

Corporate Profile

Die EUROBODEN GmbH (hiernach EUROBODEN) ist ein vom Eigentümer geführter Immobilienprojektentwickler mit Fokus auf den gehobenen Wohnungsbau. Die Aktivitäten umfassen den gesamten Prozess der Projektentwicklung, von der Standortevaluation über die Projektplanung bis zur Realisierung und anschließenden Vermarktung. Die Gruppe legt den Schwerpunkt auf die Entwicklung von architektonisch anspruchsvollen Wohnimmobilien und arbeitet hierzu mit namhaften Architekten wie David Chipperfield, Jürgen Mayer H. und David Adjaye zusammen. Seit der Gründung 1999 hat EUROBODEN 265 Wohnungen mit einem Gesamtvolumen von 135 Mio. EUR entwickelt.

Rating		Analysts	
Corporate Rating:	B	Philipp Wass,	(Lead Analyst)
Outlook:	Stable	E-Mail	p.wass@scoperatings.com
Corporate Bond Rating:	BB-	Sebastian Zank	(Backup Analyst)
Outlook:	Stable	E-Mail	s.zank@scoperatings.com
Sektor:	Real Estate (Development)		
Monitoring:	Monitored		

Rating Rationale

Scope Ratings bewertet EUROBODEN mit B; die unbesicherte Unternehmensanleihe (2013/2018) mit BB-; Ausblick stabil

Das B Rating des Emittenten - 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 die Bewertung. Das Rating profitiert ebenso von der über vergleichbaren Unternehmen liegenden Profitabilität.

Einschränkend für das Rating wirken sich jedoch die Marktpositionierung im Nischenmarkt des gehobenen Wohnbaus, die geringe Unternehmensgröße sowie die Volatilität der Cash Flows aus. Zusätzlich ist das Unternehmen der Zyklizität des Immobilienmarktes sowie Projektentwicklungsrisiken ausgesetzt. Ebenso einschränkend wirken sich die Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen und die Fälligkeitsstruktur der Verbindlichkeiten - 60 % der Verbindlichkeiten sind innerhalb der nächsten 24 Monate zu refinanzieren - aus. Scope sieht darüber hinaus ein Schlüsselpersonenrisiko, da der operative Erfolg von den strategischen Entscheidungen des Unternehmensinhabers abhängt.

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

Outlook

Der Ausblick für beide Ratings ist stabil. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin.

Rating Drivers

Positive	Negative
Angebotsknappheit in EUROBODENs Kernmärkten München und Berlin führt zu stabiler Nachfrage für die absehbare Zukunft	Elastischer Nachfrage und potentieller Margenverschlechterung ausgesetzt, da Nischenplayer im Bereich des gehobenen Wohnbaus
Stabile wirtschaftliche Rahmenbedingungen mit weiterem Wachstumspotenzial unterstützen EUROBODENs Geschäftsmodell	Hohes Refinanzierungsrisiko: 60 % der Gesamtverbindlichkeiten innerhalb der nächsten 24 Monate fällig
Hochliquides Projektentwicklungsportfolio	Hohe Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen: hoher LTV von 61 % (2014), teilweise Laufzeitinkongruenz in den Projektverbindlichkeiten
Vergleichsweise hohe Profitabilität mit einer durchschnittlichen EBITDA Marge von 16 % über die letzten 10 Projekte	Hohes Schlüsselpersonenrisiko mit Bezug auf den Unternehmensinhaber und Gründer Stefan Högmaier
Sehr gutes Branchen-Knowhow sowie Positionierung durch etablierte Marke ermöglichen „off-market“ Deals	Konzentrierte Entwicklungspipeline mit einer begrenzten geografischen Diversifikation, fokussiert auf München und Berlin
FFO Fixed Charge Cover von 1,1 x (2014); Erhöhung auf über 2,0 x in 2015 und 2016 erwartet	Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells

Financial overview

	'10*	'11*	'12*	'13*	'14*	'15e*	'16e*
GuV (Mio. Euro)							
Gesamtleistung	9,9	11,7	13,6	12,9	28,6	25,5	16,1
EBITDAR (adjusted)	0,5	2,8	3,5	1,6	2,0	3,4	5,0
Operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA (adjusted)	0,5	2,8	3,5	1,6	1,9	3,2	4,8
EBIT (adjusted)	0,4	2,8	3,4	1,4	1,8	3,1	4,7
Nettozinsaufwand	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-1,4	-1,2	-1,6
Bilanz (Mio. Euro)							
Bruttofinanzverbindlichkeiten	22,7	26,3	8,6	14,0	25,6	36,7	24,4
Bruttofinanzverbindlichkeiten (inkl. Operatives Leasing)	22,7	26,3	8,6	14,0	26,2	37,3	25,0
Bankmittel & Wertpapiere	6,6	11,4	0,5	0,7	0,5	11,3	4,4
Nettofinanzverbindlichkeiten	16,0	14,9	8,1	13,3	25,7	26,0	20,6
Gesamtvermögen (Buchwert)	29,7	34,9	21,5	23,8	36,1	48,3	38,1
Kapitalflussrechnung (Mio. Euro)							
Funds flow from operations (FFO)	0,8	1,5	2,0	0,5	0,2	1,4	2,3
Veränderungen des Working Capitals	0,0	0,3	5,7	-5,5	-14,1	-1,8	3,1
Operating Cash Flows	0,8	1,9	8,4	-5,7	-11,8	-0,3	5,5
CAPEX	n/a	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (FCF)	0,8	1,8	7,9	-5,8	-11,8	-0,3	5,5
Finanzkennzahlen							
Bruttomarge	29,7 %	33,4 %	46,5 %	32,6 %	14,3 %	24,1 %	48,1 %
EBITDA Marge	4,6 %	23,9 %	26,0 %	12,4 %	6,6 %	12,7 %	30,2 %
Gesamtkapitalrendite	5,0 %	7,0 %	13,1 %	6,2 %	6,6 %	5,5 %	10,2 %
FFO Fixed Charge Cover	2,0 x	2,6 x	3,1 x	1,4 x	1,1 x	2,1 x	2,4 x
EBITDA Fixed Charge Cover	0,6 x	3,0 x	3,7 x	1,4 x	1,2 x	2,4 x	2,9 x
Loan to Value	76,5 %	75,5 %	40,2 %	58,9 %	61,0 %	67,6 %	55,2 %
Debt-to-Equity Ratio	1248,0 %	792,6 %	166,4 %	253,5 %	401,6 %	476,1 %	244,8 %
Total Debt/EBITDA	49,9 x	9,4 x	2,4 x	8,8 x	13,7 x	11,4 x	5,0 x
Net Debt/EBITDA	35,3 x	5,3 x	2,3 x	8,3 x	13,4 x	7,9 x	4,1 x
FFO/Total Debt	6,7 %	9,1 %	34,1 %	11,5 %	6,6 %	7,5 %	16,4 %
Liquidität	37,7 %	75,5 %	-54,3 %	-93,8 %	204,1 %	214,8 %	6,9 %

* das Geschäftsjahr der EUROBODEN GmbH endet jeweils zum 30. September

Quellen: EUROBODEN, Scope Schätzungen

Rating Change Drivers

Positive

Höhere Granularität der Entwicklungspipeline: TOP3 Projekte stellen weniger als 10 % der zukünftig erwarteten Umsätze dar
 Reduzierung der Verschuldung auf einen nachhaltig tragfähigen Beleihungsauslauf (LTV) von unter 50 %
 Erfolgreiche Refinanzierung der in den nächsten 24 Monaten fällig werdenden Verbindlichkeiten

Negative

Fehlgeschlagene Refinanzierung der in den nächsten 24 Monaten fälligen Verbindlichkeiten
 Keine Erhöhung der nachhaltig erzielbaren EBITDA Marge auf über 20 % auf Ebene der Einzelprojekte

Business Risk Profile

Marktentwicklung

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen: Positives Umfeld und anziehende Vermögenspreise gefördert durch die EZB

Deutschlands positives BIP-Wachstum (2014: 1,6 % | 2015e: +1,5 % | 2016e: +2,0 % *Quelle: DESTATIS*) sowie die geringe Arbeitslosenquote von unter 5,0 % (*Quelle: OECD*) bekräftigen die Position der Landes als eine von Europas stärksten Ökonomien neben kleineren Märkten wie Irland, Luxemburg und den Baltischen Staaten. Deutschlands robuste Wirtschaft treibt insbesondere die Wachstumsraten der Pro-Kopf-Kaufkraft, welche mit +4,6 % (yoy) deutlich über Europas Durchschnitt von +1,7 % liegt (*Quelle: GfK 2015*) und die Auswirkungen der jüngst anziehenden Vermögenspreise abdämpfen sollte.

Scope geht von weiterhin stabilen bis steigenden Preisen für Vermögenswerte aus, dies u. A. bedingt durch den historisch niedrigen Leitzinssatz der EZB (0,05 %) sowie das ausgeweitete Anleihenkaufprogramm i. H. v. 60 Mrd. Euro pro Monat.

Nach Ansicht von Scope unterstützen die aktuell -insbesondere für Deutschland- guten wirtschaftlichen Aussichten EUROBODENs Aktivitäten als Immobilienprojektentwickler.

Wohnimmobilien: Angebotsknappheit und Nachfragewachstum

Mit 152 Tsd. genehmigten Wohnungen (-42 % seit 2001) markierte 2008 den Tiefpunkt der Neubautätigkeit in Deutschland seit der Jahrtausendwende. Seitdem sind die Baugenehmigungen in Deutschland sechs Jahre in Folge mit einer Wachstumsrate von durchschnittlich 9 % p.a. gestiegen (*Quelle: DESTATIS*).

Die Nachfrageseite wird nach Scopes Meinung weiterhin durch ein erwartetes Bevölkerungswachstum in den wirtschaftlich starken Ballungsräumen wie München (+10 %), Hamburg (+6 %), Berlin (+3 %) und in Universitätsstädten wie Münster (+7 %) und Heidelberg (+6 %) gestützt (*Quelle: Oxford Economics*). Der Nachfrageeffekt durch das Bevölkerungswachstum wird durch die weiterhin abnehmenden Haushaltsgrößen verstärkt. Dies sollte laut DESTATIS bundesweit zu einer Zunahme der Anzahl der Haushalte um +2,3 % bis 2025 führen. Weitere Faktoren, die das Nachfragewachstum unterstützen sind: i) das derzeitige Niedrigzinsumfeld, ii) die durch Banken maximal akzeptierten Beleihungsausläufe, welche europaweit zu den höchsten gehören sowie iii) die vergleichsweise niedrigen verlangten Finanzierungsmargen. EUROBODEN ist in München (87 % der Entwicklungspipeline) und Berlin aktiv.

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 40 % 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 Grundlagen in den nächsten Jahren unterstützend auf Geschäftsmodell des Emittenten wirken.

Positionierung im Wettbewerb

Kleines Unternehmen im stark fragmentierten Immobilienprojektentwicklermarkt

Mit einem Bilanzvolumen von 36 Mio. Euro zum 30.09.2014 und einem FFO von 0,2 Mio. Euro für das Geschäftsjahr bis zum 30.09.2014 ist EUROBODEN ein vergleichsweise kleines Unternehmen im stark fragmentierten deutschen Markt für die Entwicklung von Immobilienprojekten. Bedingt durch den starken Wettbewerb in den Kernmärkten München und Berlin sowie EUROBODENs Fokus auf den Nischenmarkt der Projektentwicklung im Segment des gehobenen Wohnbaus, erwartet Scope kein bedeutendes Unternehmenswachstum in den nächsten Jahren.

Die geringe Größe und die Marktpositionierung indizieren eine größere Sensitivität für unvorhergesehene Schocks, größere Volatilität der Cash Flows sowie ein größeres Schlüsselpersonenrisiko.

Nischenplayer im Segment des gehobenen Wohnbaus

Als Nischenplayer weist EUROBODEN einen sehr kleinen Marktanteil von unter 1,0 % in den jeweiligen Kernmärkten München und Berlin auf. Beide Märkte sind, mit jeweils ca. 100 Wettbewerbern, sehr wettbewerbsintensiv. So verfügen die größten Wettbewerber in beiden Märkten ebenso über einen vergleichsweise geringen Marktanteil von 4,0 % in München und 1,8 % in Berlin (*Quellen: Neubaukompass Berlin und München, Statistisches Bundesamt in Berlin und Bayern*). Der Immobilienprojektentwicklungsmarkt in beiden Städten profitiert derzeit von dem starken wirtschaftlichen Umfeld. Im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs oder

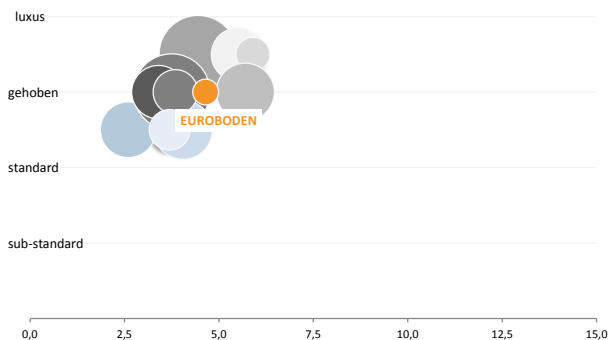
Segment des gehobenen Wohnbaus durch elastische Nachfrage charakterisiert

eines starken Einbruchs der Nachfrage geht Scope jedoch von einer Marktbereinigung aus.

EUROBODEN weist nach Ansicht von Scope ein erhöhtes Risiko in Bezug auf stark negative Marktentwicklungen auf, da sich das Nischensegment des sehr gehobenen, hochpreisigen Wohnbaus in Berlin und München durch eine relativ hohe Elastizität der Nachfrage als auch durch volatile Preisniveaus charakterisiert (*Quelle: Knight Frank Prime Global Cities Index, Global House Price*).

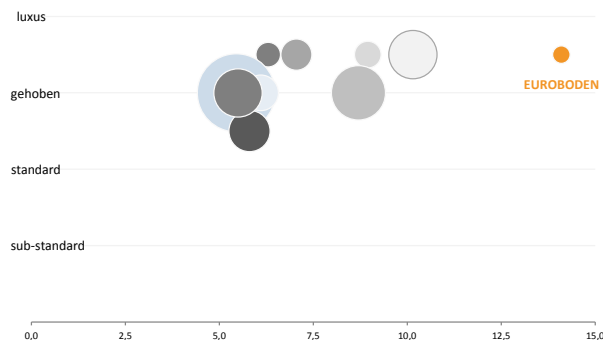
EUROBODEN bezeichnet sich selbst als „Architekturmarke“ die über ein etabliertes Netzwerk von prominenten Architekten verfügt. Laut Angaben des Unternehmens ermöglicht diese seit der Gründung betriebene Markenbildung und Selbstpositionierung, sogenannte „Off-Market-Deals“ zur Vermeidung von Bieterwettbewerb (Grundstücks- und Objektbeschaffung) und die Durchsetzung der gewählten Preispolitik im Abverkauf. Scope sieht dies durch die kürzlich getätigten Objektankäufe sowie die abgeschlossenen Projekte bestätigt.

Abbildung 2 - Marktpositionierung EUROBODEN Berlin
(Vergleich zu den TOP 10)
X-Achse: Preis (EURk/qm) | Y-Achse: Segment | Bubble: Anzahl Einheiten



Quellen: Neubaukompass Berlin, Scope Ratings

Abbildung 3 - Marktpositionierung EUROBODEN München
(Vergleich zu den TOP 10)
X-Achse: Preis (EURk/qm) | Y-Achse: Segment | Bubble: Anzahl Einheiten



Quellen: Neubaukompass München, Scope Ratings

Begrenzte geografische Diversifikation mit einem Fokus auf München und Berlin

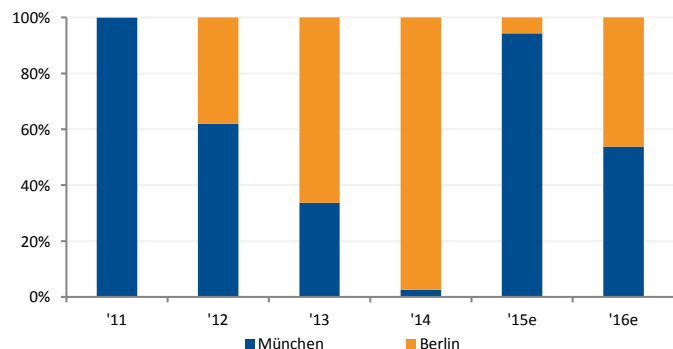
Diversifikation

Die geografische Verteilung der Umsätze des Unternehmens ist sehr volatil, bedingt durch EUROBODENS geringe Größe, die gering diversifizierte Entwicklungspipeline und die auf Berlin und München begrenzte Aktivitäten (Abbildung 4). Scope bewertet diese stark regional begrenzte Diversifikation, aufgrund sehr ähnlicher Nachfragemuster in beiden Märkten, als Kreditrisiko.

Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells

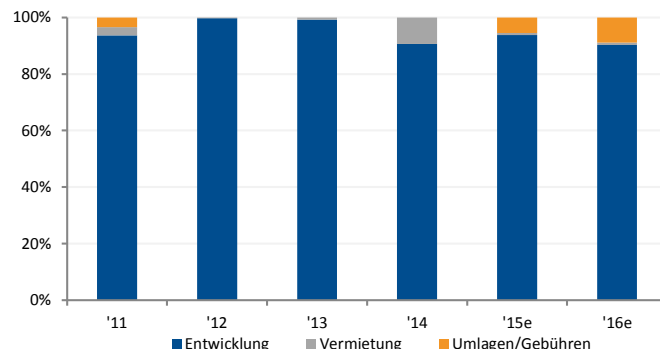
EUROBODEN ist stark den charakteristischen Zyklen des Immobilienmarktes ausgesetzt, da ein Großteil der Umsätze (2014: 91 %; 2015e: 94 %) direkt durch die Immobilienprojektentwicklung generiert wird. Andere Umsatzquellen wie Mieteinnahmen als auch Umlagen/Gebühren tragen nur zu einem geringen Teil zum Umsatz bei (Abbildung 5). Wobei auch letztere direkt mit der Immobilienprojektentwicklung verknüpft sind. Scope bewertet dies als einschränkend für das Rating.

Abbildung 4 - Geographische Verteilung der Umsatzerlöse (%)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 5 - Verteilung Einkommensquellen (%)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

**Konzentrierte Entwicklungs-
pipeline mit nur sechs Projekten**

EUROBODEN weist eine hohe Konzentration seiner Projektentwicklungspipeline auf, in der das Größte der derzeit sechs Immobilienprojekte, 30 % des erwarteten Gesamtumsatzes der nächsten vier Jahre darstellt. Diese geringe Diversifizierung kann zukünftige Cash Flows potenziell negativ beeinflussen, sofern sich Projekte verzögern oder Kostenüberschreitungen auftreten. Etwaige Auswirkungen sind bereits in Scopes Ratingszenario enthalten.

**Hochliquides
Projektentwicklungsportfolio**

Asset Quality

Die Immobilienprojekte 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 dass dies mögliche Preisabschläge in einer finanziellen Notlage der Unternehmung reduziert.

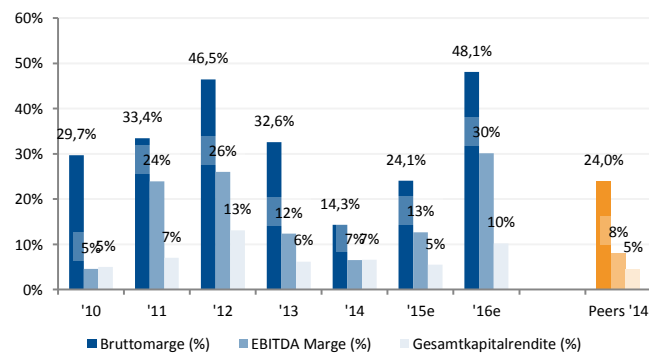
**Hohe Profitabilität die künftig
weiter steigen sollte**

Profitabilität

EUROBODENs EBITDA-Marge reduzierte sich im Jahr 2014 auf 7 % von 12 % im Jahr 2013 (Abbildung 6). Scope ist jedoch der Auffassung, dass EUROBODENs EBITDA-Marge in Zukunft wieder auf ein Niveau deutlich über 10 % steigen wird. Dies wird gestützt durch die vertraglich fixierten zukünftigen Umsätze von 8,2 Mio. Euro sowie die qualitativ hochwertige Projektentwicklungspipeline mit Zielmargen von über 20 % (Abbildung 7). Die Zielmargen erscheinen realisierbar, da sowohl die profunde Marktkenntnis der handelnden Personen als auch die Bekanntheit der Marke vorteilhafte „off-market“-Deals ermöglichen sollten.

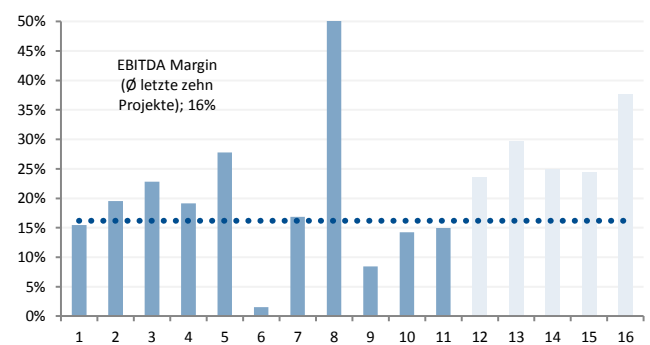
Bedingt durch die Laufzeitinkongruenz von Mittelab- und -zuflüssen (Ausgaben und Einkünften), hat sich Scope auch die Profitabilität der letzten zehn Projekte von EUROBODEN angeschaut (Abbildung 7). Aus diesem Blickwinkel heraus betrachtet, ergibt sich mit einer EBITDA Marge von ca. 16 % eine relativ stabile Profitabilität. Diese Marge erachtet Scope als nachhaltig erzielbar. Sie liegt zudem über der vergleichbarer Unternehmen.

Abbildung 6 - Profitabilität EUROBODEN vs. Peers



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 7 - EBITDA Marge EUROBODEN (10 Projekte +ff)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

**Erfahrener Marktakteur mit
optimierten Akquisitionsprozess**

Management & Corporate Governance

EUROBODEN profitiert von langfristigen Beziehungen zu den meisten seiner externen Partner und einer sechszehnjährigen Erfahrung im Kernmarkt München. Der optimierte Akquisitionsprozess schafft die Voraussetzung, Kaufentscheidungen binnen eines Tages zu fällen. Zusammen mit der -vornehmlich in München- gut etablierten Marke ermöglicht dies EUROBODEN, an „Off-Market-Deals“ zu partizipieren und somit einen Bieterwettbewerb zu umgehen.

Schlüsselpersonenrisiko

Aufgrund der Größe verfügt das Unternehmen über keinen offiziellen Aufsichts- oder Beirat. Die wichtigsten strategischen Entscheidungen trifft der Eigentümer. Nach Scopes Meinung führt dies zu einem Schlüsselpersonenrisiko in Bezug auf den Unternehmensinhaber Stefan Höglmaier.

Financial Risk Profile

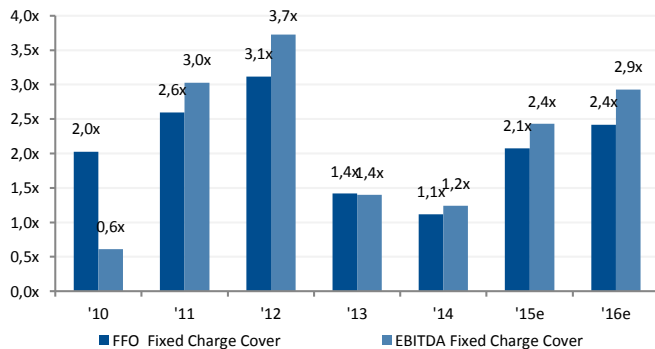
FFO Fixed Charge Cover von 1,1 x (2014); Erhöhung auf über 2,0 x erwartet

Debt Protection und Cash Flows

EUROBODENs FFO Fixed Charge Cover (x) betrug 1,1 x zum Ende des letzten Geschäftsjahres. Scope geht, einhergehend mit den zu erwarteten Projektfertigstellungen für die nächsten Jahre, von einer weiteren Erhöhung auf über 2,0 x aus (Abbildung 8). Jedoch wird diese Kennzahl in Abhängigkeit von den Projektfertigstellungen und -veräußerungen weiterhin stark schwanken. Sofern es zu Projektverzögerungen kommen sollte, müsste EUROBODEN ggf. auf externe Finanzierungsquellen zugreifen, um die anfallenden Fixkosten zu bezahlen.

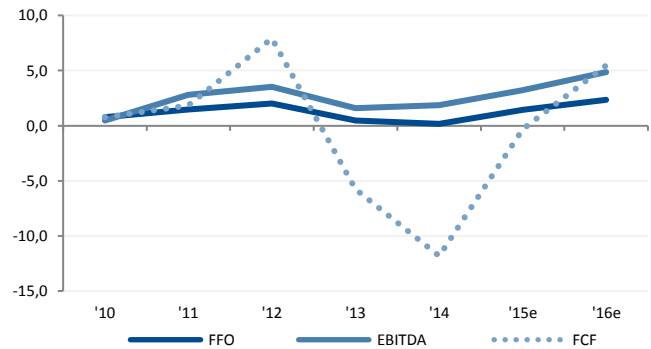
Die Cash Flows des Emittenten unterliegen starken Schwankungen, was insbesondere an den Free Cash Flows (FCF) ablesbar ist. Diese schwankten zwischen 7,9 Mio. Euro (2012) und -11,8 Mio. Euro (2014 - Abbildung 9). Aufgrund der geschäftsmodellimmanenten Volatilität erwartet Scope weiterhin volatile Cash Flows. 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 Projektentwicklungsipeline verstärkt.

Abbildung 8 - FFO und EBITDA Fixed Charge Cover (x)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 9 - FFO, EBITDA FCF (Mio. Euro)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Vergleichsweise hohe Verschuldung mit einem LTV von 61 % und einem Net Debt/EBITDA von 13,4 x in 2014

Verschuldung

Der LTV des Unternehmens lag zum September 2014 bei hohen 61 % (Abbildung 10). Nach Scopes Ansicht führt EUROBODENs hoher LTV zu einem zusätzlichen Risiko, da es die Abhängigkeit des Unternehmens von externer Finanzierung und einer erfolgreichen Umsetzung der Projekte signifikant erhöht. Im Vergleich zu Wettbewerbern beurteilt Scope einen LTV von unter 50 % als adäquat für einen Immobilienprojektentwickler der Größe von EUROBODEN. Scope geht nicht davon aus, dass das Unternehmen den LTV in den nächsten zwei bis drei Jahren deutlich reduzieren kann.

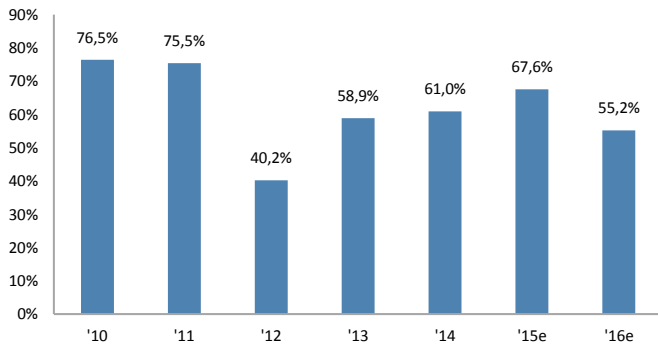
Das Verhältnis der Nettoverbindlichkeiten zum EBITDA (Net Debt/EBITDA) von 13,4 x im Geschäftsjahr 2014 wird von Scope als adäquat für ein B Rating eingestuft. Das Net Debt/EBITDA war und wird weiterhin sehr volatil sein, dies ist jedoch typisch für Immobilienprojektentwickler, bei denen Projekte nicht in Kalenderjahren, sondern über den gesamten Projektzeitraum betrachtet und finanziert werden.

Sofern die Verbindlichkeiten in EUROBODENs Projektgesellschaften i) nicht amortisierend sind und ii) der erwarteten Lebensdauer der Projekte entsprechen, wird nach Scopes Meinung, das Risiko der hohen Verschuldung zu einem gewissen Grad gemindert. Jedoch besitzen 12,4 Mio. Euro an Verbindlichkeiten kürzere Laufzeiten als die zu finanzierenden Projekte inkl. der Bauphasen, mit Fälligkeiten 1 bis 2 Jahre vor Fertigstellung.

Mit diesen 12,4 Mio. Euro weist EUROBODEN Gesamtverbindlichkeiten von 16,3 Mio. Euro (inkl. der 3,6 Mio. Euro Anleihe und 0,3 Mio. Euro Leasingverbindlichkeiten) auf, die von der Fähigkeit des Unternehmens abhängen, stabile und vor allem ausreichende Cash Flows aus den Immobilienprojekten zu generieren. Aufgrund der Volatilität der Cash Flows

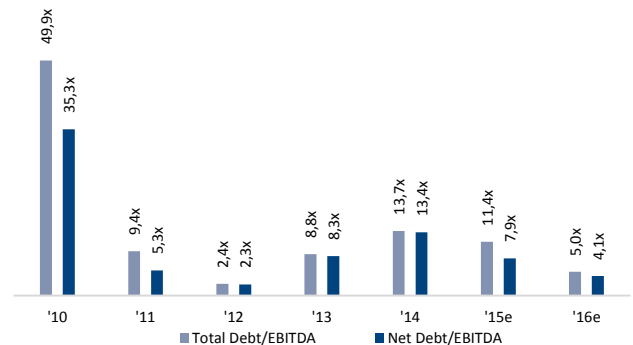
(Abbildung 9) sieht Scope jedoch ein hohes Risiko, welches durch Verzögerung bei Projekten und deren Verkauf schlagend werden kann.

Abbildung 10 - LTV (%)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 11 - Net Debt und Total Debt/EBITDA (x)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Liquidität und Schuldenprofil

Liquidität auf 2,0 x in 2014 erhöht

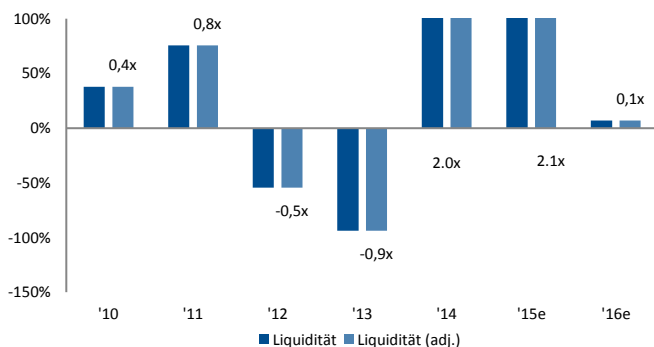
Die Liquidität, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cash Flow zzgl. zugesicherter und verfügbarer Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, belief sich im Jahr 2014 auf angemessene 2,0 x. Die Liquidität von Immobilienprojektentwicklern ist typischerweise gering, da die einzelnen Projekte meist kurzfristig finanziert werden. EUROBODEN hat den Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten in den letzten Jahren von 86 % in 2010 auf nunmehr 16 % in 2014 reduziert. Dies führte zu einer starken Verbesserung der Liquidität. Aufgrund der niedrigen erwarteten Liquidität von 0,1 x in 2016 sieht Scope ein Refinanzierungsrisiko für EUROBODEN in 2017, welches durch Verzögerungen bei einzelnen Projekten ausgelöst werden kann.

60 % der Verbindlichkeiten werden in den nächsten 24 Monaten fällig

Die Volatilität der Cash Flows und deren Sensitivität gegenüber Projektverzögerungen erhöhen nach Scopes Ansicht deutlich das Rückzahlungsrisiko von ca. 60 % von EUROBODENs Verbindlichkeiten in den nächsten 24 Monaten (2015: 2,0 Mio. Euro; 2016: 13,0 Mio. Euro; 2017: 2,6 Mio. Euro). Scope glaubt nicht, dass das Unternehmen die Verbindlichkeiten aus dem operativen Cash Flows und den zur Verfügung stehenden Zahlungsmittel zurückzahlen kann, so dass hierfür externe Finanzierungsquellen herangezogen werden müssen. Scope geht jedoch davon aus, dass die verfügbaren Kreditlinien in Höhe von 4,5 Mio. Euro hierfür ausreichend sein sollten.

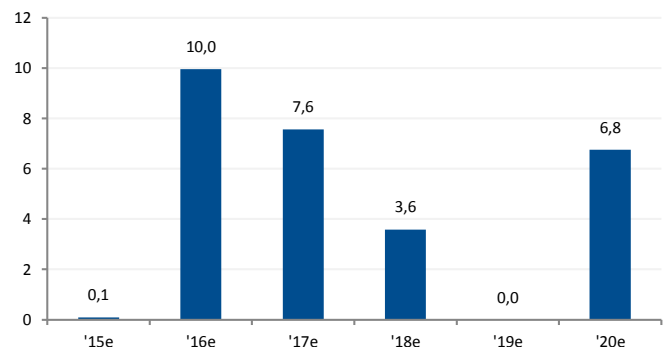
Scope geht davon aus, das EUROBODEN -unterstützt durch das Marktumfeld- operativ erfolgreich bleibt, die Projekte weitestgehend im Zeit- und Kostenrahmen umsetzt und zu den erwarteten Veräußerungspreisen verkauft. Somit sollte die Verlängerung bzw. Ausweitung von Kreditfazilitäten für einzelne Projekt ebenso realisierbar sein.

Abbildung 12 - Liquidität adj. (x)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 13 - Kreditauslaufprofil (Mio. Euro)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Anleihe BB-

Anleihe

Aufgrund der nicht vorhandenen Besicherung der Anleihe ist das Kreditrisiko ebendieser eng mit dem Kreditrisiko und der Performance des Emittenten verknüpft. Dies schränkt die Möglichkeit einer stark verbesserten Bonität der Anleihe im Vergleich zu der von EUROBODEN ein. 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: Stabil

Ausblick

Der Ausblick für beide Ratings ist stabil. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings, sofern es EUROBODEN gelingt, den LTV nachhaltig auf oder unter einen Wert von 50 % zu senken oder den Beitrag der TOP3-Projekte auf unter 10 % der erwarteten Umsätze zu reduzieren. Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte es dem Unternehmen nicht gelingen, die bereinigte EBITDA-Marge auf über 20 % auf Einzelprojektebene zu steigern oder die in den nächsten 24 Monaten fälligen Verbindlichkeiten zu refinanzieren.



Rechtliche Angaben

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: Dr. Stefan Bund, Committee Chair.

Rating Historie der EUROBODEN GmbH

Date	Rating action	Rating	
28.05.2015	Initial Rating	B	Outlook Stable

Das Rating betrifft ein Unternehmen, das erstmalig durch die Scope Ratings AG bewertet wurde.

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.

Rating Historie der 15 Mio. Euro Unternehmensanleihe (2013/2018) der EUROBODEN GmbH

Date	Rating action	Rating	
28.05.2015	Initial Rating	BB-	Outlook Stable

Das Rating betrifft ein Finanzinstrument, das erstmalig durch die Scope Ratings AG bewertet wurde.

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

- | | |
|---|---|
| <input checked="" type="checkbox"/> Prospekt | <input checked="" type="checkbox"/> Webpage des Ratingobjekts/Anbieters |
| <input checked="" type="checkbox"/> Wertgutachten, sonstige Gutachten | <input checked="" type="checkbox"/> Jahresberichte/Halbjahresberichte des Ratingobjekts/Anbieters |
| <input checked="" type="checkbox"/> Aktuelle Leistungsbilanz | <input checked="" type="checkbox"/> Angeforderte Detailinformationen |
| <input checked="" type="checkbox"/> Jahresabschlüsse | <input checked="" type="checkbox"/> Datenlieferungen von externen Datenlieferanten |



- Interview mit dem Ratingobjekt/Anbieter
- 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 Rationales. 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 von Corporate Bonds und Corporations gültige Methodik ist unter www.scoperatings.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.html>. 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

© 2015 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Capital 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