

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

Die Bestätigung erfolgt aufgrund der erwartungsgemäßen Entwicklung der Finanzergebnisse für 2016.

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

Geschäftsrisikoprofil

Das Branchenrisiko für EUROBODEN wird als vergleichsweise hoch bewertet, da das Unternehmen als Immobilienentwickler vollständig der inhärenten Zyklizität der Immobilienbranche ausgesetzt ist. Der kurzfristige Kreditausblick für die Immobilienbranche ist positiv. Die Branche ist jedoch einer zunehmenden Sensibilität gegenüber Veränderungen in der politischen Landschaft, der wirtschaftlichen Entwicklung und der Zinslandschaft ausgesetzt.

Mit einem Bilanzvolumen von 82 Mio. Euro zum 30.09.2016 (+55 % im Vergleich zum Vorjahr) und einem FFO von 2 Mio. Euro für das Geschäftsjahr bis zum 30.09.2016 (+100 %) ist EUROBODEN ein vergleichsweise kleines, jedoch stark wachsendes Unternehmen im fragmentierten deutschen Markt für die Entwicklung von Immobilienprojekten. Scope geht davon aus, dass das Unternehmen in den nächsten zwei Jahren weiterhin ein starkes Wachstum aufweisen wird. Dies begründet sich insbesondere durch die zum Mai 2017 auf 435 Mio. Euro gewachsene Projektpipeline (+44 % im Vergleich zum Vorjahr). 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 sowie eine größere Volatilität der Cashflows, insbesondere da EUROBODEN nahezu vollständig der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt ist. 84 % der in 2016 erzielten Umsätze stehen in direktem Zusammenhang mit dem Projektentwicklungsgeschäft. Scope bewertet dies als einschränkend für das Rating.

Die größenimmanente Volatilität der Cashflows von EUROBODEN wird durch die hohe Konzentration der Projektentwicklungspipeline auf derzeit 10 Projekte, in der das größte Immobilienprojekt aktuell 26 % 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. Scope geht jedoch davon aus, dass sowohl die Nachfrage als auch die Preise für Immobilien in EUROBODENS Kernmärkten München und Berlin weiterhin, wenn auch in einem langsameren Tempo und trotz deutlicher Preisanstiege von durchschnittlich 75 % seit 2011, steigen werden ([Deutscher Wohnimmobilienmarkt: Ende des Booms - aber kein Crash](#)). 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. Zusätzlich befindet sich die Projektentwicklungspipeline der Gesellschaft 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.

EUROBODENS Profitabilität gemessen an der EBITDA-Marge stieg im Jahr 2016 auf 16 % von 8 % im Jahr 2015. Scope ist der Meinung, dass die Marge bei über 10 % verbleiben sollte, begünstigt durch i) eine bereinigte EBITDA-Marge von 20 %, welche für die letzten zehn Projekte erzielt wurde, als auch durch ii) die qualitativ hochwertige Projektentwicklungspipeline. Mit einer projektbezogenen EBITDA-Marge von 20 % ist die Profitabilität von EUROBODEN über der vergleichbarer Unternehmen. Die Stabilisierung der Profitabilität auf dem derzeitigen Niveau erscheint realisierbar, da sowohl die profunde Marktkenntnis der handelnden Personen als auch die Bekanntheit der Marke vorteilhafte „off-market“-Deals ermöglicht.

Finanzrisikoprofil

Die EBITDA-Zinsdeckung von EUROBODEN betrug im Geschäftsjahr 2015/16 2,5 x. Scope geht davon aus, dass die Zinsdeckung auch weiterhin bei über 1 x verbleibt. Allerdings kann die Zinsdeckung in Abhängigkeit der Projektfertigstellungen schwanken, so dass EUROBODEN im Falle von Projektverzögerungen von externen Finanzierungen abhängig sein kann, um Zinszahlungen zu decken. Scope glaubt jedoch, dass externe Finanzierungen zur Verfügung stehen, da (i) alle gebundenen nicht gezogenen Kreditlinien ohne Einschränkungen gezogen werden können und (ii) stille Reserven einen weiteren Anstieg bestehender Kreditlinien ermöglichen sollten.

Die Cashflows des Unternehmens unterliegen starken Schwankungen und sind gekennzeichnet durch negative Free Operating Cash Flow (FOCF), verursacht durch den Ausbau der Projektentwicklungspipeline in den letzten vier Jahren. Scope geht davon aus, dass die FOCF aufgrund i) des erwarteten weiteren Wachstums und ii) des Geschäftsmodells von EUROBODEN als Immobilienentwickler, weiterhin negativ sein werden. Aufgrund dessen sind Ein- und Auszahlungen über die Lebensdauer der Projekte nicht notwendigerweise kongruent. Die Volatilität wird zusätzlich durch EUROBODENS geringe Unternehmensgröße und die dadurch bedingte konzentrierte Projektentwicklungspipeline verstärkt.

Infolge des Anstiegs des Scope adjusted debt (SaD) um 35 Mio. Euro auf 66 Mio. Euro zum 30.09.2016 erhöhte sich auch das loan/value-Verhältnis (LTV) des Unternehmens auf 45 % (inkl. von Scope adjustierter stiller Reserven von 64 Mio. Euro). Scope geht davon aus, dass der LTV in den nächsten Jahren unter 50 % verbleiben wird und somit weiterhin adäquat für einen Entwickler dieser Größe ist. Nach Scopes Auffassung hat EUROBODEN somit genug finanziellen Spielraum, die Verschuldung zu erhöhen, um zum Beispiel Baukosten zu finanzieren. Infolge dessen geht Scope jedoch auch davon aus, dass das Unternehmen nicht in der Lage sein wird, den LTV signifikant zu reduzieren.

Mit einem von Schwankungen gekennzeichneten SaD / EBITDA (x) von 12 x (2016) weist das Unternehmen einen Verschuldungsgrad auf, der einem B-Finanzrisikoprofil entspricht. Die Volatilität des Verschuldungsgrad wird nach Scopes Einschätzung weiterhin Bestand haben. Allerdings beurteilt Scope die Volatilität von SaD / EBITDA als typisch für einen Entwickler, bei dem Projekte nicht in jährlichen Tranchen finanziert und betrachtet werden, sondern für bzw. über den gesamten Projektentwicklungszeitraum.

Liquidität

Die Liquidität von EUROBODEN, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cashflow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, wird in den nächsten zwei Jahren bei unter 100 % erwartet.

Scope geht somit davon aus, dass das Unternehmen nicht in der Lage sein wird, 48 Mio. Euro an in den nächsten 24 Monaten fälligen Verbindlichkeiten, aus dem operativen Cashflow und/oder dem verfügbaren Barmitteln zurückzuzahlen. EUROBODEN wird demnach auf externe Finanzierung angewiesen sein um die Refinanzierung sicherzustellen. Das Rating basiert auf der Annahme, dass die fälligen Verbindlichkeiten durch verfügbare Kreditlinien in Höhe von 1,7 Mio. Euro und Veräußerungserlöse zurückgezahlt werden können bzw. Kreditlaufzeiten verlängert werden, sofern EUROBODEN - unterstützt durch das Marktumfeld - weiterhin operativ erfolgreich agiert und Vorverkaufsquoten von über 50% aufweist. Scopes Annahme wird durch die bereits erfolgte Refinanzierung von fast 100 % der in 2016/17 fälligen Verbindlichkeiten in Höhe von 12 Mio. Euro gestützt.

Scope erwartet jedoch, dass EUROBODEN im Jahr 2018 einem erhöhten Refinanzierungsrisiko im Zusammenhang mit seiner im Juli 2018 fälligen Unternehmensanleihe ausgesetzt ist, möglicherweise ausgelöst durch Verzögerungen bei Projektfertigstellungen. Scope geht davon aus, dass EUROBODEN bis zum Ende dieses Jahres ein umsetzbares Refinanzierungskonzept vorweist, um dem mit der Rückzahlung der Anleihe verbundenen Risiko zu begegnen.

Anleihe 2013/18 – 7,375 % (ISIN DE000A1RE8B0)

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 EBITDA-Zinsdeckung nachhaltig über 1 x verbleibt, das Unternehmen eine projektbezogene Profitabilität mit einer EBITDA-Marge zwischen 15 % bis 20 % ausweist und die Projektpipeline von 435 Mio. Euro in den nächsten Jahren erfolgreich realisiert wird.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60 % steigen, (ii) die EBITDA-Zinsdeckung nicht nachhaltig über 1 x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierung abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings, sofern es EUROBODEN gelingt, den LTV nachhaltig

unter einem Wert von 50 % zu halten und die Anleihe in 2018 zu refinanzieren.

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.

Das Rating wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Olaf Tölke, Committee Chair

Rating history - EUROBODEN GmbH

(Date | Rating action | Rating)

27 May 2016 | Affirmation | B | Stable

28 May 2015 | Initial Rating | B | Stable

Rating history - EUROBODEN GmbH - Bond 2013/18 – 7.375% (ISIN DE000A1RE8B0)

(Date | Rating action | Rating)

27 May 2016 | Affirmation | BB- | Stable

28 May 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 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 geändert.

Methodik

Die für das Rating von Secured Corporate Bonds und Corporations gültige Methodiken (Corporate Rating Methodology, Rating Methodology - European Real Estate Corporates) ist unter 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

© 2017 Scope SE & Co. KGaA 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

Über Scope Ratings AG

Die Scope Ratings AG ist Teil der Scope Group, mit Hauptsitz in Berlin sowie Büros in Frankfurt, London, Madrid, Mailand, Oslo und Paris. Als führende europäische Ratingagentur ist die Scope Ratings AG auf die Analyse und Bewertung von Finanzinstituten, Unternehmen, Fremdkapitalinstrumenten, strukturierten Finanzprodukten sowie Projekt- und Staatsfinanzierung spezialisiert. Die Scope Ratings AG bietet eine meinungsstarke, vorausschauende und nicht rein mechanistische Kreditrisikoanalyse und trägt zu einer größeren Meinungsvielfalt für institutionelle Investoren bei. Die Scope Ratings AG ist eine nach der EU-Rating-Verordnung registrierte Ratingagentur mit einem Status als External Credit Assessment Institution (ECAI).

Kontakt

Analyst
Presse

Philipp Wass
Oliver Müller

p.wass@scooperatings.com
press@scopegroup.com



Scope Ratings AG • Lennéstraße 5 • Telefon: +49 (0)30 27891-0 • Fax: +49 (0)30 27891-0
www.scoperatings.com

Vorstand: Torsten Hinrichs, Dr Stefan Bund • Vorsitzende des Aufsichtsrats: Dr Martha Boeckenfeld •
Amtsgericht: Berlin HRB 161306 • USt.-Identifikationsnummer: DE 222618588

Sparen Sie Papier! Bitte denken Sie an unsere Umwelt bevor Sie diese Email ausdrucken. Diese Email enthält vertrauliche und/oder rechtliche geschützte Informationen. Wenn Sie nicht der richtige Adressat sind oder diese Email irrtümlich erhalten haben, informieren Sie bitte sofort den Absender und vernichten Sie diese Email. Das unerlaubte Kopieren sowie die unbefugte Weitergabe dieser Email ist nicht gestattet.

[Subscription Center](#)

[Kontakt](#)

[Impressum](#)

