

Noratis AG

Datum: 01.10.2018

Votum:		Kaufen
zuvor:		Kaufen
Kursziel (in Euro)		34,00 (zuvor: 34,00)
Kurs (Xetra) (in Euro)		24,60
28.09.2018	17:36 Uhr	
Kurspotenzial		38%

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

Starkes H2 2018e zu erwarten - Portfolio wird deutlich ausgebaut

- ⇒ Wie erwartet lagen in H1 2018 der Umsatz mit 20,8 (33,1) Mio. Euro und das bereinigte EBT mit 4,3 (6,9) Mio. Euro unter dem Vorjahr (Verkauf von 133 Wohnungen vor allem in Schwarzenbek vs. 331 Einheiten im Vorjahr vor allem in Dormagen). Hervorzuheben ist die Rohmarge bei Immobilienverkäufen von 34,5% (27,9%), was u.E. für eine weiterhin hohe Nachfrage spricht.
- ⇒ Seit Jahresbeginn hat Noratis in drei Transaktionen 882 Wohnungen hinzugekauft und das Portfolio auf gut 1.900 Einheiten ausgebaut. Mit den Mitteln aus der Kapitalerhöhung Ende Mai (netto 14,5 Mio. Euro) dürfte Noratis u.E. die Immobilienvorräte bis Ende 2020e auf 276 (30.06.18: 114) Mio. Euro ausbauen. Die Pipeline erlaubt es Noratis u.E. das Abverkaufsvolumen sukzessive zu steigern und daher attraktive Dividenden zu zahlen (Dividendenrendite 2018e: 6%). Wir erwarten auf Grund hochmargiger Abverkäufe ein starkes H2 2018e.
- ⇒ Für die Noratis-Aktie bekräftigen wir u.a. auf Grund des stabilen Marktes für kleine bis mittelgroße Immobilientransaktionen unser Kaufen-Votum und unser Kursziel von 34,00 Euro.

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,602
Streubesitz	44,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	88,6
∅ Tagesumsatz (Stück)	-
52W Hoch	25.04.2018 27,26 Euro
52W Tief	20.10.2017 15,87 Euro

Termine	
EXPO REAL	08.10.2018 bis 10.10.2018
Eigenkapitalforum	26.11.2018

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-1,6%	-0,9%
3 Monate	14,4%	14,7%
6 Monate	1,4%	-0,2%
12 Monate	52,1%	58,9%



Quelle: Noratis AG; Bloomberg

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	23,8	44,6	68,0	64,8	85,2	130,2
davon Verkauf	19,0	37,8	61,9	56,5	73,0	115,5
davon Miete	4,8	6,7	6,1	8,3	12,2	14,8
Rohertrag	6,1	13,1	21,5	21,2	24,9	34,8
Rohmarge	25,4%	29,5%	31,6%	32,8%	29,2%	26,7%
EBITDA	3,8	10,0	15,3	16,1	19,5	28,3
EBITDA-Marge	16,0%	22,3%	22,5%	24,8%	22,9%	21,8%
Nettoergebnis	1,1	4,2	8,7	9,2	10,8	16,7
Ergebnis je Aktie	0,54	2,10	3,52	2,76	3,00	4,64
Dividende je Aktie	0,67	0,00	1,50	1,50	1,60	2,30
Stetige Einnahmen	2,4	4,1	4,0	5,4	7,3	8,9
Operative Kosten	-2,3	-3,4	-4,9	-5,9	-5,8	-7,0
Immobilienvorräte	89,3	80,2	99,2	198,6	240,7	276,0
Eigenkapitalquote	4,1%	7,6%	22,9%	22,5%	21,8%	23,3%
Cash Earnings (CE)	3,2	9,5	14,5	11,5	15,3	21,9
CE / Umsatz	13,5%	21,4%	21,3%	17,7%	18,0%	16,8%
EV / EBITDA	-	-	7,1	9,9	8,2	5,6
KGV	-	-	5,1	8,9	8,2	5,3
KBV	-	-	1,8	1,8	1,6	1,4
Dividendenrendite	-	-	8,4%	6,1%	6,5%	9,3%

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

Quelle: Independent Research; Noratis AG

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 01.10.18 um 14:30 Uhr
Erstmalige Weitergabe am 01.10.18 um 14:50 Uhr

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

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 85 Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 85 WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 67 WpHG bestimmt.

Bewertung

Bewertungsfazit

*Fairer Wert: 34,03 Euro je
Aktie*

Wir haben die Noratis AG mit einem Dividend Discount-Modell (DDM) und einem Economic Value Added-Modell (EVA-Modell) bewertet. Die aus dem erhöhten finanziellen Spielraum (IPO Ende Juni 2017 und Kapitalerhöhung Ende Mai 2018) ermöglichte Wachstumsbeschleunigung haben wir in unseren Prognosen und unserer Bewertung berücksichtigt. Eine Peer Group-Bewertung ist u.E. nicht sinnvoll. 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 122,6 Mio. Euro bzw. 34,03 Euro je Aktie. Das implizierte KGV 2018e bis 2020e von 7,3 bis 12,3 ist u.E. im Relation zu Immobilien-Bestandshaltern und Immobilien-Bestandsentwicklern valide.

Noratis AG			
Bewertung - Zusammenfassung			
	Fairer Wert (Mio. Euro)	Fairer Wert je Aktie (Euro)	Gewichtung
Dividend Discount-Modell (DDM)	136,3	37,83	50%
Economic Value Added-Modell (EVA)	108,9	30,22	50%
Gewichteter fairer Wert	122,6	34,03	
Kursziel (Euro)			34,00

Quelle: Independent Research

Ausschüttungsquote: 50%

Dividend Discount-Modell

*DDM berücksichtigt aus
Cashflow gespeistes organi-
sches Wachstum*

Unser DDM basiert auf einem Dreiphasenansatz. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Planungen für die Jahre 2018e 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%).

Noratis AG										
Dividend Discount-Modell										
Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	64,8	85,2	130,2	138,1	155,1	172,3	191,6	213,1	237,1	263,6
Wachstum ggü. Vj.	-	31,5%	52,8%	6,0%	12,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	65,3%	42,9%	54,1%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Immobilienvorräte Jahresanfang	99,2	198,6	240,7	276,0	309,8	344,3	382,9	425,9	473,6	526,8
Veränderung Immobilienvorräte	99,4	42,1	35,3	33,9	34,4	38,7	42,9	47,8	53,1	59,1
Immobilienvorräte Jahresende	198,6	240,7	276,0	309,8	344,3	382,9	425,9	473,6	526,8	585,9
EBIT	16,0	19,4	28,3	31,1	35,0	38,9	43,2	48,1	53,5	59,5
EBIT-Marge	24,7%	22,8%	21,7%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	9,2	10,8	16,7	17,2	19,3	21,5	23,9	26,5	29,5	32,8
Nettomarge	14,1%	12,7%	12,8%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Dividendenausschüttung	-5,0	-5,8	-8,3	-8,6	-9,7	-10,7	-11,9	-13,3	-14,8	-16,4
Verbleibendes Kapital für Wachstum	-	-	-	8,6	9,6	10,7	11,9	13,3	14,7	16,4
Leverage (Eigenkapitalanforderung)	-	-	-	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Wachstum der Vorräte im Folgejahr	-	-	-	34,4	38,7	42,9	47,8	53,1	59,1	65,7
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,318	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602	3,602
Ergebnis je Aktie (in Euro)	2,76	3,00	4,64	4,77	5,36	5,96	6,62	7,37	8,19	9,11
Wachstum ggü. Vj.	-	8,8%	54,7%	2,8%	12,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Dividende je Aktie (in Euro)	1,50	1,60	2,30	2,39	2,68	2,98	3,32	3,69	4,10	4,56
Ausschüttungsquote	54,4%	53,3%	49,5%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Barwerte je Aktie (in Euro)	1,46	1,40	1,82	1,70	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,74
Summe Barwerte je Aktie (in Euro)	16,75									
Terminalwert je Aktie (in Euro)	21,08	in % des Gesamtwerts: 56%								
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	37,83									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	3,602									
Marktwert Eigenkapital	136,3									

Modell-Parameter:

Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,5
		Risikoprämie:	5,0%
		Zins EK:	10,5%
Wachstum ew. Rente:	2,0%	Datum:	01.10.18

Quelle: Independent Research

Fairer Wert laut DDM:
37,83 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 136,3 Mio. Euro bzw. 37,83 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz (Cost of Equity)			
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Wachstum ewige Rente	1,5%	39,13	36,55	34,24	32,18
	2,0%	40,64	37,83	35,34	33,13
	2,5%	42,35	39,27	36,57	34,18
	3,0%	44,30	40,91	37,96	35,36

Quelle: Independent Research

Economic Value Added-Modell

Noratis AG										
Economic Value Added-Modell										
Angaben in Mio. Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	64,8	85,2	130,2	138,1	155,1	172,3	191,6	213,1	237,1	263,6
Wachstum ggü. Vj.	-	31,5%	52,8%	6,0%	12,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
In % der Immobilienvorräte zu Jahresanfang	65,3%	42,9%	54,1%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Capital Employed Jahresanfang	100,4	198,4	240,3	275,3	308,8	342,8	381,0	423,4	470,5	523,0
Veränderung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Immobilienvorräte	99,4	42,1	35,3	33,9	34,4	38,7	42,9	47,8	53,1	59,1
Wachstum ggü. Vj.	-	-57,6%	-16,3%	-4,0%	1,7%	12,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%
Veränderung Working Capital	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Capital Employed Jahresende	198,4	240,3	275,3	308,8	342,8	381,0	423,4	470,5	523,0	581,3
Immobilienvorräte Jahresanfang	99,2	198,6	240,7	276,0	309,8	344,3	382,9	425,9	473,6	526,8
Veränderung Immobilienvorräte	99,4	42,1	35,3	33,9	34,4	38,7	42,9	47,8	53,1	59,1
Immobilienvorräte Jahresende	198,6	240,7	276,0	309,8	344,3	382,9	425,9	473,6	526,8	585,9
EBIT	16,0	19,4	28,3	31,1	35,0	38,9	43,2	48,1	53,5	59,5
EBIT-Marge	24,7%	22,8%	21,7%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Ertragssteuern	-4,8	-5,8	-8,5	-9,3	-10,5	-11,7	-13,0	-14,4	-16,0	-17,8
NOPAT	11,2	13,6	19,8	21,8	24,5	27,2	30,3	33,6	37,4	41,6
ROCE (Basis: durchschn. Capital Employed)	7,5%	6,2%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Excess Return	0,4%	-0,9%	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NOPAT	11,2	13,6	19,8	21,8	24,5	27,2	30,3	33,6	37,4	41,6
Absolute Kapitalkosten	-7,1	-14,1	-17,1	-19,6	-22,0	-24,4	-27,1	-30,1	-33,5	-37,2
EVA	4,0	-0,5	2,7	2,2	2,5	2,8	3,1	3,5	3,9	4,4
Barwerte	4,0	-0,5	2,3	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Summe Barwerte	19,8									
Terminalwert	45,6	in % des Gesamtwerts: 70%								
Summe Economic Value Added	65,4	Modell-Parameter: 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: 01.10.18								
+ Capital Employed	114,1									
+ Liquide Mittel	15,5									
- Finanzverschuldung	-86,1									
Marktwert Eigenkapital	108,9									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	3,602									
Fairer Wert je Aktie (in Euro)	30,22									

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Wachstum ewige Rente	6,6%	30,89	32,41	34,30	36,72
	7,1%	29,03	30,22	31,68	33,49
	7,6%	27,48	28,44	29,58	30,98
	8,1%	26,17	26,95	27,86	28,96

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 240,3 (31.12.17: 100,4) Mio. Euro reflektiert die Investition der Erlöse aus dem IPO Mitte 2017 und der Kapitalerhöhung Ende Mai 2018. Ab 2021e gehen wir in der Phase II in die Trendanalyse über. Der Anstieg des Capital Employed und der Immobilienvorräte berücksichtigt wie im DDM 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: 30,22 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 108,9 Mio. Euro bzw. 30,22 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	14	15	16	DpS			Ausschüttungsquote						Dividendenrendite								
					17	18e	19e	20e	14	15	16	17	18e	19e	20e	14	15	16	17	18e	19e	20e
Immobilien-Bestandshalter																						
Adler Real Estate	Euro	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,85	0%	0%	0%	2%	0%	0%	61%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%
ADO Properties	Euro	-	0,35	0,45	0,60	0,77	0,87	0,99	-	7%	4%	7%	29%	29%	30%	-	1%	1%	1%	1%	2%	2%
Dt. Wohnen	Euro	0,43	0,54	0,74	0,80	0,87	0,95	1,01	15%	15%	16%	16%	59%	65%	66%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Grand City	Euro	0,00	0,20	0,68	0,73	0,78	0,86	0,91	0%	7%	19%	22%	44%	52%	54%	0%	1%	4%	4%	3%	4%	4%
LEG Immobilien	Euro	1,96	2,26	2,76	3,04	3,53	3,78	3,99	68%	60%	30%	23%	70%	68%	73%	3%	3%	4%	3%	3%	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	0,06	-	-	-	62%	35%	36%	56%	-	-	-	2%	2%	2%	3%	-	-	-
TAG Immobilien	Euro	0,50	0,55	0,57	0,65	0,73	0,77	0,82	278%	47%	38%	30%	44%	53%	58%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Vonovia	Euro	0,74	0,94	1,12	1,32	1,45	1,58	1,68	50%	41%	23%	27%	73%	72%	75%	3%	3%	4%	3%	3%	4%	4%
Median		0,23	0,35	0,57	0,65	0,77	0,86	0,95	32%	15%	19%	22%	44%	53%	59%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	4%
Mittelwert		0,46	0,54	0,71	0,80	1,02	1,10	1,28	59%	24%	19%	20%	40%	42%	52%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Immobilien-Projektentwickler																						
Eyemaxx	Euro	0,00	0,20	0,20	0,20	0,20	0,25	0,28	0%	16%	15%	13%	14%	15%	14%	0%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
GIEAG	Euro	0,48	0,24	0,24	0,36	-	-	-	211%	9%	-	-	-	-	-	44%	5%	4%	4%	-	-	-
Instone RE	Euro	-	-	-	-	0,00	0,00	0,30	-	-	-	-	0%	0%	13%	-	-	-	-	0%	0%	1%
UBM	Euro	1,24	1,60	1,60	2,00	2,10	2,23	2,37	35%	33%	41%	41%	41%	43%	43%	5%	4%	5%	5%	5%	6%	6%
Median		0,48	0,24	0,24	0,36	0,20	0,25	0,30	35%	16%	28%	27%	14%	15%	-	5%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
Mittelwert		0,57	0,68	0,68	0,85	0,77	0,83	0,98	82%	19%	28%	27%	18%	19%	-	16%	5%	4%	3%	2%	3%	3%
Immobilien-Bestandsentwickler																						
ACCENTRO	Euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,22	0,25	0%	0%	0%	0%	28%	26%	27%	0%	0%	0%	0%	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	3,53	3,78	3,99	278%	60%	41%	56%	73%	72%	75%	44%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Median		0,23	0,24	0,45	0,60	0,75	0,81	0,88	25%	15%	17%	19%	35%	36%	49%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	3%
Mittelwert		0,45	0,53	0,65	0,75	0,88	0,96	1,12	60%	21%	19%	20%	33%	35%	43%	5%	2%	3%	2%	2%	2%	3%
Noratis	Euro	-	-	-	1,50	1,50	1,60	2,30	-	-	-	43%	54%	53%	50%	-	-	-	8%	6%	7%	9%

Quelle: Independent Research; Bloomberg Schlusskurse vom 28.09.18

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	14	15	EV / EBITDA					Med.	KGV					Med.		
				16	17	18e	19e	20e	14-20	14	15	16	17	18e	19e	20e	14-20
Immobilien-Bestandshalter																	
Adler Real Estate	Euro	7,4	18,2	10,9	9,9	12,5	16,9	16,6	12,5	1,6	7,8	6,8	7,0	7,9	11,3	11,0	7,8
ADO Properties	Euro	-	8,0	4,2	6,9	41,8	36,8	32,5	20,2	-	5,3	3,2	5,2	19,6	17,3	15,8	10,5
Dt. Wohnen	Euro	8,2	6,3	5,2	6,8	35,0	32,7	30,8	8,2	6,6	7,1	6,4	7,5	27,9	28,7	27,1	7,5
Grand City	Euro	7,4	11,1	6,7	7,8	16,9	17,5	17,3	11,1	6,8	7,9	4,9	5,9	12,7	13,5	13,3	7,9
LEG Immobilien	Euro	15,8	13,3	8,8	7,1	26,5	25,0	23,7	15,8	21,6	20,2	8,0	7,2	20,3	18,5	18,7	18,7
Peach Property	CHF	39,7	13,0	9,1	9,5	9,0	6,1	4,9	9,1	-	52,5	7,7	4,2	6,6	4,2	3,3	5,4
RCM	Euro	19,0	41,3	21,6	12,4	-	-	-	20,3	37,4	23,6	18,8	20,5	-	-	-	22,0
TAG Immobilien	Euro	17,2	14,0	11,9	9,5	25,5	24,4	23,5	17,2	53,4	9,7	8,5	7,4	12,4	14,3	14,6	12,4
Vonovia	Euro	16,8	12,7	6,5	7,7	18,5	20,6	19,7	16,8	18,0	12,5	6,4	8,5	21,2	19,2	18,8	18,0
Median		16,3	13,0	8,8	7,8	22,0	22,5	21,6	15,8	18,0	9,7	6,8	7,2	16,2	15,8	15,2	10,5
Mittelwert		16,4	15,3	9,4	8,6	23,2	22,5	21,1	14,6	20,8	16,3	7,8	8,1	16,1	15,9	15,3	12,3
Immobilien-Projektentwickler																	
Eyemaxx	Euro	180,4	11,4	180,6	56,6	3,7	3,4	3,0	11,4	6,5	4,4	6,6	8,3	7,8	6,9	6,0	6,6
GIEAG	Euro	7,9	3,2	70,4	20,5	-	-	-	14,2	4,8	1,7	-	-	-	-	-	3,3
Instone RE		-	-	-	-	23,0	9,8	7,4	9,8	-	-	-	-	44,9	14,8	10,8	14,8
UBM	Euro	17,7	17,5	30,2	42,6	12,3	9,5	9,6	17,5	6,5	7,3	7,9	8,4	7,8	7,7	7,3	7,7
Median		17,7	11,4	70,4	42,6	12,3	9,5	7,4	12,8	6,5	4,4	7,3	8,3	7,8	7,7	7,3	7,1
Mittelwert		68,6	10,7	93,7	39,9	13,0	7,5	6,6	13,2	6,0	4,5	7,3	8,3	20,1	9,8	8,0	8,1
Immobilien-Bestandsentwickler																	
ACCENTRO	Euro	22,3	52,1	8,8	9,5	11,9	9,9	8,9	9,9	-	3,9	6,8	10,3	14,1	11,5	10,2	10,3
Minimum		7,4	3,2	4,2	6,8	3,7	3,4	3,0	8,2	1,6	1,7	3,2	4,2	6,6	4,2	3,3	3,3
Maximum		180,4	52,1	180,6	56,6	41,8	36,8	32,5	20,3	53,4	52,5	18,8	20,5	44,9	28,7	27,1	22,0
Median		17,0	13,0	9,1	9,5	17,7	17,2	16,9	13,4	6,7	7,8	6,8	7,4	13,4	13,9	12,1	9,1
Mittelwert		30,0	17,1	28,8	15,9	19,7	17,7	16,5	13,9	16,3	12,6	7,7	8,3	16,9	14,0	13,1	10,9
Noratis	Euro	-	-	-	7,1	9,9	8,2	5,6	7,6	-	-	-	5,1	8,9	8,2	5,3	6,7

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Schlusskurse vom 28.09.18

Zwei bis drei 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 9,3% zwei bis drei Mal so hoch wie die der Immobilien-Bestandshalter sein dürfte (im Median 3% bis 4%; die Dividendenrendite liegt auch in den Vorjahren bereits höher). Die Dividendenausschüttungen des Immobilien-Projektentwicklers GIEAG war dagegen in den letzten Jahren volatiler. Für die Mitte Februar 2018 an die Börse gegangene Instone Real Estate wird laut Bloomberg-Daten die erste Dividendenzahlung erst für das Geschäftsjahr 2020e erwartet.

Implizierte KGVs spiegeln konservativen Bewertungsansatz wider

Unseren gemittelten fairen Wert für Noratis AG von 122,6 Mio. Euro bzw. 34,03 Euro je Aktie sehen wir fundamental mit implizierten KGVs von 7,3 (2020e) bis 12,3 (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 im Rahmen bzw. 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

Erwartungsgemäß noch geringere Zahl an Immobilienverkäufen in H1 2018

Hohe Rohmarge bei Immobilienverkäufen auch bei Blockverkäufen realisiert

In H1 2018 lagen die Umsatzerlöse mit 20,8 (33,1) Mio. Euro und das bereinigte EBT mit 4,3 (6,9) Mio. Euro (vor Aufwendungen für das IPO bzw. die Kapitalerhöhung) wie erwartet unter den Vorjahreswerten. Noratis veräußerte insgesamt 133 (331) Wohnungen, von denen der Großteil auf den Blockverkauf des Schwarzenbek-Portfolios (99 Einheiten) entfiel. Zudem wurden 31 Wohnungen in Dormagen und 3 Wohnungen in Krefeld privatisiert. In H1 2017 hatte Noratis einen wesentlichen Teil des Dormagen-Portfolios mit 309 Einheiten verkauft. Hervorzuheben ist die Rohmarge bei Immobilienverkäufen von 34,5% (27,9%), was u.E. für den attraktiven Verkäufermarkt spricht. Zudem erlaubte die Haltedauer des Schwarzenbek-Portfolios von drei Jahren nun hohe Renditen. Die Expansion des Immobilienportfolios zum 30.06.18 auf 1.404 (31.12.17: 1.194) Einheiten hat sich zudem positiv auf die Mieterlöse mit 3,3 (2,6) Mio. Euro ausgewirkt.

Deutlicher Ausbau des Immobilienportfolios

Bis dato Kauf von fast 900 Wohnungen im Jahr 2018

Seit Jahresbeginn hat Noratis in insgesamt drei Transaktionen 882 Wohneinheiten hinzugekauft und das Portfolio damit erheblich ausgeweitet:

- 161 Wohneinheiten und 2 Gewerbeeinheiten in Ratingen (145 Wohneinheiten) und Frankfurt am Main (16 Wohneinheiten)
- 365 Wohneinheiten in Celle (252 Einheiten), Königslutter (93 Einheiten) und Trier (20 Einheiten)
- 356 Wohnungen und 7 Gewerbeeinheiten in Frankfurt am Main

Noratis AG						
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung						
Angaben in Mio. Euro	H1 2017	H2 2017	H1 2018	H2 2018e	Gj. 2017	Gj. 2018e
	Ist	Ist	Ist	IR-Prognose	Ist	IR-Prognose
Verkaufserlöse	30,4	31,5	17,5	39,0	61,9	56,5
Mieterlöse	2,6	3,5	3,3	5,0	6,1	8,3
Umsatzerlöse	33,1	34,9	20,8	44,0	68,0	64,8
Rohrertrag Immobilienverkauf	8,5	9,2	6,0	10,6	17,7	16,6
Rohrertrag Immobilienvermietung	1,6	2,2	1,7	3,0	3,8	4,7
Rohrertrag	10,1	11,4	7,7	13,5	21,5	21,2
Rohmarge	30,5%	32,8%	37,1%	30,7%	31,6%	32,8%
EBITDA	6,9	8,4	4,8	11,3	15,3	16,1
Bereinigtes EBITDA	8,4	8,4	5,6	11,3	16,8	16,9
Bereinigte EBITDA-Marge	25,4%	24,1%	26,8%	25,7%	24,7%	26,1%
EBT	5,4	6,9	3,5	9,6	12,2	13,1
Bereinigtes EBT	6,9	6,9	4,3	9,6	13,7	13,9
Bereinigte EBT-Marge	20,8%	19,7%	20,7%	21,8%	20,2%	21,4%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	3,3	5,3	2,6	6,6	8,7	9,2
Immobilienvorräte (Periodenende)	98,1	99,2	114,1	198,6	99,2	198,6
Eigenkapital (Periodenende)	23,9	29,3	42,8	48,4	29,3	48,4
Eigenkapitalquote (Periodenende)	19,3%	22,9%	31,7%	22,5%	22,9%	22,5%
Liquide Mittel (Periodenende)	23,7*	21,8	15,5	14,6	21,8	14,6
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-7,4	20,3	-15,0	-73,0	12,9	-87,9
Cash Earnings	10,5	4,0	-0,1	11,5	14,5	11,5
Cash Earnings abzgl. Zinsen	9,1	2,7	-1,5	10,0	11,7	8,6

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
Immobilienverkauf							
Umsatzerlöse	14,0	19,0	37,8	61,9	56,5	73,0	115,5
Abgang an Buchwerten/sonstige Kosten	-11,4	-15,3	-28,6	-44,2	-39,9	-55,0	-89,1
Rohhertrag	2,6	3,8	9,2	17,7	16,6	18,0	26,4
Rohmarge	18,4%	19,8%	24,4%	28,6%	29,3%	24,6%	22,9%
Zugang zu Buchwerten inkl. Capex	37,2	57,8	18,1	45,8	139,7	97,5	124,3
Immobilienvermietung							
Umsatzerlöse/Mieterträge	2,7	4,8	6,7	6,1	8,3	12,2	14,8
Kosten der Vermietung	-1,3	-2,5	-2,8	-2,3	-3,6	-5,3	-6,4
Rohhertrag	1,4	2,3	3,9	3,8	4,7	6,9	8,4
Rohmarge	53,0%	47,9%	57,9%	62,5%	56,3%	56,5%	56,7%
Umsatzerlöse gesamt	16,7	23,8	44,6	68,0	64,8	85,2	130,2
Rohhertrag gesamt	4,0	6,1	13,1	21,5	21,2	24,9	34,8
Rohmarge	24,1%	25,4%	29,5%	31,6%	32,8%	29,2%	26,7%
EBITDA	2,5	3,8	10,0	15,3	16,1	19,5	28,3
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	0,8	1,1	4,2	8,7	9,2	10,8	16,7

Quelle: Independent Research; Noratis AG

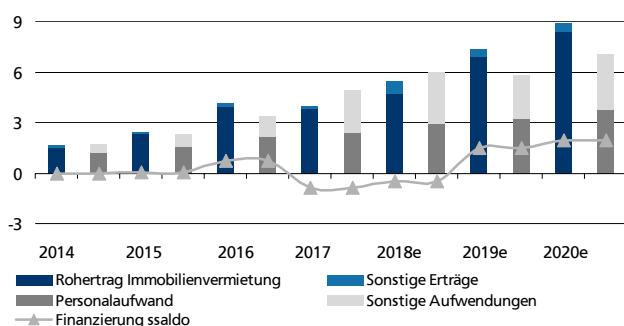
Portfolio von aktuell gut 1.900 Wohnungen

Bis zum 30.06.18 wurde der Zukauf in Celle/Königsutter/Trier vollzogen. Inclusive der anderen beiden Transaktionen, deren Closing in H2 2018 vollzogen wird, hat Noratis damit ein Immobilienportfolio von ca. 1.920 Wohneinheiten aufgebaut. Entsprechend erwarten wir, dass sich die zum 30.06.18 ausgewiesenen Immobilienvorräte von 114,1 (31.12.17: 99,2) Mio. Euro bis Ende 2018e noch deutlich auf 198,6 Mio. Euro erhöhen werden.

Noratis nutzt lokale Expertise in Frankfurt

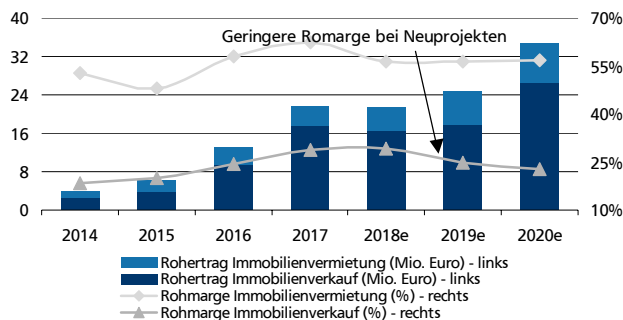
Mit den Zukäufen in Frankfurt nutzt Noratis u.E. seine lokale Expertise (Firmensitz in Eschborn nahe Frankfurt). Mittlerweile hat die Gesellschaft hier ein Portfolio von ca. 550 Wohneinheiten aufgebaut (zzgl. 24 Wohnungen im nahegelegenen Riedstadt) und kann hierdurch u.E. Skalenzpotenziale heben. Der Standort ist u.E. zudem vor dem Hintergrund des erwarteten Bevölkerungswachstums (Prognose für 2030 laut des Bürgeramts: 810 (2017: 741) Tsd. Einwohner) attraktiv. Auch Celle (knapp 70.000 Einwohner) stufen wir als attraktiv ein, da es im Einzugsgebiet von Hannover liegt (ca. 45 km; Fahrzeit: ca. 45 Minuten über die B3 oder 35 Minuten mit der S-Bahn).

Nettoerträge vs. operative Kosten (Mio. Euro)



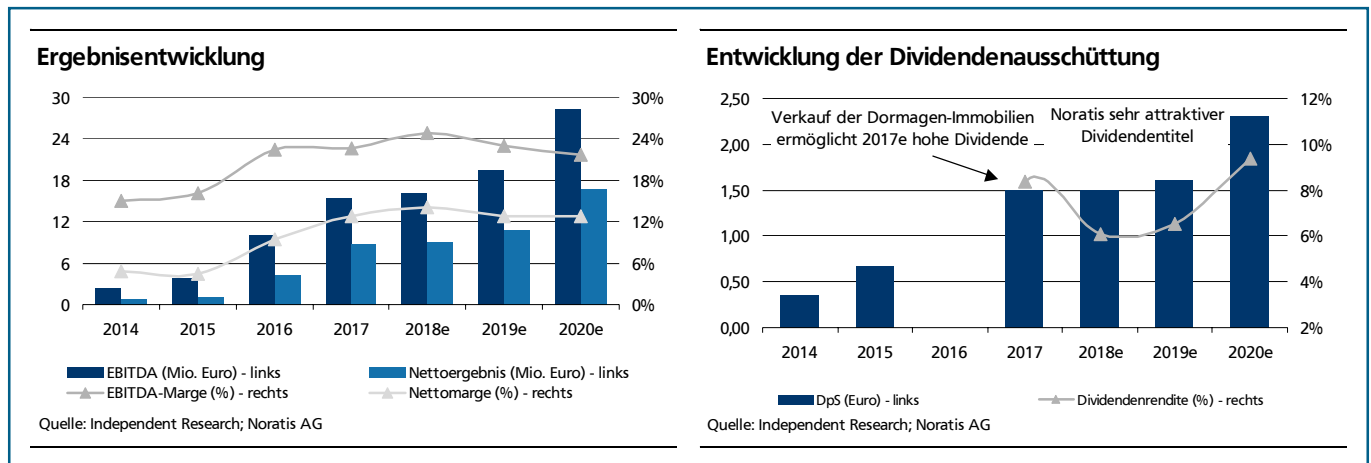
Quelle: Independent Research; Noratis AG

Entwicklung des Rohertrags



Quelle: Independent Research; Noratis AG

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



Kapitalerhöhung ermöglicht u.E. bis Ende 2020e Ausbau der Vorräte auf 276 (31.12.16: 80) Mio. Euro

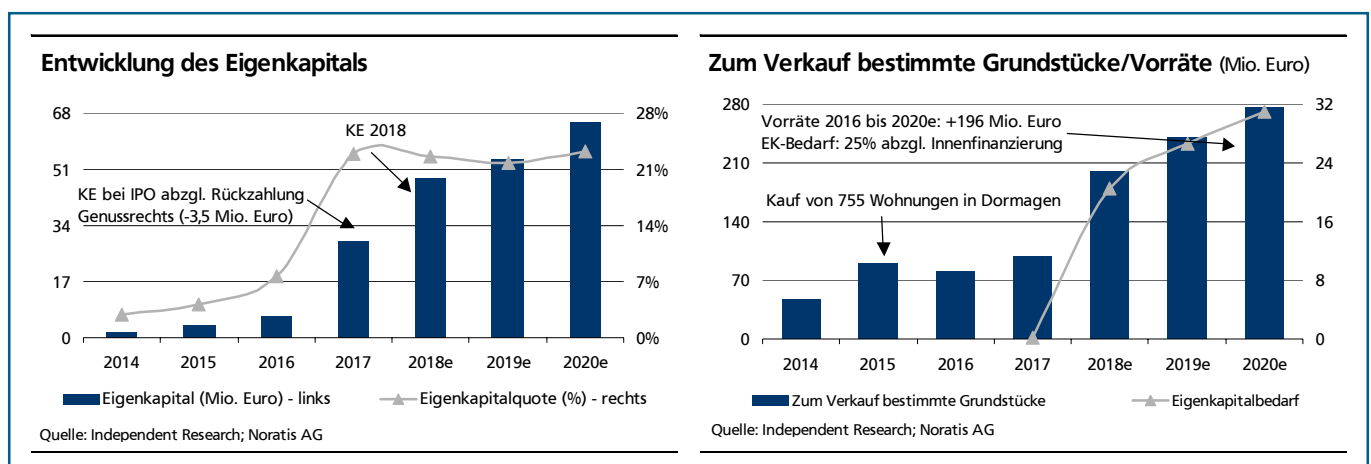
Weiterer Ausbau des Immobilienportfolios erwartet

Durch die Anfang Juni durchgeführte Bezugsrechtskapitalerhöhung hat Noratis netto 14,5 Mio. Euro Erlöst (Ausgabe von 0,682 Mio. Aktien zu 22,50 Euro je Aktie). Inklusiv der Mittel aus dem IPO 2017 (netto 15,8 Mio. Euro) kann Noratis bei einer unterstellten Eigenkapitalfinanzierung von 25% nach unseren Berechnungen den Immobilienvorratsbestand um rd. 124 Mio. Euro erhöhen. Bei einem konservativ unterstellten Nettogewinn von 9 Mio. Euro p.a. und einer Ausschüttung von 50% lässt sich der Vorratsbestand organisch um weitere ca. 72 Mio. Euro in vier Jahren steigern. Wir erwarten daher weitere Zukäufe von Immobilienportfolios und von 2016 bis 2020e eine Verdreifachung der Vorräte auf 276,0 (31.12.16: 80,2; 30.06.18: 114,1) Mio. Euro.

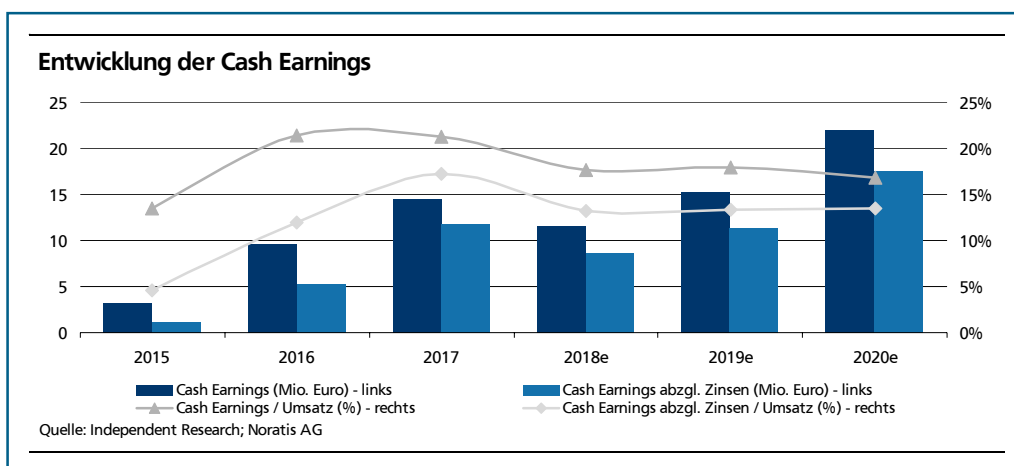
Zahlreiche Verkäufe in H2 2018e erwartet

In etwa Verdreifachung des Nettoergebnisses von 2017 bis 2020e erwartet

Für 2018e erwartet Noratis gegenüber 2017 eine leichte Ergebnisverbesserung bei niedrigeren Umsätzen. Hintergrund sind - wie der Halbjahresbericht impliziert - margenstarke Wohnungsverkäufe in Frankfurt in H2 2018e. Laut CEO Speth gibt es auch für das Portfolio in Trier eine hohe Nachfrage. Da sich Noratis 2018e auf hochmarginige Verkäufe konzentrieren dürfte, fällt unsere Prognose für das Nettoergebnis 2018e mit 9,2 (zuvor: 9,8) Mio. Euro nur etwas niedriger aus. Dafür gewinnt Noratis bei Abverkäufen in den nächsten Jahren an Flexibilität. Unsere Prognosen für das Nettoergebnis 2019e und 2020e belassen wir unverändert.



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



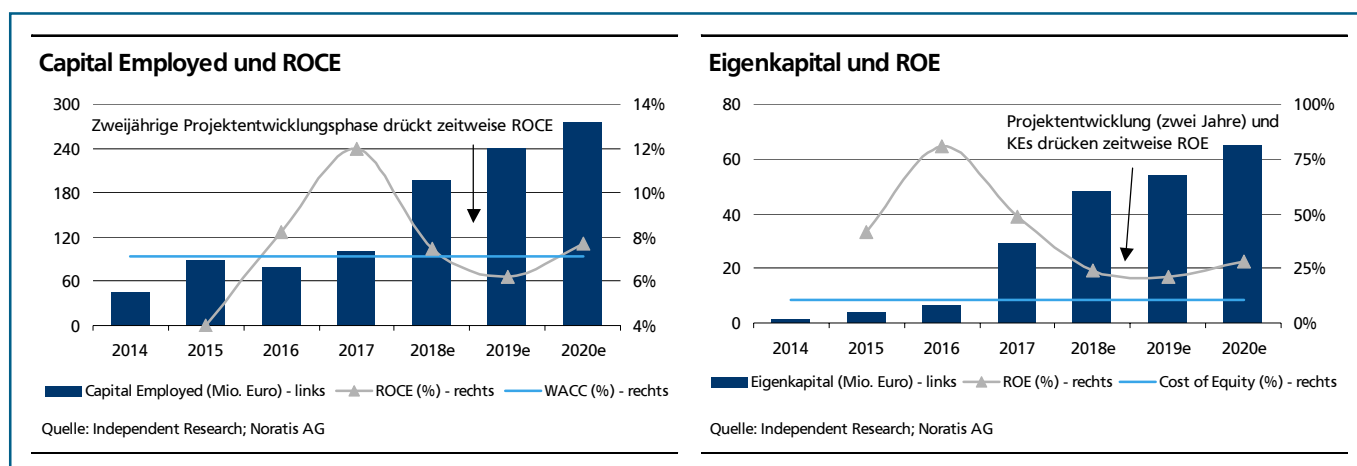
Wir bestätigen unsere Prognosen bis 2020e

Insgesamt beruhen unsere Planungen auf einem Preis-/Mengenmodell der einzelnen Projekte, in das wir den aktuellen Immobilienbestand, die Reinvestition der Mittelzuflüsse aus Objektverkäufen sowie die Investition der Nettoerlöse aus den Kapitalmaßnahmen einkalkuliert haben. Wegen des wachsenden Immobilienportfolios und unter Berücksichtigung der zwei- bis dreijährigen Projektvorlaufzeit erwarten wir bis 2020e einen Anstieg des Umsatzes auf 130,2 Mio. Euro und des Nettoergebnisses auf 16,7 Mio. Euro. Dabei dürften die laufenden Einnahmen aus Mieten die operativen Kosten 2020e um 1,9 (2018e: -0,5) Mio. Euro übersteigen.

Cashflow ermöglicht attraktive Dividendenzahlung

U.E. attraktive Dividendenrendite von 6% (2018e) bis 9% (2020e) erwartet

Die Cash Earnings (operativer Cashflow vor Änderung der Vorräte) abzüglich der Zinszahlungen war in H1 2018 mit -1,5 (+9,1) Mio. Euro auf Grund hoher Steuerzahlungen von 4,3 (1,7) Mio. Euro noch negativ. Wir erwarten durch die Immobilienverkäufe in H2 2018e im Gesamtjahr einen deutlich positiven Wert und in den nächsten Jahren insgesamt einen Wert von 13% bis 14% des Umsatzes. Dies ermöglicht Noratis u.E. auch eine attraktive Dividendenpolitik mit einer unterstellten Ausschüttungsquote von 50%. Nach der Zahlung von 1,50 Euro je Aktie für 2017 prognostizieren wir bis 2020e einen Anstieg des DpS auf 2,30 Euro im Jahr 2020e. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses entspricht dies einer attraktiven Dividendenrendite von 9% für 2020e, was zwei bis drei 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

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	56,5	73,0	115,5
Mieterlöse	2,7	4,8	6,7	6,1	8,3	12,2	14,8
Sonstige Umsatzerlöse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umsatzerlöse	16,7	23,8	44,6	68,0	64,8	85,2	130,2
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-12,7	-17,8	-31,4	-46,5	-43,6	-60,3	-95,5
Rohhertrag	4,0	6,1	13,1	21,5	21,2	24,9	34,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,2	0,2	0,8	0,4	0,6
Personalaufwand	-1,1	-1,5	-2,2	-2,4	-2,9	-3,2	-3,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-0,6	-0,8	-1,2	-4,0	-3,0	-2,5	-3,2
EBITDA	2,5	3,8	10,0	15,3	16,1	19,5	28,3
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	2,5	3,8	9,9	15,2	16,0	19,4	28,3
Finanzergebnis	-1,3	-2,3	-3,9	-3,0	-2,9	-4,0	-4,3
EBT	1,2	1,5	6,0	12,2	13,1	15,5	23,9
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,4	-0,4	-1,8	-3,6	-3,9	-4,6	-7,2
Jahresüberschuss vor Minderheiten	0,8	1,1	4,2	8,7	9,2	10,8	16,7
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	0,8	1,1	4,2	8,7	9,2	10,8	16,7
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	2,000	2,000	2,000	2,460	3,318	3,602	3,602
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,40	0,54	2,10	3,52	2,76	3,00	4,64
Dividende je Aktie (in Euro)	0,35	0,67	0,00	1,50	1,50	1,60	2,30
Ausschüttungsquote	86,8%	124,1%	0,0%	42,6%	54,4%	53,3%	49,5%

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%	87,2%	85,7%	88,6%
Mieterlöse	16,4%	20,0%	15,1%	9,0%	12,8%	14,3%	11,4%
Sonstige Umsatzerlöse	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kosten des Verkaufs und der Vermietung	-75,9%	-74,6%	-70,5%	-68,4%	-67,2%	-70,8%	-73,3%
Rohhertrag	24,1%	25,4%	29,5%	31,6%	32,8%	29,2%	26,7%
Sonstige betriebliche Erträge	1,2%	0,4%	0,5%	0,2%	1,2%	0,5%	0,4%
Personalaufwand	-6,8%	-6,4%	-4,8%	-3,5%	-4,5%	-3,8%	-2,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-3,5%	-3,4%	-2,8%	-5,9%	-4,6%	-3,0%	-2,5%
EBITDA	15,0%	16,0%	22,3%	22,5%	24,8%	22,9%	21,8%
Abschreibungen	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
EBIT	14,8%	15,9%	22,2%	22,4%	24,7%	22,8%	21,7%
Finanzergebnis	-7,8%	-9,5%	-8,8%	-4,4%	-4,5%	-4,6%	-3,3%
EBT	7,0%	6,4%	13,5%	18,0%	20,2%	18,1%	18,4%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,1%	-1,8%	-4,1%	-5,2%	-6,1%	-5,4%	-5,5%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	4,8%	4,5%	9,4%	12,8%	14,1%	12,7%	12,9%
Minderheitenanteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	4,8%	4,5%	9,4%	12,7%	14,1%	12,7%	12,8%

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	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	99,2	198,6	240,7	276,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,1	0,1	1,7	0,2	0,2	0,4
Sonstige Vermögensgegenstände*	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6
Steuerforderungen*	0,0	0,0	0,7	3,5	0,0	0,0	-0,1
Flüssige Mittel	1,4	2,5	5,8	21,8	14,6	5,6	1,6
Umlaufvermögen	48,4	92,1	87,0	126,6	213,7	247,0	278,5
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,4	0,6	0,4	0,7	0,7	0,8	1,1
Aktiva	48,9	92,7	87,5	127,8	214,8	248,2	279,9
Gezeichnetes Kapital	0,5	0,5	0,5	2,9	3,6	3,6	3,6
Kapitalrücklage	0,1	2,0	2,0	16,8	31,5	31,5	31,5
Verlust-/Gewinnvortrag	0,1	0,2	-0,1	0,0	3,9	8,1	13,1
Jahresüberschuss	0,8	1,1	4,2	9,3	9,2	10,8	16,7
Nicht beherrschende Anteile	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3
Eigenkapital	1,4	3,8	6,6	29,3	48,4	54,2	65,2
Steuerrückstellungen	0,4	0,6	1,6	4,4	0,8	0,9	1,0
Sonstige Rückstellungen	0,4	0,5	1,7	2,9	2,1	2,3	2,6
Rückstellungen	0,8	1,1	3,4	7,3	2,9	3,2	3,6
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	154,8	181,6	201,1
Erhaltene Anzahlungen	0,7	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,6	0,4	0,5	0,8	0,6	0,9	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	7,7	6,3	3,1	1,0	1,2	1,5
Verbindlichkeiten	46,7	87,8	77,4	91,2	163,4	190,7	210,9
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Passiva	48,9	92,7	87,5	127,8	214,8	248,2	279,9

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%	0,1%	0,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	95,7%	96,4%	91,7%	77,6%	92,4%	97,0%	98,6%
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%	0,0%	0,0%	0,0%
Flüssige Mittel	2,8%	2,7%	6,6%	17,1%	6,8%	2,3%	0,6%
Umlaufvermögen	99,0%	99,3%	99,4%	99,1%	99,5%	99,5%	99,5%
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,9%	0,6%	0,5%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	0,9%	0,5%	0,6%	2,3%	1,7%	1,5%	1,3%
Kapitalrücklage	0,1%	2,2%	2,3%	13,2%	14,7%	12,7%	11,3%
Verlust-/Gewinnvortrag	0,2%	0,2%	-0,1%	0,0%	1,8%	3,2%	4,7%
Jahresüberschuss	1,6%	1,2%	4,8%	7,3%	4,3%	4,4%	6,0%
Nicht beherrschende Anteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Eigenkapital	2,9%	4,1%	7,6%	22,9%	22,5%	21,8%	23,3%
Steuerrückstellungen	0,9%	0,6%	1,9%	3,4%	0,4%	0,3%	0,4%
Sonstige Rückstellungen	0,8%	0,5%	2,0%	2,3%	1,0%	0,9%	0,9%
Rückstellungen	1,7%	1,2%	3,8%	5,7%	1,4%	1,3%	1,3%
Anleihen	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	2,8%	2,4%	2,1%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	82,9%	85,9%	80,7%	62,8%	72,0%	73,2%	71,9%
Erhaltene Anzahlungen	1,5%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8%	8,3%	7,3%	2,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Verbindlichkeiten	95,4%	94,7%	88,5%	71,3%	76,1%	76,8%	75,4%
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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
Periodenergebnis vor Minderheiten	-	1,1	4,2	8,7	9,2	10,8	16,7
Abschreibungen und Amortisationen	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung Rückstellungen	-	0,1	1,2	1,2	-4,3	0,2	0,4
Buchgewinne/-verluste	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-	-0,1	0,0	1,3	0,8	0,0	0,0
Veränderung der Vorräte, Forderungen und LuL sonstigen Aktiva	-	-42,6	8,4	-3,6	-97,9	-42,4	-35,7
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstigen Passiva	-	-0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,4	0,6
Zinsaufwendungen/-erträge	-	2,3	3,9	3,0	2,9	4,0	4,3
Ertragssteueraufwendungen/-erträge	-	0,4	1,8	3,6	3,9	4,6	7,2
Ertragssteuerzahlungen	-	-0,3	-0,7	-1,9	-2,4	-4,6	-7,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-	-39,3	18,7	12,9	-87,9	-26,8	-13,4
Veränderung der zum Verkauf bestimmten Grundstücke und Vorräte	-	-42,5	9,2	-1,6	-99,4	-42,1	-35,3
Cash Earnings	-	3,2	9,5	14,5	11,5	15,3	21,9
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	0,0	-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	0,2	0,1	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-	0,0	0,0	-4,1	0,1	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	-	2,0	0,0	16,0	14,5	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	-5,4	-5,0	-5,8
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und Anleihen	-	41,3	-9,8	-2,5	74,5	26,9	19,5
Gezahlte Zinsen	-	-2,1	-4,2	-2,7	-3,1	-4,1	-4,4
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-	40,5	-15,4	7,2	80,6	17,8	9,4
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	-	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderungen	-	1,1	3,3	16,1	-7,2	-9,0	-4,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	-	1,4	2,5	5,761	21,8	14,6	5,6
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	-	2,5	5,8	21,8	14,6	5,6	1,6

Quelle: Independent Research; Noratis AG

Noratis AG

Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Wachstumsanalyse							
Wachstum Umsatzerlöse	-	42,6%	87,1%	52,6%	-4,7%	31,5%	52,8%
EBITDA-Wachstum	-	52,7%	160,9%	53,9%	5,1%	21,2%	45,2%
EBIT-Wachstum	-	52,5%	162,5%	53,6%	5,1%	21,4%	45,5%
EBT-Wachstum	-	30,3%	296,5%	103,6%	6,9%	18,2%	54,7%
Wachstum EpS	-	33,6%	290,4%	67,5%	-21,7%	8,8%	54,7%
Margenanalyse							
EBITDA-Marge	15,0%	16,0%	22,3%	22,5%	24,8%	22,9%	21,8%
EBIT-Marge	14,8%	15,9%	22,2%	22,4%	24,7%	22,8%	21,7%
EBT-Marge	7,0%	6,4%	13,5%	18,0%	20,2%	18,1%	18,4%
Nettomarge	4,8%	4,5%	9,4%	12,7%	14,1%	12,7%	12,8%
Segmente							
Umsatzerlöse Immobilienverkauf	14,0	19,0	37,8	61,9	56,5	73,0	115,5
Rohrertrag Immobilienverkauf	2,6	3,8	9,2	17,7	16,6	18,0	26,4
Rohmarge Immobilienverkauf	18,4%	19,8%	24,4%	28,6%	29,3%	24,6%	22,9%
Umsatzerlöse Immobilienvermietung	2,7	4,8	6,7	6,1	8,3	12,2	14,8
Rohrertrag Immobilienvermietung	1,4	2,3	3,9	3,8	4,7	6,9	8,4
Rohmarge Immobilienvermietung	53,0%	47,9%	57,9%	62,5%	56,3%	56,5%	56,7%
Renditeanalyse							
ROI	-	1,5%	4,7%	8,0%	5,3%	4,7%	6,3%
ROCE	-	4,0%	8,2%	12,0%	7,5%	6,2%	7,7%
ROE	-	41,7%	80,8%	48,6%	23,7%	21,2%	28,1%
ROIC	-	3,9%	8,0%	10,7%	6,8%	6,0%	7,7%
Bilanzanalyse							
Eigenkapitalquote	2,9%	4,1%	7,6%	22,9%	22,5%	21,8%	23,3%
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte	46,8	89,3	80,2	99,2	198,6	240,7	276,0
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte / Bilanzsumme	95,7%	96,4%	91,7%	77,6%	92,4%	97,0%	98,6%
Verschuldung							
Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)	43,5	83,7	70,6	64,4	146,1	181,9	205,5
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	16,7	7,7	4,4	6,5	8,4	6,8
Net Gearing	-	22,2	10,6	2,2	3,0	3,4	3,2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	1,9	1,7	2,5	4,9	5,2	4,8	6,5
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	1,9	1,7	2,5	4,9	5,2	4,8	6,5
Cashflow-Analyse							
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	1,1	5,3	11,7	8,6	11,4	17,5
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex	-	1,0	5,3	11,3	8,5	11,3	17,5
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen / Umsatzerlöse	-	4,6%	11,9%	17,3%	13,2%	13,3%	13,5%
Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen, Capex / Umsatzerlöse	-	4,3%	11,8%	16,6%	13,1%	13,2%	13,4%
Bewertungsmultiplikatoren							
Buchwert je Aktie (Euro)	0,70	1,89	3,32	10,03	13,43	15,05	18,10
EV / Umsatz	-	-	-	1,6	2,5	1,9	1,2
EV / EBITDA	-	-	-	7,1	9,9	8,2	5,6
EV / EBIT	-	-	-	7,1	10,0	8,2	5,6
KGV	-	-	-	5,1	8,9	8,2	5,3
KBV	-	-	-	1,8	1,8	1,6	1,4
Kurs / Cash Earnings abzgl. Zinserträgen/-aufwendungen	-	-	-	3,7	9,5	7,8	5,0
Dividendenrendite	-	-	-	8,4%	6,1%	6,5%	9,3%

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.

Pflichtangaben nach § 85 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 Kapitalisierungszinssfuß 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 der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Einschätzungen und/oder Prognosen sind datumsbezogen 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 (ebenfalls datumsbezogen) 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 die Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Des Weiteren wurden für die Unternehmensbewertung Prognosezahlen von der Emittentin bezüglich der künftigen Geschäftsentwicklung verwendet, deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Herleitung von Independent Research nicht weiter verifiziert wurden.

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 des § 80 WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 01.10.2018 -

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: 01.10.2018

**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