

## **Scope bestätigt B Rating von EUROBODEN und BB- Rating der Unternehmensanleihe (2013/2018); Ausblick stabil**

*Die Bestätigung erfolgt aufgrund der erwartungsgemäßen Entwicklung der Finanzergebnisse für 2015.*

Die unbesicherte Unternehmensanleihe (2013/18) wird aufgrund der erwarteten hohen Recovery basierend auf den durch den Emittenten nachgewiesenen stillen Reserven und dem hochliquiden Projektentwicklungsportfolio weiterhin mit BB- bewertet.

Das B Rating des Emittenten (CICR) - einem deutschen Immobilienprojektentwickler mit Fokus auf den gehobenen Wohnbau - wird maßgeblich durch die in ‚A‘-Lagen befindliche liquide Projektentwicklungspipeline und das erwartete positive Marktwachstum für die Kernmärkte München und Berlin unterstützt. Weiterhin bewertet Scope sowohl die profunde Marktkenntnis der handelnden Personen bei EUROBODEN als auch die Bekanntheit der Marke, die „off-market“ Deals ermöglicht, als positiv für das Rating. Das Rating profitiert ebenso von der über vergleichbaren Unternehmen liegenden Profitabilität.

Das Rating wird begrenzt durch die Marktpositionierung im Nischenmarkt des gehobenen Wohnbaus, die geringe Unternehmensgröße sowie die geschäftstypischen volatilen Cashflows. Zusätzlich ist das Unternehmen der Zyklichkeit des Immobilienmarktes sowie Projektentwicklungsrisiken ausgesetzt. Ebenso einschränkend wirkt sich die Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen aus. Scope sieht darüber hinaus ein Schlüsselpersonenrisiko, da der operative Erfolg von den strategischen Entscheidungen des Unternehmensinhabers abhängt.

### **KEY RATING DRIVERS**

**Kleines, jedoch stark wachsendes Unternehmen mit Fokus auf den Nischenmarkt der Projektentwicklung im Segment des gehobenen Wohnbaus:** Mit einem Bilanzvolumen von 53 Mio. Euro zum 30.09.2015 (+48 % im Vergleich zum Vorjahr) und einem FFO von 0,8 Mio. Euro für das Geschäftsjahr bis zum 30.09.2015 (+480 %) ist EUROBODEN ein vergleichsweise kleines, jedoch stark wachsendes Unternehmen im fragmentierten deutschen Markt für die Entwicklung von Immobilienprojekten. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Immobilienentwicklung im Segment des gehobenen Wohnbaus, welches sich durch eine vergleichsweise hohe Elastizität der Nachfrage als auch durch volatilere Preisniveaus auszeichnet. Die geringe Größe und die Marktpositionierung beinhalten eine größere Sensibilität für unvorhergesehene Schocks, größere Volatilität der Cashflows sowie ein größeres Schlüsselpersonenrisiko.

**Erwartetes Marktwachstum in den Kernmärkten München und Berlin:** Scope geht davon aus, dass sowohl die Nachfrage als auch die Preise für Immobilien in EUROBODENs Kernmärkten München und Berlin weiterhin, trotz deutlicher Preisanstiege von durchschnittlich 55 % seit 2011, steigen werden. Diese Entwicklung sollte grundsätzlich von i) den weiterhin zu geringen Fertigstellungsvolumina an neuen Wohnungen sowie ii) dem erwarteten positiven Wirtschaftswachstum für beide Städte begünstigt werden. Nach Ansicht von Scope werden diese positiven Treiber in den nächsten Jahren unterstützend auf das Geschäftsmodell des Emittenten wirken.

**Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektentwicklungsportfolios:** Die großenimmanente Volatilität der Cashflows von EUROBODEN wird durch die hohe Konzentration der Projektentwicklungspipeline, in der das größte Immobilienprojekt aktuell 29 % des erwarteten zukünftigen Umsatzes darstellt, verstärkt. Diese geringe Diversifizierung bewertet Scope als Quelle

für potenzielle negative Beeinflussung der zukünftigen Cashflows, sofern sich Projekte verzögern oder Kostenüberschreitungen auftreten.

**Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells:** EUROBODEN ist vollständig der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt, da der überwiegende Anteil der Umsatzquellen - 99 % in 2014 - in direktem Zusammenhang mit dem Projektentwicklungsgeschäft des Unternehmens steht. Scope bewertet dies als einschränkend für das Rating.

**Hochliquides Projektentwicklungsportfolio:** Das Vermögen der Gesellschaft befindet sich überwiegend in sogenannten ‚A‘-Lagen in München und Berlin, die sich durch eine überdurchschnittlich hohe Liquidität auszeichnen. Scope erwartet, dass sich dies positiv auf die Handelbarkeit der Immobilien auswirkt und die möglichen Preisabschläge in einer finanziellen Notlage der Unternehmung reduziert.

**Hohe Profitabilität mit einer bereinigten EBITDA-Marge von 16 %:** EUROBODENs Profitabilität gemessen an der EBITDA-Marge stieg im Jahr 2015 geringfügig auf 8 % von 7 % im Jahr 2014. Scope ist jedoch der Auffassung, dass EUROBODENs EBITDA-Marge in Zukunft wieder auf ein Niveau deutlich über 10 % steigen wird. Dies Annahme basiert sowohl auf i) der bereinigten EBITDA-Marge von 16 %, welche für die letzten zehn Projekte erzielt wurde, als auch auf ii) der qualitativ hochwertigen Projektentwicklungspipeline. Der Anstieg der Profitabilität erscheint realisierbar, da sowohl die profunde Marktkenntnis der handelnden Personen als auch die Bekanntheit der Marke vorteilhafte „off-market“-Deals ermöglicht.

Mit einer bereinigten, nachhaltigen EBITDA-Marge von 16 % ist die Profitabilität von EUROBODEN über der vergleichbarer Unternehmen.

**Signifikante Reduzierung des Loan-to-Value (LTV) auf unter 40 % im Jahr 2015:** EUROBODEN konnte den LTV in 2015 auf unter 40 % (2014: 61 %) reduzieren. Insbesondere die erreichten Baugenehmigungen und das positive Marktumfeld führten zu einem signifikanten Anstieg der Stillen Reserven. Dem gegenüber steht jedoch die kreditfinanzierte Ausweitung der Projektpipeline, die sich in einer Erhöhung der relativen Verschuldung - gemessen an der Nettoverschuldung/EBITDA - auf vergleichsweise hohe 14,4x von 13,4x in 2014 niederschlägt. Dieser Anstieg wird jedoch zu einem gewissen Grad durch EUROBODENs relativ stabile Vermögenswerte abgemildert. Scope geht davon aus, dass diese Vermögenswerte leicht realisiert werden können.

**Limitierte Corporate Governance und hohes Schlüsselpersonenrisiko:** Aufgrund der Größe verfügt das Unternehmen über keinen Aufsichts- oder Beirat. Die wichtigsten strategischen Entscheidungen trifft der Eigentümer. Nach Scopes Meinung ermöglicht dies einerseits einen schnelleren Entscheidungsfindungsprozess, andererseits führt dies zu einem Schlüsselpersonenrisiko mit Bezug auf den Unternehmensinhaber.

## **LIQUIDITÄT UND SCHULDENPROFIL**

Bedingt durch den für 2016 prognostizierten negativen operativen Cashflow, wird die Liquidität, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cashflow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, auf unter 1.0x sinken (2014: 1,7x; 2013: -0.9x ; 2012: -0,5x). Scope erwartet eine weiterhin hohe Volatilität der Liquidität aufgrund der Geschäftsmodell immanenten volatilen Cashflows. Die Volatilität der Cashflows und deren Sensibilität gegenüber Projektverzögerungen erhöhen nach Scopes Ansicht deutlich das Risiko in Bezug auf die Rückzahlung von 13,4 Mio. Euro an Verbindlichkeiten mit einer Restlaufzeit von maximal sieben Monaten.

Scope geht jedoch davon aus, dass die fälligen Verbindlichkeiten durch verfügbare Kreditlinien in Höhe von 5,2 Mio. Euro und Veräußerungserlöse zurückgezahlt werden können. Bei Projektverzögerungen geht Scope von einer Verlängerung der Kreditlaufzeiten aus.

## **ANLEIHE**

Aufgrund der nicht vorhandenen Besicherung der Anleihe ist das Kreditrisiko ebendieser eng mit dem Kreditrisiko und der Performance des Emittenten verknüpft. Aufgrund der durch den Emittenten nachgewiesenen stillen Reserven und des hochliquiden Projektentwicklungsportfolios, geht Scope von einer deutlich über dem Marktdurchschnitt liegenden Recovery für die Anleihe aus. Die höhere Recovery spiegelt sich in dem Anleiherating von BB- wider.

## **AUSBLICK**

Der Ausblick für beide Ratings ist stabil. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin. Der stabile Ausblick beruht auf Scope's Annahme, dass die FFO fixed charge cover nachhaltig über 1,0x verbleibt.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60% steigen, (ii) die FFO fixed charge cover nicht nachhaltig über 1.0x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierung abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings sofern es EUROBODEN gelingt, ein signifikantes Größenwachstum zu erzielen und den LTV nachhaltig unter einem Wert von 50% zu halten.

## **WICHTIGE HINWEISE**

Angaben gemäß Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013

### **Verantwortlichkeit**

Verantwortlich für die Verbreitung der vorliegenden Finanzanalyse ist die Scope Ratings AG, Berlin, Amtsgericht Berlin (Charlottenburg) 161306 B, Vorstand: Torsten Hinrichs (Vorsitzender), Dr. Stefan Bund, Dr. Sven Janssen.

Das Rating wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Werner Stäblein, Committee Chair.

### **Rating Historie - EUROBODEN GmbH**

**(Date | Rating action | Rating)**

27 Mai 2016 | Affirmation | B | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | B | Stable

### **Rating Historie - 15 Mio. Euro Unternehmensanleihe (2013/18) der EUROBODEN GmbH**

**(Date | Rating action | Rating)**

27 Mai 2016 | Affirmation | BB- | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | BB- | Stable

Ein Ausblick signalisiert die wahrscheinlichste Richtung einer Ratingänderung, innerhalb der nächsten 12-18 Monate. Ein Ausblick ist aber keine Indikation dafür, dass eine Änderung zwangsläufig folgen muss.

### Angaben über Interessen und Interessenkonflikte

Das Rating wurde von Scope Ratings AG unabhängig jedoch entgeltlich im Auftrag der Anbieterin der Kapitalanlage/des Ratingobjekts erstellt.

Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings AG oder von mit dieser verbundenen Gesellschaften an dem Ratingobjekt und an direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen des Ratingobjekts und direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings AG oder an von mit dieser verbundenen Gesellschaften. Die Ratingagentur, die am vorliegenden Rating beteiligten Ratinganalysten und alle anderen Personen, die vorliegend an der Abgabe des Ratings und/oder von dessen Genehmigung beteiligt sind, halt/halten weder direkt oder indirekt Eigentumsanteile an dem Ratingobjekt oder mit diesem verbundenen Dritten. Das eventuelle Halten von Beteiligungen durch vorgenannte Personen durch Beteiligungen an diversifizierten Organismen für gemeinsame Anlagen einschließlich verwalteter Fonds wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen ist unbeschadet hiervon gemäß der EU-Ratingverordnung (EG) Nr. 1060/2009 zulässig. Weder die Scope Ratings AG noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung oder den Vertrieb von Kapitalanlageprodukten involviert. Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings AG und des Ratingobjektes, jedoch werden keine Personen an der Erstellung und Genehmigung eines Ratings beteiligt, bei denen aufgrund verwandtschaftlicher Verhältnisse oder sonstiger Näheverhältnisse ein Interessenkonflikt bestehen könnte.

### Wesentliche Quellen des Ratings

- Prospekt
- Webpage des Ratingobjekts/Anbieters
- Wertgutachten, sonstige Gutachten
- Jahresberichte/Halbjahresberichte des Ratingobjekts/Anbieters
- Angeforderte Detailinformationen
- Jahresabschlüsse
- Datenlieferungen von externen Datenlieferanten
- Interview mit dem Ratingobjekt
- Externe Marktberichte
- Presseberichte / sonstige öffentliche Informationen

Die Scope Ratings AG hält die Qualität der über das bewertete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Scope hat die Zuverlässigkeit der Quellen vor Verwendung soweit möglich sichergestellt, aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft.

### Einsichtnahme des Ratingobjekts vor Veröffentlichung des Ratings

Vor Veröffentlichung wurde dem bewerteten Unternehmen die Möglichkeit gegeben, das Rating und die Ratingtreiber einzusehen, inklusive des für das Credit Rating und Rating Ausblick zugrundeliegenden Rating Rationals. Dem bewerteten Unternehmen wurde anschließend mindestens ein voller Arbeitstag gewährt, um auf faktische Fehler hinzuweisen oder die Ratingentscheidung anzufechten und zusätzliche für das Rating wesentliche Informationen bereitzustellen. Das Rating wurde nach dieser Einsichtnahme nicht bewertungsrelevant geändert.

### Methodik

Die für das Rating gültigen Methodiken (Corporate Rating Methodology, Rating Methodology - European Real Estate Corporates) sind unter [www.scooperatings.com](http://www.scooperatings.com) verfügbar. Die historische Ausfallraten von Scope Ratings können auf der zentralen Plattform (CEREP) der Europäischen Securities and Markets Authority (ESMA) eingesehen werden: <http://cerp.esma.europa.eu/cerp-web/statistics/defaults.xhtml>. Eine umfangreiche Erklärung zu Ausfallrating von Scope, Definitionen der Rating Notationen und weiterführenden Informationen zu den Analysekomponenten eines Ratings sind in den Dokumenten zu Methodiken auf der Webseite der Ratingagentur einsehbar.

## Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2016 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.

## Herausgeber

Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, 10785 Berlin