6
Dividendenrendite	-	-	8,4%	6,4%	6,4%	7,8%

Zahlen in Mio. Euro (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie in Euro)

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Aktiendaten		
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,920	
Streubesitz	31,8%	
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	74,2	
∅ Tagesumsatz (Stück)	-	
52W Hoch	22.03.2018	27,60 Euro
52W Tief	13.09.2017	15,90 Euro

Termine	
Hauptversammlung	03.05.18
DVFA-Frühjahrskonferenz	14.05.18 bis 16.05.18

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	10,4%	14,6%
3 Monate	1,6%	9,5%
6 Monate	46,6%	56,9%
12 Monate	-	-

### Index-Gewichtung

Scale 30



Quelle: Noratis AG; Bloomberg

### Kontakt


 Independent Research GmbH

 Friedrich-Ebert-Anlage 36  
 60325 Frankfurt am Main

 Telefon: +49 (69) 971490-0  
 Telefax: +49 (69) 971490-90  
 Internet: www.irffm.de

 Erstellung abgeschlossen am 29.03.18 um 10:45 Uhr  
 Erstmalige Weitergabe am 29.03.18 um 11:00 Uhr

 Ersteller: M. Engelmayr; S. Röhle, CFA (Analysten)  
 E-Mail: mengelmayer@irffm.de; sroehle@irffm.de

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Fairer Wert: 32,30 (zuvor: 30,77) Euro je Aktie

Wir haben die Noratis AG mit einem Dividend Discount-Modell (DDM-Modell) und einem Economic Value Added-Modell (EVA-Modell) bewertet. Die aus dem erhöhten finanziellen Spielraum (u.a. erfolgreiches IPO Mitte 2017) ermöglichte Wachstumsbeschleunigung haben wir in unseren Prognosen und unserer Bewertung berücksichtigt. Eine Peer Group-Bewertung ist u.E. nicht zielführend. Noratis profitiert auf der einen Seite wie ein Immobilien-Bestandshalter vom Erwerb bereits vermieteter Wohnimmobilien mit planbaren Mieterträgen. Auf der anderen Seite erwirtschaftet Noratis jedoch eine Überrendite durch die Entwicklermarge. Als einzig vergleichbares Peer Group-Unternehmen sehen wir ACCENTRO, deren regionaler Fokus bisher auf Berlin lag, aber derzeit auf weitere Standorte wie Hamburg, Leipzig Köln oder Hannover ausgeweitet wird. Wir ermitteln für Noratis einen fairen Wert von gemittelt 94,3 (zuvor: 89,8) Mio. Euro bzw. 32,30 (zuvor: 30,77) Euro je Aktie. Der höhere faire Wert reflektiert die Umstellung unserer DDM- und EVA-Modelle auf die Jahre 2018e bis 2027e (zuvor: 2017e bis 2026e) sowie den fortschreitenden Abdiskontierungszeitraum. Das implizierte KGV 2018e bis 2020e von 7,6 bis 9,6 ist u.E. moderat. Hervorzuheben ist die auf Basis des fairen Wertes implizierte attraktive Dividendenrendite von 5,1% bis 6,2%.

<b>Noratis AG</b>			
<b>Bewertung - Zusammenfassung</b>			
	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
Dividend Discount-Modell (DDM)	103,5	35,45	50%
Economic Value Added-Modell (EVA)	85,1	29,16	50%
<b>Gewichteter fairer Wert</b>	<b>94,3</b>	<b>32,30</b>	
<b>Kursziel (Euro)</b>			<b>32,00</b>

Quelle: Independent Research

Ausschüttungsquote: 50%

### Dividend Discount-Modell

Unser DDM-Modell basiert auf einem Dreiphasenansatz. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Planungen für die Jahre 2018e bis 2020e (zuvor: 2017e bis 2020e). Wir haben im Rahmen der Zielsetzung des Noratis-Managements die Ausschüttung von 50% des Nettogewinns als Dividende unterstellt. In der Phase II gehen wir ab 2021e in eine Trendanalyse über. Das Wachstum des Nettoergebnisses und damit der Dividendenzahlung wird dabei von der Innenfinanzierungskraft von Noratis zur weiteren Steigerung der Immobilienvorräte bestimmt. Bei einer unveränderten Ausschüttungsquote von 50% stehen der Gesellschaft somit jährlich 50% des Nettogewinns (entspricht bei Noratis fast exakt auch dem Cashflow) zur Reinvestition in die Immobilienvorräte zur Verfügung. Den Leverage setzen wir dabei mit unverändert 25% an. In der Phase III (Terminalwert) unterstellen wir entsprechend der Inflationsrate ein langfristiges Wachstum des Nettoergebnisses um 2% (Ausschüttungsquote: 50%).

DDM-Modell berücksichtigt aus Cashflow gespeistes organisches Wachstum

**Noratis AG**

**Dividend Discount-Modell**

Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>74,4</b>	<b>79,1</b>	<b>99,1</b>	<b>121,2</b>	<b>134,2</b>	<b>148,6</b>	<b>164,6</b>	<b>182,4</b>	<b>202,0</b>	<b>223,7</b>
Wachstum ggü. Vj.	-	6,4%	25,3%	22,3%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	75,0%	42,0%	45,9%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>Immobilienvorräte Jahresanfang</b>	<b>99,2</b>	<b>188,5</b>	<b>215,7</b>	<b>242,6</b>	<b>268,6</b>	<b>297,5</b>	<b>329,6</b>	<b>365,1</b>	<b>404,4</b>	<b>447,9</b>
Veränderung Immobilienvorräte	89,3	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5	48,2
<b>Immobilienvorräte Jahresende</b>	<b>188,5</b>	<b>215,7</b>	<b>242,6</b>	<b>268,6</b>	<b>297,5</b>	<b>329,6</b>	<b>365,1</b>	<b>404,4</b>	<b>447,9</b>	<b>496,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>17,8</b>	<b>19,1</b>	<b>22,5</b>	<b>27,3</b>	<b>30,3</b>	<b>33,5</b>	<b>37,1</b>	<b>41,1</b>	<b>45,5</b>	<b>50,5</b>
EBIT-Marge	23,9%	24,2%	22,7%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>9,8</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>	<b>14,5</b>	<b>16,0</b>	<b>17,8</b>	<b>19,7</b>	<b>21,8</b>	<b>24,1</b>	<b>26,7</b>
Nettomarge	13,2%	13,0%	12,5%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Dividendenausschüttung	-4,8	-4,8	-5,8	-7,2	-8,0	-8,9	-9,8	-10,9	-12,1	-13,4
Verbleibendes Kapital für Wachstum	-	-	-	7,2	8,0	8,9	9,8	10,9	12,1	13,4
Leverage (Eigenkapitalanforderung)	-	-	-	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Wachstum der Vorräte im Folgejahr</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>28,9</b>	<b>32,0</b>	<b>35,5</b>	<b>39,3</b>	<b>43,5</b>	<b>48,2</b>	<b>53,4</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>	<b>3,37</b>	<b>3,51</b>	<b>4,23</b>	<b>4,96</b>	<b>5,49</b>	<b>6,08</b>	<b>6,74</b>	<b>7,46</b>	<b>8,27</b>	<b>9,16</b>
Wachstum ggü. Vj.	-	4,1%	20,6%	17,2%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
<b>Dividende je Aktie (in Euro)</b>	<b>1,65</b>	<b>1,65</b>	<b>2,00</b>	<b>2,48</b>	<b>2,74</b>	<b>3,04</b>	<b>3,37</b>	<b>3,73</b>	<b>4,13</b>	<b>4,57</b>
Ausschüttungsquote	49,0%	47,0%	47,3%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>Barwerte je Aktie (in Euro)</b>	<b>1,52</b>	<b>1,37</b>	<b>1,50</b>	<b>1,67</b>	<b>1,66</b>	<b>1,66</b>	<b>1,65</b>	<b>1,64</b>	<b>1,64</b>	<b>1,63</b>
Summe Barwerte je Aktie (in Euro)	15,94									
Terminalwert je Aktie (in Euro)	19,51	in % des Gesamtwerts: 55%								
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>	<b>35,45</b>									

Modell-Parameter:			
Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,5
		Risikoprämie:	5,0%
		Zins EK:	10,5%
Wachstum ew. Rente:	2,0%	Datum:	29.03.18

Quelle: Independent Research

*Fairer Wert laut DDM-Modell: 35,45 (zuvor: 34,29) Euro je Aktie*

Die Kapitalkosten (CAPM) ermitteln wir mit 10,5%. Das Beta von 1,5 berücksichtigt dabei die Volatilität des Projektgeschäfts, die durch die stabilen Mieterträge jedoch abgemildert wird. Insgesamt ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals von 103,5 (zuvor: 100,1) Mio. Euro bzw. 35,45 (zuvor: 34,29) Euro je Aktie.

**Sensitivitätsanalyse (in Euro)**

	Wachstum ewige Rente	Diskontierungszinssatz (Cost of Equity)			
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
	1,5%	36,76	34,28	32,07	30,09
	<b>2,0%</b>	38,14	<b>35,45</b>	33,07	30,96
	2,5%	39,69	36,77	34,19	31,91
	3,0%	41,47	38,25	35,45	32,98

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Economic Value Added-Modell**

<b>Noratis AG</b>										
<b>Economic Value Added-Modell</b>										
Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>74,4</b>	<b>79,1</b>	<b>99,1</b>	<b>121,2</b>	<b>134,2</b>	<b>148,6</b>	<b>164,6</b>	<b>182,4</b>	<b>202,0</b>	<b>223,7</b>
Wachstum ggü. Vj.	-	6,4%	25,3%	22,3%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	75,0%	42,0%	45,9%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>Capital Employed Jahresanfang</b>	<b>100,4</b>	<b>188,3</b>	<b>215,4</b>	<b>242,2</b>	<b>268,1</b>	<b>297,0</b>	<b>328,9</b>	<b>364,3</b>	<b>403,5</b>	<b>446,9</b>
Veränderung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Immobilienvorräte	89,3	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5	48,2
Wachstum ggü. Vj.	-	-69,5%	-1,1%	-3,3%	11,3%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Veränderung Working Capital	-1,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Capital Employed Jahresende</b>	<b>188,3</b>	<b>215,4</b>	<b>242,2</b>	<b>268,1</b>	<b>297,0</b>	<b>328,9</b>	<b>364,3</b>	<b>403,5</b>	<b>446,9</b>	<b>494,9</b>
<b>Immobilienvorräte Jahresanfang</b>	<b>99,2</b>	<b>188,5</b>	<b>215,7</b>	<b>242,6</b>	<b>268,6</b>	<b>297,5</b>	<b>329,6</b>	<b>365,1</b>	<b>404,4</b>	<b>447,9</b>
Veränderung Immobilienvorräte	89,3	27,2	26,9	26,0	28,9	32,0	35,5	39,3	43,5	48,2
<b>Immobilienvorräte Jahresende</b>	<b>188,5</b>	<b>215,7</b>	<b>242,6</b>	<b>268,6</b>	<b>297,5</b>	<b>329,6</b>	<b>365,1</b>	<b>404,4</b>	<b>447,9</b>	<b>496,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>17,8</b>	<b>19,1</b>	<b>22,5</b>	<b>27,3</b>	<b>30,3</b>	<b>33,5</b>	<b>37,1</b>	<b>41,1</b>	<b>45,5</b>	<b>50,5</b>
EBIT-Marge	23,9%	24,2%	22,7%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Ertragssteuern	-5,3	-5,7	-6,7	-8,2	-9,1	-10,1	-11,1	-12,3	-13,7	-15,1
<b>NOPAT</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,2</b>	<b>23,5</b>	<b>26,0</b>	<b>28,8</b>	<b>31,9</b>	<b>35,3</b>
<b>ROCE (Basis: durchschn. Capital Employed)</b>	<b>8,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Excess Return	1,5%	-0,5%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
<b>NOPAT</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,2</b>	<b>23,5</b>	<b>26,0</b>	<b>28,8</b>	<b>31,9</b>	<b>35,3</b>
Absolute Kapitalkosten	-7,2	-13,5	-15,4	-17,3	-19,2	-21,2	-23,5	-26,0	-28,8	-31,9
<b>EVA</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>
<b>Barwerte</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>
Summe Barwerte	15,9									
Terminalwert	33,2	in % des Gesamtwerts: 68%								
<b>Summe Economic Value Added</b>	<b>49,1</b>	<b>Modell-Parameter:</b> Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 40% Fremdkapital: 60% Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,5 Risikoprämie FK: 4,0% Risikoprämie: 5,0% Tax-Shield: 30,0% Zins EK: 10,5% Zins FK: 4,9% Wachstum ew. Rente: 2,0% WACC: 7,1% Datum: 29.03.18								
+ Capital Employed	100,4									
+ Liquide Mittel	21,8									
- Finanzverschuldung	-86,2									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>85,1</b>									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	2,920									
<b>Fairer Wert je Aktie (in Euro)</b>	<b>29,16</b>									

Quelle: Independent Research

<b>Sensitivitätsanalyse (in Euro)</b>					
		<b>Diskontierungszinssatz (WACC)</b>			
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>Wachstum ewige Rente</b>		29,80	31,14	32,81	34,93
		28,10	<b>29,16</b>	30,44	32,04
		26,68	27,52	28,54	29,77
		25,47	26,16	26,97	27,94
		24,16	24,94	25,81	26,94

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Diskontierung der Excess Returns

Unser EVA-Modell beruht ebenfalls auf einem Dreiphasenansatz. Die Phase I basiert auf unseren Detailplanungen bis 2020e. Der starke Anstieg des Capital Employed bis Ende 2019e auf 215,4 (31.12.17: 100,4) Mio. Euro reflektiert u.a. die Investition der Erlöse aus dem IPO 2017. Ab 2021e gehen wir in der Phase II in die Trendanalyse über. Der Anstieg des Capital Employed und der Immobilienvorräte berücksichtigt wie im DDM-Modell die Innenfinanzierungskraft von Noratis. Wir haben eine EBIT-Marge von 22,5% und eine Ausschüttungsquote von 50% unterstellt. In der Phase III (Terminalwert) kalkulieren wir entsprechend der Inflation mit einem langfristigen Wachstum des EVA um 2%.

Fairer Wert laut EVA-Modell: 29,16 (zuvor: 27,25) Euro je Aktie

Die Kapitalkosten (WACC) setzen wir mit 7,1% an. Dabei unterstellen wir eine Zielkapitalstruktur (zu Marktwerten) mit 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital. Den fairen Wert des Eigenkapitals ermitteln wir mit 85,1 (zuvor: 79,6) Mio. Euro bzw. 29,16 (zuvor: 27,25) Euro je Aktie.

**Indikative Peer Group**

Immobilien-Bestandshalter und -Projektentwickler

Ein aus Investorensicht zentraler für die Noratis-Aktie sprechender Faktor ist die Dividendenstärke der Gesellschaft. Noratis vereint u.E. die Stärken eines Immobilien-Bestandshalters (stetige Einnahmen aus Mieterträgen) und die eines Immobilien-Projektentwicklers (hohe Cashflows aus dem Verkauf entwickelter Immobilien). Daher kann die Gesellschaft deutlich höhere Divi-

Noratis AG																						
Peer Group: Dividende																						
		Wäh- rung		DpS						Ausschüttungsquote						Dividendenrendite						
		14	15	16	17	18e	19e	20e	14	15	16	17	18e	19e	20e	14	15	16	17	18e	19e	20e
<b>Immobilien-Bestandshalter</b>																						
Adler Real Estate	Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	-	0%	0%	0%	0%	2%	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
ADO Properties	Euro	-	0,35	0,45	0,60	0,74	0,83	0,92	-	7%	4%	7%	51%	52%	51%	-	1%	1%	1%	2%	2%	2%
BUWOG	Euro	-	0,69	0,69	0,79	0,89	0,98	-	-	-	19%	61%	63%	62%	-	-	4%	3%	3%	3%	3%	-
Dt. Wohnen	Euro	0,43	0,54	0,74	0,80	0,86	0,92	1,02	15%	15%	16%	16%	56%	55%	67%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Grand City	Euro	0,00	0,20	0,68	0,73	0,78	0,85	0,90	0%	7%	19%	22%	65%	67%	61%	0%	1%	4%	4%	4%	4%	5%
LEG Immobilien	Euro	1,96	2,26	2,76	3,04	3,38	3,60	3,89	68%	60%	30%	23%	72%	71%	73%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%
Peach Property	CHF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RCM	Euro	0,03	0,03	0,04	-	-	-	-	62%	35%	36%	-	-	-	-	2%	2%	2%	-	-	-	-
TAG Immobilien	Euro	0,50	0,55	0,57	0,65	0,71	0,75	0,78	278%	47%	38%	30%	74%	68%	67%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	5%
Vonovia	Euro	0,74	0,94	1,12	1,32	1,42	1,52	1,60	50%	41%	23%	27%	68%	71%	79%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%
Median		0,23	0,45	0,63	0,73	0,78	0,85	0,92	32%	15%	19%	22%	63%	62%	67%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
Mittelwert		0,46	0,56	0,70	0,88	0,98	1,05	1,30	59%	24%	19%	21%	50%	50%	57%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
<b>Immobilien-Projektentwickler</b>																						
Eyemaxx	Euro	0,00	0,20	0,00	0,00	0,20	0,23	0,30	0%	16%	0%	0%	14%	13%	-	0%	4%	0%	0%	2%	2%	3%
GIEAG	Euro	0,48	0,24	0,24	-	-	-	-	211%	9%	-	-	-	-	-	44%	5%	4%	-	-	-	-
UBM	Euro	1,24	1,60	1,60	-	2,07	2,23	2,40	35%	33%	41%	-	44%	46%	-	5%	4%	5%	-	5%	5%	6%
Median		0,48	0,24	0,24	0,00	1,13	1,23	1,35	35%	16%	21%	0%	29%	30%	-	5%	4%	4%	0%	4%	4%	4%
Mittelwert		0,57	0,68	0,61	0,00	1,13	1,23	1,35	82%	19%	21%	0%	29%	30%	-	16%	5%	3%	0%	4%	4%	4%
<b>Immobilien-Bestandsentwickler</b>																						
ACCENTRO	Euro	0,00	0,00	0,15	0,17	0,17	0,18	0,20	0%	0%	14%	21%	26%	22%	23%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	3%
Minimum		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Maximum		1,96	2,26	2,76	3,04	3,38	3,60	3,89	278%	60%	41%	61%	74%	71%	79%	44%	5%	5%	4%	5%	5%	6%
Median		0,23	0,30	0,51	0,65	0,76	0,84	0,91	25%	15%	19%	21%	53%	54%	64%	2%	3%	3%	2%	3%	3%	4%
Mittelwert		0,45	0,54	0,65	0,74	0,94	1,01	1,20	60%	21%	19%	19%	45%	44%	53%	5%	2%	3%	2%	3%	3%	3%
Noratis	Euro	-	-	-	1,50	1,65	1,65	2,00	-	-	-	43%	49%	47%	47%	-	-	-	8%	6%	6%	8%

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 28.03.18

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Noratis AG

## Peer Group: Trading Multiples

	Wäh- rung	EV / EBITDA							Med. 14-20	KGV							Med. 14-20
		14	15	16	17	18e	19e	20e		14	15	16	17	18e	19e	20e	
<b>Immobilien-Bestandshalter</b>																	
Adler Real Estate	Euro	7,4	18,2	11,0	9,1	14,4	14,6	7,9	11,0	1,6	7,8	6,9	9,6	11,3	11,5	6,3	7,8
ADO Properties	Euro	-	8,0	4,2	6,4	33,3	29,1	22,5	15,2	-	5,3	3,2	5,2	31,3	28,1	24,7	15,0
BUWOG	Euro	20,4	10,9	8,0	24,1	21,2	19,9	-	20,2	41,1	7,3	6,7	22,7	20,7	18,2	9,5	18,2
Dt. Wohnen	Euro	8,2	6,3	5,2	6,8	32,2	30,2	28,2	8,2	6,6	7,1	6,4	7,5	24,4	22,6	24,9	7,5
Grand City	Euro	7,4	11,1	6,7	7,8	18,1	17,8	15,5	11,1	6,8	7,9	4,9	5,9	16,1	15,2	13,0	7,9
LEG Immobilien	Euro	15,8	13,3	8,8	7,1	24,0	22,6	21,4	15,8	21,6	20,2	8,0	7,2	19,1	17,7	17,0	17,7
Peach Property	CHF	39,7	13,0	9,1	9,5	8,7	6,7	6,0	9,1	-	52,5	7,7	4,2	6,1	4,5	3,9	5,3
RCM	Euro	19,0	41,3	21,6	-	-	-	-	21,6	37,4	23,6	18,8	-	-	-	-	23,6
TAG Immobilien	Euro	17,2	14,0	11,9	9,6	23,0	22,1	20,6	17,2	53,4	9,7	8,5	7,4	17,5	15,1	14,3	14,3
Vonovia	Euro	16,8	12,7	6,5	7,7	24,7	24,0	19,3	16,8	18,0	12,5	6,4	8,5	19,2	18,8	19,7	18,0
<b>Median</b>		16,8	12,8	8,4	7,8	23,0	22,1	20,0	15,5	19,8	8,8	6,8	7,4	19,1	17,7	14,3	14,6
<b>Mittelwert</b>		16,9	14,9	9,3	9,8	22,2	20,8	17,7	14,6	23,3	15,4	7,7	8,7	18,4	16,9	14,8	13,5
<b>Immobilien-Projektentwickler</b>																	
Eyemaxx	Euro	180,4	11,4	180,6	56,6	3,7	3,3	-	34,0	6,5	4,4	6,6	8,3	7,1	5,9	-	6,6
GIEAG	Euro	7,9	3,2	70,4	-	-	-	-	7,9	4,8	1,7	-	-	-	-	-	3,3
UBM	Euro	17,7	17,5	30,2	-	16,0	14,2	15,7	16,7	6,5	7,3	7,9	-	8,6	8,3	-	7,9
<b>Median</b>		17,7	11,4	70,4	56,6	9,9	8,7	15,7	16,7	6,5	4,4	7,3	8,3	7,8	7,1	-	6,6
<b>Mittelwert</b>		68,6	10,7	93,7	56,6	9,9	8,7	15,7	19,5	6,0	4,5	7,3	8,3	7,8	7,1	-	5,9
<b>Immobilien-Bestandsentwickler</b>																	
ACCENTRO	Euro	22,3	52,1	8,8	10,8	9,6	8,2	7,8	9,6	-	3,9	6,8	10,4	12,2	9,5	9,0	9,3
<b>Minimum</b>		7,4	3,2	4,2	6,4	3,7	3,3	6,0	7,9	1,6	1,7	3,2	4,2	6,1	4,5	3,9	3,3
<b>Maximum</b>		180,4	52,1	180,6	56,6	33,3	30,2	28,2	34,0	53,4	52,5	18,8	22,7	31,3	28,1	24,9	23,6
<b>Median</b>		17,2	12,8	9,0	9,1	19,7	18,9	17,5	15,5	6,8	7,5	6,8	7,5	16,8	15,2	13,6	8,6
<b>Mittelwert</b>		29,2	16,6	27,4	14,1	19,1	17,7	16,5	15,3	18,6	12,2	7,6	8,8	16,1	14,6	14,2	11,6
<b>Noratis</b>	Euro	-	-	-	7,1	7,7	7,2	6,1	7,1	-	-	-	5,1	7,7	7,4	6,1	6,7

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 28.03.18

*Zwei Mal so hohe Dividendenrendite wie Immobilien-Bestandshalter*

denden als Immobilien-Bestandshalter und stetigere Dividendenausschüttungen als vom volatilen Projektgeschäft geprägte Immobilien-Projektentwickler zahlen. Deutlich wird dies an der Dividendenrendite von Noratis, die 2020e mit 7,8% zwei Mal so hoch wie die der Immobilien-Bestandshalter mit im Median 4,0% sein dürfte (die Dividendenrendite liegt auch in den Vorjahren bereits höher). Die Dividendenausschüttungen der Immobilien-Projektentwickler Eyemaxx und GIEAG waren dagegen in den letzten Jahren volatil.

*Implizierte KGVs spiegeln konservativen Bewertungsansatz wider*

Unsere gemittelten fairen Wert für Noratis AG von 94,3 Mio. Euro bzw. 32,30 Euro je Aktie sehen wir fundamental mit implizierten KGVs von 7,6 (2020e) bis 9,6 (2018e) als moderat und gut unterlegt an. Die implizierten KGVs liegen zum einen unter denen der Immobilien-Bestandshalter, die auf Grund der stetigen Cashflows höhere Multiples aufweisen. Zum anderen bewegen sich die implizierten KGVs von Noratis über den Multiplikatoren von Immobilien-Projektentwicklern, deren KGVs auf Grund des ausschließlichen Fokus auf das Projektgeschäft in der Regel niedrig sind.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



## Finanz-, Bilanz- und Ergebnisanalyse

### Ergebnisanalyse

*Gewinnsprung 2017 durch Abverkauf des Dormagen-Portfolios*

#### Rekordergebnis im Jahr 2017

Noratis hat 2017 ein Rekordergebnis erzielt sowie mit einem Umsatz von 68,0 (44,6) Mio. Euro und einem EBT von 12,2 (6,0) Mio. Euro sowohl die Guidance (ca. 65,0 Mio. Euro bzw. rd. 12,0 Mio. Euro) als auch unsere Prognosen (64,8 Mio. Euro bzw. 12,1 Mio. Euro) übertroffen. Wesentlicher Treiber war der Abverkauf eines Großteils des margenstarken Dormagen-Portfolios mit 570 veräußerten Wohnungen (davon 530 im Block- und 40 im Einzelverkauf). Zudem wurden 17 Wohnungen in Krefeld und Zweibrücken privatisiert. Dies spiegelt sich im Rohertrag des Segment Immobilienverkauf von 17,7 (9,2; unsere Prognose: 16,6) Mio. Euro bzw. der Rohmarge von 28,6% (24,4%) wider. Hervorzuheben ist zudem das Segment Immobilienvermietung mit einer überraschend hohen Rohmarge von 62,5% (57,9%; unsere Prognose: 57,0%). Entsprechend lag auch das Nettoergebnis mit 8,7 (4,2; unsere Prognose: 8,4) Mio. Euro über unseren Erwartungen. Gemäß der Politik, rund 50% des Nettogewinns auszuschütten, soll eine Dividende von 1,50 (0,00) Euro je Aktie bzw. 4,4 (0,0) Mio. Euro gezahlt werden. Damit liegt das DpS etwas unter unseren Erwartungen (1,60 Euro), was dennoch auf dem aktuellen Kursniveau einer attraktiven Dividendenrendite von 5,8% entspricht.

*DpS-Vorschlag von 1,50 Euro entspricht Dividendenrendite von knapp 6%*

#### Hohe Nachfrage nach Projekten ermöglicht beschleunigten Abverkauf

Unsere Planungen beruhen unverändert auf einem Preis-/Mengenmodell der einzelnen Projekte, in das wir den aktuellen Immobilienbestand, die Reinvestitionen der Mittelzuflüsse aus Objektverkäufen sowie die Investition der Nettoerlöse u.a. aus dem IPO einkalkuliert haben:

*Planungen auf Basis eines Preis-/Mengenmodells*

Noratis AG													
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung 2016 und 2017													
Angaben in Mio. Euro	H1 2016		H2 2016		H1 2017		H2 2017		Gj. 2016		Gj. 2017		Gj. 2017 IR-Prognose
	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist			
Verkaufserlöse	14,1	23,7	30,4	31,5	37,8	61,9	58,7						58,7
Mieterlöse	3,4	3,3	2,7	3,5	6,7	6,1	6,1						6,1
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>17,5</b>	<b>27,0</b>	<b>33,1</b>	<b>34,9</b>	<b>44,6</b>	<b>68,0</b>	<b>64,8</b>						<b>64,8</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>4,3</b>	<b>8,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>13,1</b>	<b>21,5</b>	<b>20,0</b>						<b>20,0</b>
Rohmarge	24,5%	32,7%	30,5%	32,8%	29,5%	31,6%	30,9%						
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>						<b>15,1</b>
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>7,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>16,8</b>	<b>16,6</b>						<b>16,6</b>
Bereinigte EBITDA-Marge	16,3%	26,3%	25,4%	24,1%	22,3%	24,7%	25,6%						
<b>EBT</b>	<b>1,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>						<b>12,1</b>
<b>Bereinigtes EBT</b>	<b>1,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>13,7</b>	<b>13,6</b>						<b>13,6</b>
Bereinigte EBT-Marge	5,7%	18,6%	20,8%	19,7%	13,5%	20,2%	21,1%						
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>						<b>8,4</b>
Immobilienvorräte (Periodenende)	-	80,2	98,1	99,2	80,2	99,2	103,9						
Eigenkapital (Periodenende)	-	6,6	23,9	29,3	6,6	29,3	28,7						
Eigenkapitalquote (Periodenende)	-	7,6%	19,3%	22,9%	7,6%	22,9%	22,5%						
Liquide Mittel (Periodenende)	-	5,8	23,7*	21,8	5,8	21,8	22,6						
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	6,3	12,4	-7,4	20,3	18,7	12,9	-13,3						
Cash Earnings	-	-	10,5	4,0	9,5	14,5	10,4						

Quelle: Independent Research; Noratis AG

\* inklusive zum Stichtag 30.06.17 noch nicht eingezahlter IPO-Erlöse von 15,8 Mio. Euro

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Noratis AG**

**Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Immobilienverkauf</b>							
Umsatzerlöse	14,0	19,0	37,8	61,9	65,8	68,1	86,1
Abgang an Buchwerten/sonstige Kosten	-11,4	-15,3	-28,6	-44,2	-48,9	-51,1	-66,5
<b>Rohhertrag</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>9,2</b>	<b>17,7</b>	<b>16,9</b>	<b>16,9</b>	<b>19,6</b>
Rohmarge	18,4%	19,8%	24,4%	28,6%	25,7%	24,9%	22,8%
Zugang zu Buchwerten inkl. Capex	37,2	57,8	18,1	45,8	138,6	78,7	93,4
<b>Immobilienvermietung</b>							
Umsatzerlöse/Mieterträge	2,7	4,8	6,7	6,1	8,6	11,0	13,0
Kosten der Vermietung	-1,3	-2,5	-2,8	-2,3	-3,7	-4,8	-5,6
<b>Rohhertrag</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>
Rohmarge	53,0%	47,9%	57,9%	62,5%	56,3%	56,5%	56,5%
<b>Umsatzerlöse gesamt</b>	<b>16,7</b>	<b>23,8</b>	<b>44,6</b>	<b>68,0</b>	<b>74,4</b>	<b>79,1</b>	<b>99,1</b>
<b>Rohhertrag gesamt</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>13,1</b>	<b>21,5</b>	<b>21,7</b>	<b>23,2</b>	<b>27,0</b>
Rohmarge	24,1%	25,4%	29,5%	31,6%	29,2%	29,3%	27,2%
<b>EBITDA</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>10,0</b>	<b>15,3</b>	<b>17,9</b>	<b>19,2</b>	<b>22,6</b>
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>

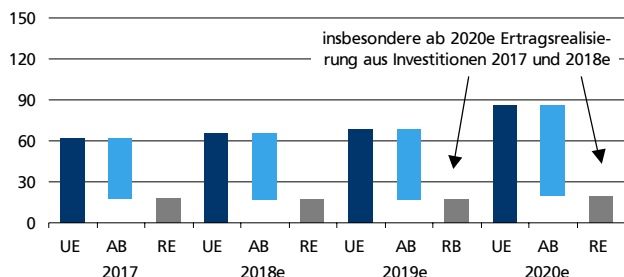
Quelle: Independent Research; Noratis AG

- Kaufpreise: auf Basis von empirica-Daten mit Abschlag von ca. 30% (B-/C-Standorte; Modernisierungsbedarf); neue Objekte ca. 1.250 Euro/m<sup>2</sup> zzgl. Nebenkosten von 10%
- Capex: 15% des Nettokaufpreises (Erfahrungswert) verteilt über zwei bis drei Jahre
- Immobilienverkauf: Projektentwicklung von 24 Monaten; Rohmarge: 22,5% bis 25,0%
- Miete: durchschnittliche Portfoliomiete von 5,50 bis 6,00 Euro/m<sup>2</sup> und Abbau der Leerstandsquote von durchschnittlich 10% bei Kauf auf unter 5% bei Verkauf

*Zügiger Abverkauf von Portfolios sorgt für Umsatzschub 2018e und 2019e*

Wir rechnen insgesamt mit Umsätzen zwischen 74,4 Mio. Euro (2018e) bis 99,1 Mio. Euro (2020e) und dabei mit Verkaufserlösen von 65,8 Mio. Euro (2018e) bis 86,1 Mio. Euro (2020e). Laut CFO Speth laufen derzeit Gespräche hinsichtlich des Verkaufs der Portfolios Schwarzenbek und Frankfurt I. Auch für die Portfolios Trier und Frankfurt II erwartet Noratis ein hohes Interesse am Markt. Auf der Akquisitionseite erwarten wir 2018e weitere Transaktionen, u.a. mit einer Verstärkung des Engagements in der Rhein-Main-Region. Zur Finanzierung des Wachstums ist

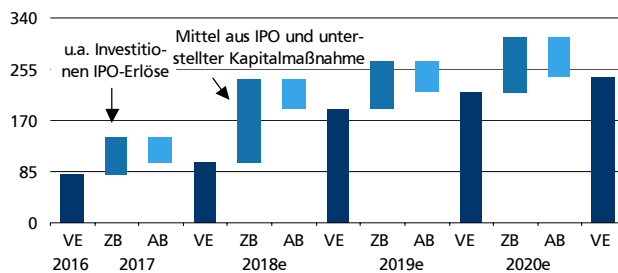
**Immobilienkäufe: Umsatz und Rohertrag (Mio. Euro)**



UE = Umsatzerlöse AB = Abgang Buchwerte RE = Rohhertrag

Quelle: Independent Research; Noratis AG

**Immobilienkäufe und -verkäufe sowie -vorräte (Mio. Euro)**

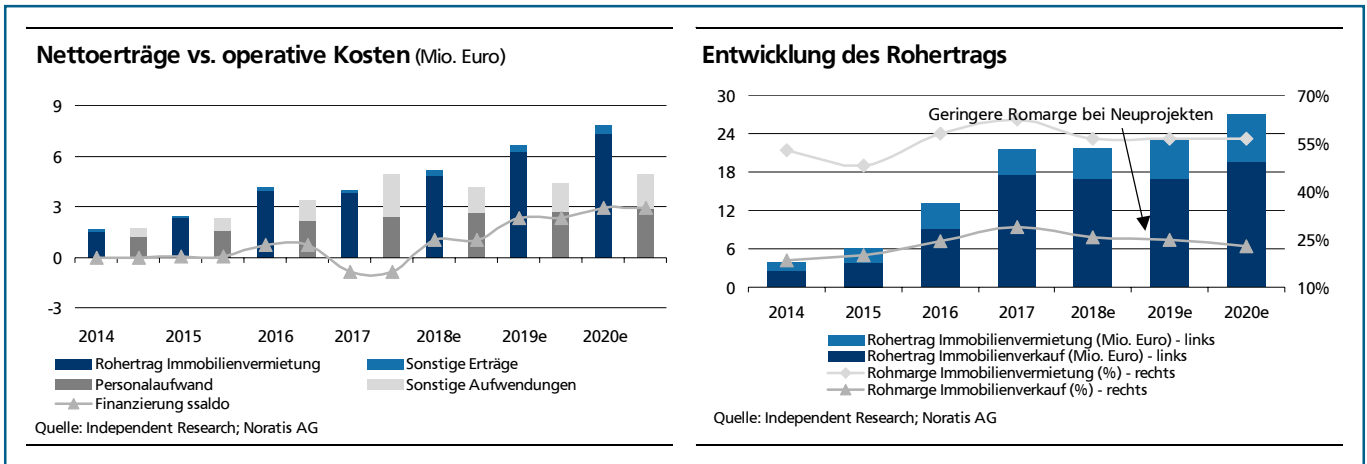


VE = Vorräte Grundstücke Jahresende ZB = Zugang Buchwerte AB = Abgang Buchwerte

Quelle: Independent Research; Noratis AG

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**





u.E. im Jahresverlauf 2018e eine Debt- und/oder Equity-Maßnahme möglich. Den vollen Effekt der Investitionen erwarten wir 2020e (zwei- bis dreijährige Projektvorlaufzeit).

*Laufende Miet- und sonstige Erträge decken Großteil der operativen Kosten*

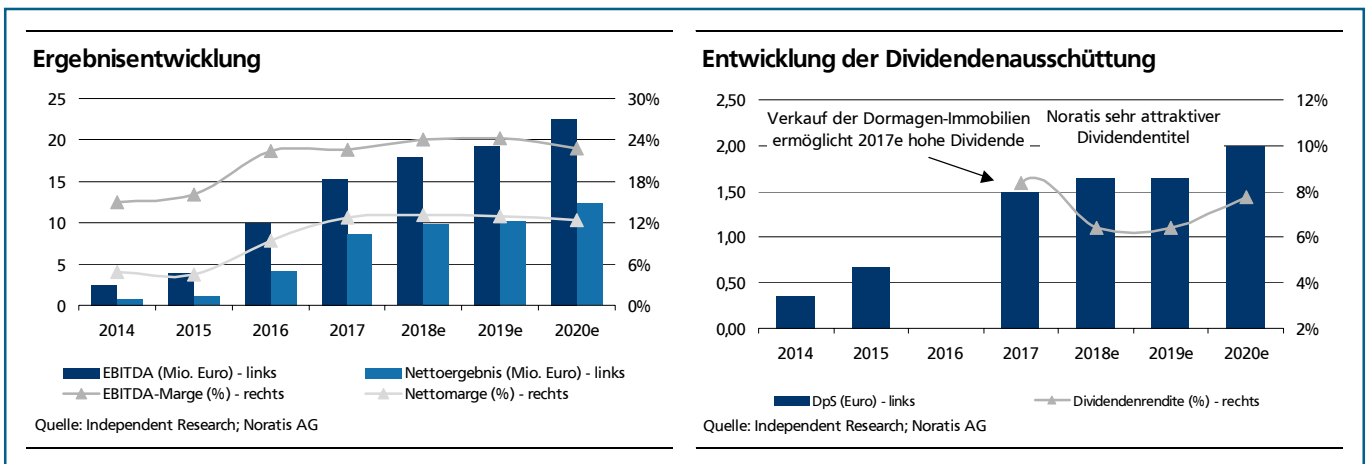
#### Bereits auf Wachstum ausgerichtete Infrastruktur ermöglicht Skaleneffekte

Noratis hat in den letzten Jahren massiv in Infrastruktur und Personal investiert. Wir prognostizieren daher künftig unterdurchschnittliche Kostensteigerungen, weswegen wir mit einem weiteren Anstieg des Nettogewinns auf 9,8 Mio. Euro (2018e) bis 12,4 Mio. Euro (2020e) rechnen. Nach unseren Berechnungen dürften die laufenden Einnahmen zudem die operativen Kosten 2020e um 3,0 (2017: -0,9) Mio. Euro übersteigen. Noratis gewinnt so an Flexibilität und Finanzkraft, denn hierdurch können auch Jahre mit niedrigeren Verkaufserlösen gestemmt werden.

*Dividenden bis 2019e aus beschleunigtem Abverkauf des Bestandsportfolios*

#### Positionierung als Dividententitel

Bei einer angestrebten Ausschüttungsquote von 50% erwarten wir ein DpS von von 1,65 Euro (2018e und 2019e) bis 2,00 Euro (2020e). Trotz des jüngsten Kursanstiegs entspricht dies auf Basis des aktuellen Aktienkurses noch immer einer attraktiven Dividendenrendite von 6,4% bis 7,8%, die zwei Mal so hoch wie bei Immobilien-Bestandshaltern ist (im Median: 3% bis 4%).



Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Finanzanalyse

*Bis dato Eigenkapital als limitierender Wachstumsfaktor*

*Mittel aus Kapitalmaßnahmen erlauben forcierten Ausbau des Portfolios*

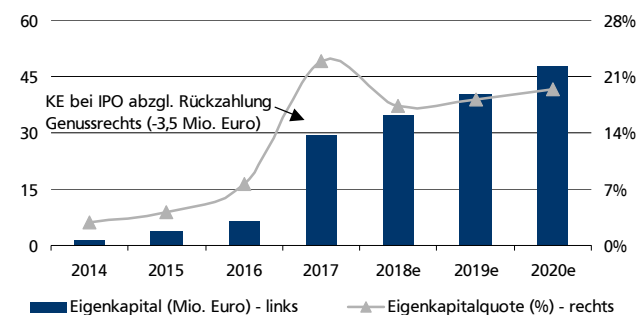
### Erlöse aus Kapitalmaßnahmen erlauben u.E. Verdreifachung des Immobilienbestands

Bis dato war das Eigenkapital der limitierende Faktor. Bei einem konservativ unterstellten Nettogewinn von 9 Mio. Euro p.a., einer Ausschüttung von 50% und einer Eigenkapitalfinanzierung von 25% kann Noratis den Vorratsbestand organisch um ca. 72 Mio. Euro in vier Jahren steigern. Zudem haben wir die Mittel aus dem IPO (netto 15,8 Mio. Euro) und einer 2018e unterstellten Kapitalmaßnahme (Debt und/oder Equity) berücksichtigt, die eine Erhöhung des Immobilienvorrats um 90 Mio. Euro erlauben. Wir erwarten daher von 2016 bis 2020e eine Verdreifachung der Vorräte auf 242,6 (31.12.16: 80,2; 31.12.17: 99,2) Mio. Euro. Mit den Portfolios Frankfurt (Berger Str.), Ratzeburg/Mölln und Frankfurt-Fechenheim hat Noratis die ersten Mittel investiert. Somit unterstellen wir Ende 2020e Vorräte von 172 Mio. Euro aus dem Bestandsportfolio und von 71 Mio. Euro aus den verbleibenden Mitteln bspw. des IPOs.

### Hohe stille Reserven in HGB-Bilanz

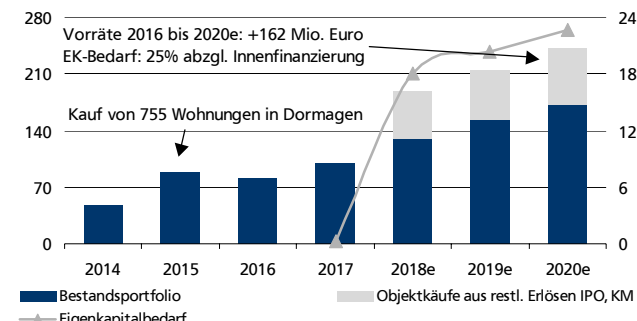
Die Immobilien sind zum Großteil mit besicherten Bankkrediten (Anteil 31.12.17: 86%) und langfristig, aber flexibel, (Anteil 31.12.17: 98%) finanziert. Zwar schirmt Noratis die einzelnen Projekte zumeist nicht über SPVs oder Non-Recourse-Finanzierungen ab (Ausnahmen sind die Pro-

#### Entwicklung des Eigenkapitals



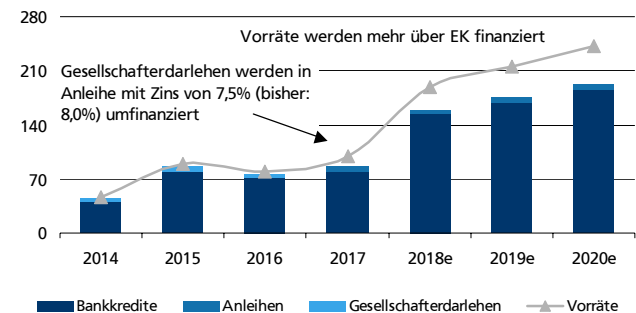
Quelle: Independent Research; Noratis AG

#### Zum Verkauf bestimmte Grundstücke/Vorräte (Mio. Euro)



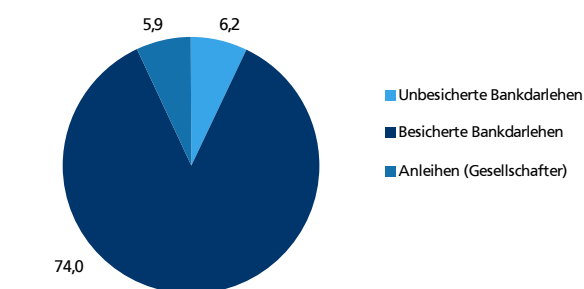
Quelle: Independent Research; Noratis AG

#### Struktur der Finanzverbindlichkeiten (Mio. Euro)



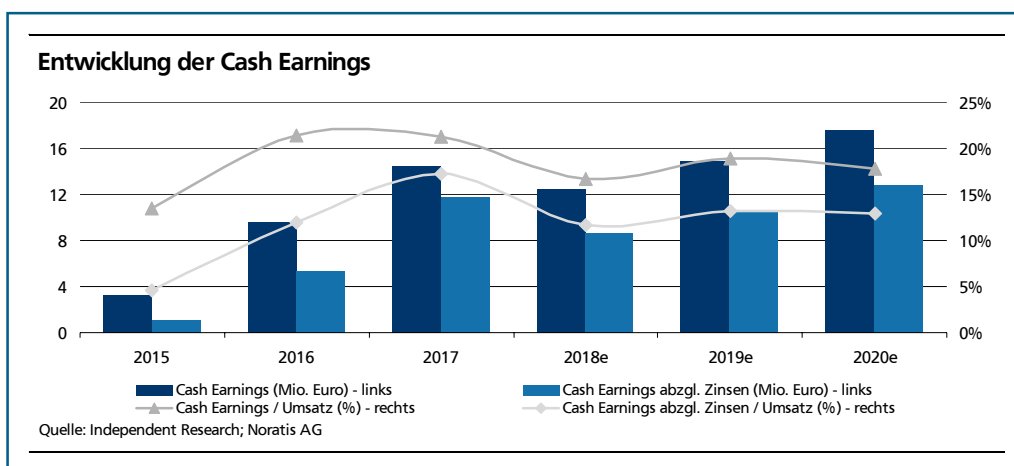
Quelle: Independent Research; Noratis AG

#### Struktur der Finanzverbindlichkeiten (31.12.17; Mio. Euro)



Quelle: Noratis AG

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



*Immobilienvorratsbestand at cost in der Bilanz - hohe stille Reserven*

jekte in Dormagen und Frankfurt II), doch bestehen in der Bilanz Sicherheitspuffer. Nach HGB bilanziert Noratis alle Projekte zu Anschaffungswerten. Bei einer durchschnittlichen Rohmarge bei Immobilienverkäufen von unterstellt 25% schätzen wir die stillen Reserven in den Vorräten zum 31.12.17 auf 33,1 (31.12.16: 26,7) Mio. Euro.

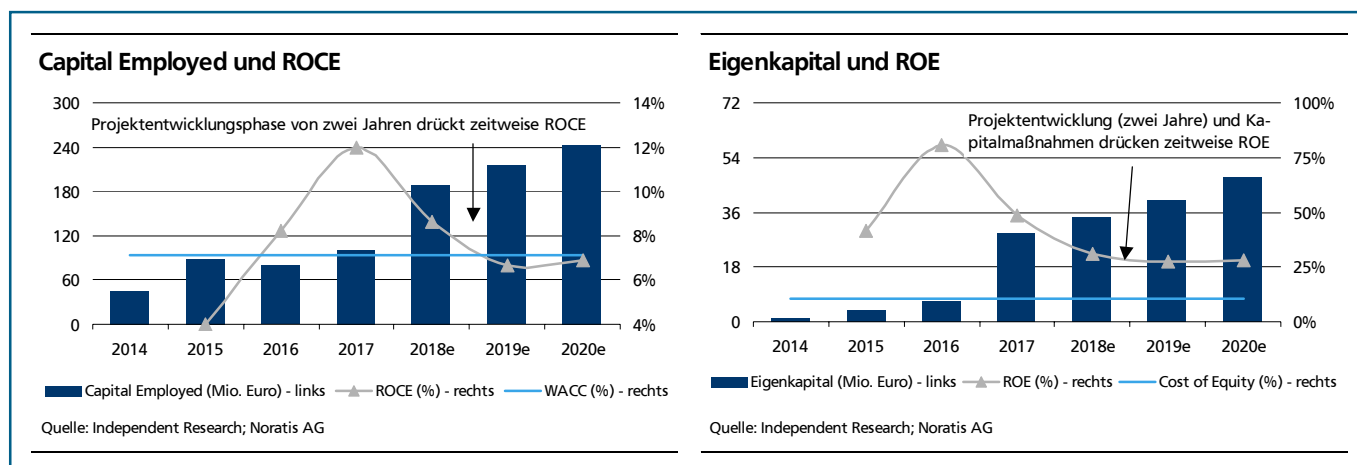
*Cashflow ermöglicht attraktive Dividendenzahlung*

#### Cash Earnings abzüglich Zinsen als relevante Kennzahl

Auf Grund des volatilen Vorratsbestands ist der operative Cashflow u.E. nicht aussagekräftig. Die Cash Earnings (operativer Cashflow vor Änderung der Vorräte) abzüglich der Zinszahlungen (Teil des Finanzierungs-Cashflows) als u.E. relevante Kennzahl hat Noratis 2017 auf einen Rekordwert von 11,7 (5,3) Mio. Euro oder 17,3% (11,9%) des Umsatzes gesteigert. Wir rechnen in den kommenden Jahren mit Werten von 12% bis 13% des Umsatzes, was u.E. die Cashflowstärke des Geschäftsmodells und das hohe Dividendenausschüttungspotenzial verdeutlicht.

*Renditen über den Kapitalkosten*

Als aus Bewertungssicht attraktiv sehen wir den ROE an, den wir 2020e mit 28,3% (Cost of Equity: 10,5%) über den Kapitalkosten erwarten. Der hohe ROE rechtfertigt u.E. eine Bewertung deutlich über dem Buchwert. Insgesamt sind der ROE und ROCE in der aktuellen starken Wachstumsphase noch vom Timelag zwischen Immobilienankauf und Ertragsrealisierung geprägt.



## Noratis AG

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Verkaufserlöse	14,0	19,0	37,8	61,9	65,8	68,1	86,1
Mieterlöse	2,7	4,8	6,7	6,1	8,6	11,0	13,0
Sonstige Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>16,7</b>	<b>23,8</b>	<b>44,6</b>	<b>68,0</b>	<b>74,4</b>	<b>79,1</b>	<b>99,1</b>
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-12,7	-17,8	-31,4	-46,5	-52,6	-55,9	-72,1
<b>Rohertrag</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>13,1</b>	<b>21,5</b>	<b>21,7</b>	<b>23,2</b>	<b>27,0</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
Personalaufwand	-1,1	-1,5	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-0,6	-0,8	-1,2	-4,0	-1,6	-1,6	-2,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>10,0</b>	<b>15,3</b>	<b>17,9</b>	<b>19,2</b>	<b>22,6</b>
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>9,9</b>	<b>15,2</b>	<b>17,8</b>	<b>19,1</b>	<b>22,5</b>
Finanzergebnis	-1,3	-2,3	-3,9	-3,0	-3,7	-4,5	-4,8
<b>EBT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>6,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,1</b>	<b>14,6</b>	<b>17,7</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,4	-0,4	-1,8	-3,6	-4,2	-4,4	-5,3
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,000	2,000	2,000	2,460	2,920	2,920	2,920
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,40	0,54	2,10	3,52	3,37	3,51	4,23
Dividende je Aktie (in Euro)	0,35	0,67	0,00	1,50	1,65	1,65	2,00
Ausschüttungsquote	86,8%	124,1%	0,0%	42,6%	49,0%	47,0%	47,3%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

\* Bereinigung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um Vertriebskosten (Umsatzkostenverfahren)

## Noratis AG

## Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Verkaufserlöse	83,6%	80,0%	84,9%	91,0%	88,5%	86,1%	86,9%
Mieterlöse	16,4%	20,0%	15,1%	9,0%	11,5%	13,9%	13,1%
Sonstige Umsatzerlöse	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-75,9%	-74,6%	-70,5%	-68,4%	-70,8%	-70,7%	-72,8%
<b>Rohertrag</b>	<b>24,1%</b>	<b>25,4%</b>	<b>29,5%</b>	<b>31,6%</b>	<b>29,2%</b>	<b>29,3%</b>	<b>27,2%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,2%	0,4%	0,5%	0,2%	0,4%	0,5%	0,5%
Personalaufwand	-6,8%	-6,4%	-4,8%	-3,5%	-3,5%	-3,4%	-2,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-3,5%	-3,4%	-2,8%	-5,9%	-2,1%	-2,1%	-2,0%
<b>EBITDA</b>	<b>15,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,5%</b>	<b>24,1%</b>	<b>24,3%</b>	<b>22,8%</b>
Abschreibungen	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
<b>EBIT</b>	<b>14,8%</b>	<b>15,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>22,4%</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,2%</b>	<b>22,7%</b>
Finanzergebnis	-7,8%	-9,5%	-8,8%	-4,4%	-5,0%	-5,7%	-4,9%
<b>EBT</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>13,5%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,9%</b>	<b>18,5%</b>	<b>17,8%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,1%	-1,8%	-4,1%	-5,2%	-5,7%	-5,6%	-5,3%
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,5%</b>
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Konzernüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,5%</b>

Quelle: Independent Research; Noratis AG

\* Bereinigung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um Vertriebskosten (Umsatzkostenverfahren)

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Noratis AG

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	99,2	188,5	215,7	242,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,1	0,1	1,7	0,2	0,2	0,3
Sonstige Vermögensgegenstände*	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5
Steuerforderungen*	0,0	0,0	0,7	3,5	0,2	0,2	0,2
Flüssige Mittel	1,4	2,5	5,8	21,8	9,9	4,4	1,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>48,4</b>	<b>92,1</b>	<b>87,0</b>	<b>126,6</b>	<b>199,2</b>	<b>221,0</b>	<b>245,1</b>
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,4	0,6	0,4	0,7	0,8	0,8	0,9
<b>Aktiva</b>	<b>48,9</b>	<b>92,7</b>	<b>87,5</b>	<b>127,8</b>	<b>200,4</b>	<b>222,2</b>	<b>246,5</b>
Gezeichnetes Kapital	0,5	0,5	0,5	2,9	2,9	2,9	2,9
Kapitalrücklage	0,1	2,0	2,0	16,8	16,8	16,8	16,8
Verlust-/Gewinnvortrag	0,1	0,2	-0,1	0,0	4,9	9,9	15,4
Jahresüberschuss	0,8	1,1	4,2	9,3	9,8	10,2	12,4
Nicht beherrschende Anteile	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,6</b>	<b>29,3</b>	<b>34,7</b>	<b>40,2</b>	<b>47,7</b>
Steuerrückstellungen	0,4	0,6	1,6	4,4	1,0	1,0	1,0
Sonstige Rückstellungen	0,4	0,5	1,7	2,9	2,2	2,3	2,4
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
Anleihen	0,0	0,0	0,0	5,9	5,9	5,9	5,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	40,5	79,7	70,6	80,3	153,3	169,6	185,7
Erhaltene Anzahlungen	0,7	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,6	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	7,7	6,3	3,1	1,2	1,3	1,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>46,7</b>	<b>87,8</b>	<b>77,4</b>	<b>91,2</b>	<b>162,3</b>	<b>178,7</b>	<b>195,1</b>
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>Passiva</b>	<b>48,9</b>	<b>92,7</b>	<b>87,5</b>	<b>127,8</b>	<b>200,4</b>	<b>222,2</b>	<b>246,5</b>

Quelle: Independent Research; Noratis AG

\* Steuerforderungen separat ausgewiesen (gegenüber der Position "sonstige Vermögensgegenstände")

## Noratis AG

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	95,7%	96,4%	91,7%	77,6%	94,1%	97,1%	98,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1%	0,1%	0,1%	1,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Vermögensgegenstände*	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Steuerforderungen*	0,0%	0,0%	0,8%	2,8%	0,1%	0,1%	0,1%
Flüssige Mittel	2,8%	2,7%	6,6%	17,1%	4,9%	2,0%	0,6%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>99,0%</b>	<b>99,3%</b>	<b>99,4%</b>	<b>99,1%</b>	<b>99,4%</b>	<b>99,4%</b>	<b>99,5%</b>
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,9%	0,6%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Aktiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	0,9%	0,5%	0,6%	2,3%	1,5%	1,3%	1,2%
Kapitalrücklage	0,1%	2,2%	2,3%	13,2%	8,4%	7,6%	6,8%
Verlust-/Gewinnvortrag	0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	2,4%	4,5%	6,2%
Jahresüberschuss	1,6%	1,2%	4,8%	7,3%	4,9%	4,6%	5,0%
Nicht beherrschende Anteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>22,9%</b>	<b>17,3%</b>	<b>18,1%</b>	<b>19,4%</b>
Steuerrückstellungen	0,9%	0,6%	1,9%	3,4%	0,5%	0,4%	0,4%
Sonstige Rückstellungen	0,8%	0,5%	2,0%	2,3%	1,1%	1,0%	1,0%
<b>Rückstellungen</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,4%</b>
Anleihen	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	3,0%	2,7%	2,4%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	82,9%	85,9%	80,7%	62,8%	76,5%	76,3%	75,4%
Erhaltene Anzahlungen	1,5%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8%	8,3%	7,3%	2,4%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>95,4%</b>	<b>94,7%</b>	<b>88,5%</b>	<b>71,3%</b>	<b>81,0%</b>	<b>80,4%</b>	<b>79,2%</b>
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Passiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Independent Research; Noratis AG

\* Steuerforderungen separat ausgewiesen (gegenüber der Position "sonstige Vermögensgegenstände")



## Noratis AG

## Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Periodenergebnis vor Minderheiten</b>	-	1,1	4,2	8,7	9,8	10,3	12,4
Abschreibungen und Amortisationen	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung Rückstellungen	-	0,1	1,2	1,2	-4,1	0,1	0,2
Buchgewinne/-verluste	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-	-0,1	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Vorräte, Forderungen und LuL sonstigen Aktiva	-	-42,6	8,4	-3,6	-87,9	-27,3	-27,1
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstigen Passiva	-	-0,4	-0,2	0,5	0,0	0,1	0,2
Zinsaufwendungen/-erträge	-	2,3	3,9	3,0	3,7	4,5	4,8
Ertragssteueraufwendungen/-erträge	-	0,4	1,8	3,6	4,2	4,4	5,3
Ertragssteuerzahlungen	-	-0,3	-0,7	-1,9	-2,8	-4,4	-5,2
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	-	<b>-39,3</b>	<b>18,7</b>	<b>12,9</b>	<b>-76,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-9,3</b>
Veränderung der zum Verkauf bestimmten Grundstücke und Vorräte	-	-42,5	9,2	-1,6	-89,3	-27,2	-26,9
<b>Cash Earnings</b>	-	<b>3,2</b>	<b>9,5</b>	<b>14,5</b>	<b>12,4</b>	<b>14,9</b>	<b>17,6</b>
Kauf/Verkauf von immateriellen Vermögensgegenständen	-	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Sachanlagen	-	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Kauf/Verkauf von Finanzanlagen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Unternehmen im Konsolidierungskreis	-	0,0	0,0	-3,7	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	-	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	-	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Kapitalerhöhung	-	2,0	0,0	16,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Eigenkapitalherabsetzung	-	0,0	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0
Verkauf/Erwerb eigener Aktien	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	-	-0,7	-1,3	0,0	-4,4	-4,8	-4,8
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und Anleihen	-	41,3	-9,8	-2,5	73,1	16,3	16,2
Gezahlte Zinsen	-	-2,1	-4,2	-2,7	-3,8	-4,5	-4,8
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	-	<b>40,5</b>	<b>-15,4</b>	<b>7,2</b>	<b>64,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	-	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-	1,1	3,3	16,1	-12,0	-5,4	-2,9
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	-	1,4	2,5	5,8	21,9	9,9	4,5
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	-	<b>2,5</b>	<b>5,8</b>	<b>21,9</b>	<b>9,9</b>	<b>4,5</b>	<b>1,6</b>

Quelle: Independent Research; Noratis AG

## Noratis AG

## Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Wachstumsanalyse</b>							
Wachstum Umsatzerlöse	-	42,6%	87,1%	52,6%	9,4%	6,4%	25,3%
EBITDA-Wachstum	-	52,7%	160,9%	53,9%	16,9%	7,4%	17,4%
EBIT-Wachstum	-	52,5%	162,5%	53,6%	16,9%	7,5%	17,5%
EBT-Wachstum	-	30,3%	296,5%	103,6%	14,9%	4,1%	20,6%
Wachstum EpS	-	33,6%	290,4%	67,5%	-4,3%	4,1%	20,6%
<b>Margenanalyse</b>							
EBITDA-Marge	15,0%	16,0%	22,3%	22,5%	24,1%	24,3%	22,8%
EBIT-Marge	14,8%	15,9%	22,2%	22,4%	23,9%	24,2%	22,7%
EBT-Marge	7,0%	6,4%	13,5%	18,0%	18,9%	18,5%	17,8%
Nettomarge	4,8%	4,5%	9,4%	12,7%	13,2%	13,0%	12,5%
<b>Segmente</b>							
Umsatzerlöse Immobilienverkauf	14,0	19,0	37,8	61,9	65,8	68,1	86,1
Rohrertrag Immobilienverkauf	2,6	3,8	9,2	17,7	16,9	16,9	19,6
Rohmarge Immobilienverkauf	18,4%	19,8%	24,4%	28,6%	25,7%	24,9%	22,8%
Umsatzerlöse Immobilienvermietung	2,7	4,8	6,7	6,1	8,6	11,0	13,0
Rohrertrag Immobilienvermietung	1,4	2,3	3,9	3,8	4,8	6,2	7,3
Rohmarge Immobilienvermietung	53,0%	47,9%	57,9%	62,5%	56,3%	56,5%	56,5%
<b>Renditeanalyse</b>							
ROI	-	1,5%	4,7%	8,0%	6,0%	4,8%	5,3%
ROCE	-	4,0%	8,2%	12,0%	8,6%	6,6%	6,9%
ROE	-	41,7%	80,8%	48,6%	31,0%	27,5%	28,3%
ROIC	-	3,9%	8,0%	10,7%	8,0%	6,5%	6,9%
<b>Bilanzanalyse</b>							
Eigenkapitalquote	2,9%	4,1%	7,6%	22,9%	17,3%	18,1%	19,4%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	99,2	188,5	215,7	242,6
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte / Bilanzsumme	95,7%	96,4%	91,7%	77,6%	94,1%	97,1%	98,4%
<b>Verschuldung</b>							
Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)	43,5	83,7	70,6	64,4	149,4	171,1	190,2
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	16,7	7,7	4,4	6,0	8,3	8,0
Net Gearing	-	22,2	10,6	2,2	4,3	4,3	4,0
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	1,9	1,7	2,5	4,9	4,7	4,3	4,7
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	1,9	1,7	2,5	4,9	4,7	4,2	4,6
<b>Cashflow-Analyse</b>							
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	1,1	5,3	11,7	8,7	10,4	12,8
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex	-	1,0	5,3	11,3	8,6	10,4	12,7
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen / Umsatzerlöse	-	4,6%	11,9%	17,3%	11,7%	13,2%	12,9%
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex / Umsatzerlöse	-	4,3%	11,8%	16,6%	11,6%	13,1%	12,8%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>							
Buchwert je Aktie (Euro)	0,70	1,89	3,32	10,03	11,90	13,76	16,34
EV / Umsatz	-	-	-	1,6	1,9	1,8	1,4
EV / EBITDA	-	-	-	7,1	7,7	7,2	6,1
EV / EBIT	-	-	-	7,1	7,8	7,2	6,2
KGV	-	-	-	5,1	7,7	7,4	6,1
KBV	-	-	-	1,8	2,2	1,9	1,6
Kurs / Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	-	-	3,7	8,6	7,2	5,9
Dividendenrendite	-	-	-	8,4%	6,4%	6,4%	7,8%

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Akkumulieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Reduzieren:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i. V. m. der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Quartalsübersicht

Die vierteljährliche Übersicht aller in Finanzanalysen des letzten Quartals enthaltenen Anlageurteile aufgeteilt nach Anlagekategorien (Quartalsübersicht nach Art. 6 Absatz 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958) ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/votenzaehlung.pdf> veröffentlicht.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Eine ausführliche Beschreibung der Bewertungsmodelle ist auf der Homepage der Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/bewertungsmodelle.pdf> veröffentlicht.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx Europe 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Eine täglich erstellte Gesamtübersicht mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details aller Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die die Independent Research GmbH in den zurückliegenden 12 Monaten verbreitet hat nach Art. 4 Absatz 1i) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 ist auf der Homepage von Independent Research GmbH unter <http://irffm.de/images/stories/pdf/offenlegung.pdf> veröffentlicht.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 29.03.2018 -**

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenskonflikte
Noratis AG	5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Wertpapierdienstleistungen gemäss Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates getroffen oder im gleichen Zeitraum ergab sich auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- 7) verfügen über eine Netto Long Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 8) verfügen über eine Netto Short Position von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.

## **Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Grossbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Copyright: Das Urheberrecht für alle Inhalte dieser Studie liegt bei Independent Research GmbH, Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten. Inhalte dieser Studie dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch auszugsweise kopiert, verändert, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

**Stand: 29.03.2018**

**Independent Research GmbH  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main