

09. April 2018
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Noratis AG

Hohes Wachstum im vierten Jahr

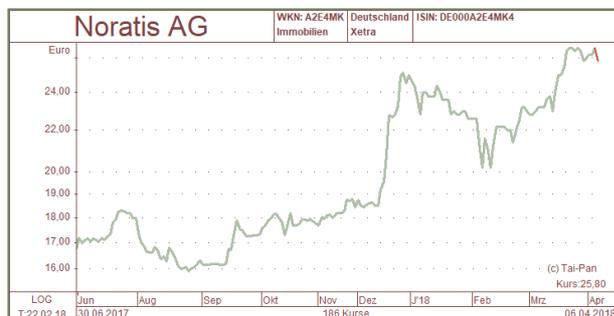
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 25,80 Euro | Kursziel: 35,30 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Erwartungen übertroffen



Stammdaten

Sitz:	Eschborn
Branche:	Wohnimmobilien
Mitarbeiter:	31
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A2E4MK4
Kurs:	25,80 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	2,92 Mio. Stück
Market-Cap:	75,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	140,3 Mio. Euro
Free Float:	31,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	27,60 / 15,90 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	79,5 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	68,0	74,3	81,7
EBIT (Mio. Euro)	15,2	15,4	16,8
Jahresüberschuss	8,7	9,2	10,2
EpS	2,97	3,17	3,50
Dividende je Aktie	1,50	1,58	1,75
Umsatzwachstum	52,6%	9,3%	10,0%
Gewinnwachstum	106,1%	6,7%	10,7%
KUV	1,11	1,01	0,92
KGV	8,7	8,2	7,4
KCF	5,86	-	-
EV / EBIT	9,2	9,1	8,4
Dividendenrendite	5,8%	6,1%	6,8%

Aktuelle Entwicklung

Im Jahr 2017 hat Noratis den Umsatz um die Hälfte auf 68 Mio. Euro gesteigert und damit unsere Schätzung von 65,0 Mio. Euro übertroffen. Auch das Ergebnis ist leicht besser als von uns erwartet ausgefallen. Das EBIT erhöhte sich um 54 Prozent auf 15,2 Mio. Euro (unsere Schätzung: 14,9 Mio. Euro). Bereinigt um die einmaligen IPO-Kosten hätte sich der Anstieg sogar auf fast 70 Prozent belaufen. Doch auch unter Einrechnung dieser Größe konnten das Vorsteuerergebnis und der Jahresüberschuss auf 12,2 Mio. Euro bzw. 8,7 Mio. Euro verdoppelt werden (Schätzung: 12,0 Mio. Euro resp. 8,4 Mio. Euro). Auch die angekündigte Dividende liegt mit 1,50 Euro je Aktie über unserer bisherigen Schätzung von 1,44 Euro. Die hohen Zuwächse verdankt Noratis dem kräftigen Anstieg der Verkaufserlöse, die sich um 63,5 Prozent auf 61,9 Mio. Euro erhöhten. Und dies, obwohl die Anzahl der verkauften Wohnungen minimal auf 587 zurückgegangen ist. Doch der durchschnittliche Verkaufspreis lag in 2017 weit oberhalb des Niveaus von 2016, was sich auch in einer um 4 Prozentpunkte auf 28,6 Prozent verbesserten Rohmarge aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien bemerkbar gemacht hat.

Fazit

Mit diesen Zahlen hat Noratis den eindrucksvollen Wachstumskurs der letzten Jahre fortgesetzt. Da gleichzeitig auch das Vorratsvermögen erwartungsgemäß auf knapp 100 Mio. Euro erhöht wurde, scheint die weitere Expansion ebenfalls gut abgesichert zu sein. Noratis selbst stellt für 2018 einen „merklichen“ Anstieg von Umsatz und Gewinn in Aussicht und begründet diese Erwartung vor allem mit geplanten Blockverkäufen im zweiten Halbjahr. Dies entspricht auch grundsätzlich unseren bisherigen Schätzungen, die wir in Reaktion auf die Zahlen an die nun höhere Basis sowie an die Ist-Kostenstruktur angepasst haben. In Summe sehen wir den fairen Wert jetzt bei 35,30 Euro, das Rating bleibt „Buy“.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	74,3	81,7	89,9	98,9	108,4	118,2	128,3	138,6
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
EBIT-Marge	20,7%	20,5%	20,4%	20,2%	20,0%	19,8%	19,5%	19,2%
EBIT	15,4	16,8	18,3	20,0	21,7	23,4	25,0	26,7
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,6	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
NOPAT	10,7	11,7	12,8	14,0	15,2	16,4	17,5	18,7
+ Abschreibungen & Amortisation	0,1	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	10,8	11,8	12,9	14,1	15,3	16,4	17,6	18,8
- Zunahme Net Working Capital	-9,9	-10,9	-12,0	-13,2	-14,5	-15,2	-15,7	-16,2
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	1,2	1,8	2,4

SMC Schätzmodell

Anhang II: 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	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
1. Immat. VG	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
II. UV Summe	126,6	131,9	143,9	156,4	169,5	183,1	198,5	216,0	235,7
1. Vorratsvermögen	99,2	109,1	120,0	132,0	145,2	159,8	175,0	190,7	206,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	29,3	34,1	39,8	45,8	52,3	59,4	68,3	79,2	92,2
II. Rückstellungen	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	85,5	85,5	91,4	97,3	103,2	109,1	114,9	120,9	126,9
2. Kurzfristiges FK	5,7	6,1	6,6	7,2	7,8	8,5	9,2	9,8	10,5
BILANZSUMME	127,8	133,1	145,1	157,6	170,7	184,3	199,8	217,3	237,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	68,0	74,3	81,7	89,9	98,9	108,4	118,2	128,3	138,6
Rohertrag	21,5	20,5	22,1	23,9	25,9	27,8	29,9	31,8	33,8
EBITDA	15,3	15,4	16,9	18,4	20,1	21,8	23,5	25,1	26,7
EBIT	15,2	15,4	16,8	18,3	20,0	21,7	23,4	25,0	26,7
EBT	12,2	13,2	14,6	15,9	17,3	18,8	20,2	21,6	22,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,7	9,2	10,2	11,1	12,1	13,1	14,1	15,1	16,0
JÜ	8,7	9,2	10,2	11,1	12,1	13,1	14,1	15,1	16,0
EPS	2,97	3,17	3,50	3,82	4,16	4,50	4,84	5,17	5,49

Anhang III: 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	12,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-0,9	-0,5	-0,1
CF aus Investition	-4,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	3,3	-4,4	1,4	0,9	0,4	-0,1	0,7	1,8	3,0
Liquidität Jahresanfa.	5,8	17,9	12,8	13,5	13,6	12,9	11,5	11,2	12,3
Liquidität Jahresende	17,9	12,8	13,5	13,6	12,9	11,5	11,2	12,3	15,1

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	52,6%	9,3%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%
Rohermargemarge	31,7%	27,5%	27,1%	26,6%	26,1%	25,7%	25,3%	24,8%	24,4%
EBITDA-Marge	22,5%	20,8%	20,6%	20,5%	20,3%	20,1%	19,8%	19,6%	19,3%
EBIT-Marge	22,4%	20,7%	20,5%	20,4%	20,2%	20,0%	19,8%	19,5%	19,2%
EBT-Marge	18,0%	17,8%	17,9%	17,7%	17,5%	17,3%	17,1%	16,8%	16,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	12,7%	12,4%	12,5%	12,4%	12,3%	12,1%	12,0%	11,8%	11,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 09.04.2018 um 15:30 Uhr fertiggestellt und am 09.04.2018 um 16:00 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.02.2018	Buy	33,90 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update, ein Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen

und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.