



16 Apr 2018 - Scope Ratings GmbH

Scope bestätigt B+ Rating für STERN und BB+ Anleiherating; Ausblick Stabil

Die Bestätigung der Ratings ist in erster Linie auf eine höhere Sicherheit in Bezug auf die Refinanzierung der Anleihe in Höhe von 17 Mio. EUR im Mai 2018 zurückzuführen.

Rating action

Scope Ratings bestätigt das B+ Emittentenrating der Stern Immobilien AG (STERN) sowie das BB+ Anleiherating (ISIN: DE000A1TM8Z7 fällig im Mai 2018 mit einem Kupon von 6,25%). Der Ausblick ist stabil.

Rating rationale

Die Ratingbestätigung ist vor allem auf eine höhere Sicherheit in Bezug auf die Refinanzierung der im Mai 2018 fälligen Anleihe zurückzuführen. Laut STERN werden der erfolgreiche Verkauf eines Projekts in München sowie die partielle Eigenkapitalrückführung aus dem Istanbuler Entwicklungsprojekt zu einem Mittelzufluss vor dem Laufzeitende der Anleihe führen, der circa 80% des ausstehenden Nominalbetrags deckt.

Positiv für das Rating ist die in Einklang mit Scopes Erwartungen liegende Verschuldung sowie die erfolgreiche Veräußerungsaktivität in den Jahren 2016 und 2017, unterstützt durch die qualitativ hochwertige und liquide Projektentwicklungspipeline.

Negativ für das Rating ist unter anderem die anhaltend geringe und stark volatile Liquidität, verursacht durch den hohen Anteil kurzfristiger Schulden, wodurch die Abhängigkeit von Fremdfinanzierungen erhöht wird. Darüber hinaus beurteilt Scope die geringe Größe von STERN sowie die hohe Exposition gegenüber dem zyklischen Immobilienentwicklungsmarkt als kritisch, da beide Aspekte eine größere Anfälligkeit für unvorhergesehene Ereignisse und volatile Cashflows verursachen.

Die Anleihe profitiert von einem Sicherheitenpaket, welches u.a. aus Anteilen an der Stern Real Estate AG, einem Tochterunternehmen von STERN besteht. Darüber hinaus profitiert die Anleihe von einem „full recourse“ auf STERNs Vermögenswerte, welche liquide Assets von hoher Qualität beinhalten. Diese Sicherheiten verbessern die Kreditqualität der Anleihe im Vergleich zu dem der Emittentin erheblich.

Rating drivers

Geschäftsrisikoprofil:

Im Vergleich zu seinen Mitbewerbern wird STERN aufgrund seines Bilanzvolumens (103 Mio. Euro inklusive aufgedeckter stille Reserven) und relativ geringer Funds from operations (FFO) in Höhe von 3,5 Mio. Euro für die 12 Monate bis 30. Juni 2017 als kleiner Entwickler eingestuft. Die geringe Größe schränkt die Möglichkeiten des Unternehmens ein, von Skaleneffekten zu profitieren und beinhaltet eine größere Anfälligkeit für unvorhergesehene Ereignisse. Ebenso mit der geringen Größe einhergehend ist eine größere Volatilität der Cashflows, insbesondere da das Unternehmen stark der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt ist, da der überwiegende Anteil der Umsatzquellen in direktem Zusammenhang mit dem Projektentwicklungsgeschäft des Unternehmens stehen. Scope bewertet dies als einschränkend für das Rating.

STERN ist mit Entwicklungsprojekten in Deutschland (67% der erwarteten Exit-Erlöse), der Türkei (15%) und Rumänien (18%) - Stand April 2018 - international in drei Regionen präsent. Die geografische Diversifizierung der Entwicklungsprojekte in diesen verschiedenen Regionen sollte aufgrund unterschiedlicher Nachfragemuster und positiver Wachstumsprognosen das Projektentwicklungsrisiko und damit die Cashflow-Volatilität in der Zukunft partiell reduzieren.

Nach Ansicht von Scope wird die moderate geografische Diversifizierung von STERN durch die konzentrierte Entwicklungspipeline von nur sieben Projekten im ersten Halbjahr 2018 (gegenüber neun im ersten Halbjahr 2016) abgeschwächt. Die Anzahl der Teilprojekte ist im gleichen Zeitraum noch stärker von 15 auf 11 gefallen, bedingt durch mehrere Verkäufe in den Jahren 2017 und 2018. Im Ergebnis stieg der Beitrag der drei wichtigsten Projekte zu den erwarteten Exit-Erlösen von 40% auf 62%. Diese größere Konzentration wird jedoch teilweise durch ein reduziertes Entwicklerrisiko in der Türkei mitigiert. Dies begründet sich durch die 68% Beteiligung an STERNs türkischem Joint-Venture durch die Kiptas AS (eine Tochtergesellschaft der Istanbul Metropolitan Municipality), die ebenso die Finanzierung des Projektes übernimmt.

STERNs Entwicklungsportfolio befindet sich hauptsächlich in reifen und liquiden Märkten wie München, Istanbul (A-Standorte) und Cluj (C-Standort). Aus Sicht von Scope verbessert dies die Fungibilität der STERN-Immobilien und senkt potenzielle Preisabschläge in einem Distressed-Sales-Szenario.

Mit einer als nachhaltig erachteten EBITDA Marge von ca. 20% (LTM H1 2017: 18%, 2016: 20%), die gemäß Scopes Einschätzung in den folgenden Jahren zwar schwanken, jedoch weiter auf einem Level von 20% verbleiben sollte, weist STERN eine leicht höhere Profitabilität als viele deutsche Wettbewerber auf.

Finanzrisikoprofil:

Mit dem erfolgreichen Verkauf von Projekten konnte STERN die EBITDA interest cover für die 12 Monate bis zum 30. Juni 2017 bei über 2,2x halten, was das Finanzrisikoprofil des Unternehmens unterstützt. Die Fähigkeit von STERN, dieses Niveau in der Zukunft - wie erwartet - beizubehalten, könnte jedoch durch verspätete oder nicht erfolgreiche Verkäufe aus der Entwicklungspipeline gefährdet sein.

Aufgrund der begrenzten Größe und des konzentrierten Entwicklungsportfolios waren STERNs Cashflows in der Vergangenheit sehr volatil. Insbesondere der Free Cashflow war zwischen 2013 und 2015 stark negativ.

Dies ging einher mit dem Aufbau des Entwicklungsportfolios, welches ab 2016 sukzessive abverkauft wurde und zu einem erheblichen Umsatzanstieg (H1 2017: 9 Mio. Euro; 2016: 49 Mio. Euro) und positiven Free Cashflows führte. Derzeit verkauft STERN weitere Teile seiner aktuellen Projektpipeline mit einem geschätzten Umsatzvolumen zwischen 25 Mio. bis 35 Mio. Euro, was zu einer Aufrechterhaltung der positiven Free Cashflows auch im ersten Halbjahr 2018 beitragen sollte. Eine erneute Ausweitung des Entwicklungsportfolios, wie von Scope erwartet, in Verbindung mit einer schwächer als erwarteten Verkaufsaktivität könnten den Free Cashflow jedoch unter Druck setzen und zu Abweichungen von Scopes Erwartung hinsichtlich eines stabileren Finanzrisikoprofils führen.

STERN weist zum 30. Juni 2017 einen moderate Loan-to-Value (LTV) von 50% auf. Damit liegt der LTV im erwarteten Bereich zwischen 45% und 55%. Unterstützt wird der moderate LTV durch den erfolgreichen Verkauf von Teilen von STERNs Entwicklungsportfolio in den Jahren 2016 und 2017 was zu einer Reduzierung der Scope-adjusted Debt (SaD) um rund 40 Mio. Euro auf 34 Mio. Euro zum Jahresende 2017 führte. Nach Einschätzung von Scope wird der LTV aufgrund der aufgedeckten stillen Reserven für die nächsten zwei Jahre auf diesem Niveau bleiben. Allerdings könnten stark gehebelte Akquisitionen zur Erweiterung des Entwicklungsportfolios zu einem Anstieg führen, der das Emittentenrating unter Druck setzen kann.

STERNs SaD/EBITDA lag in den zwölf Monaten bis zum 30. Juni 2017 unter 8x, was einem deutlichen Rückgang gegenüber dem Niveau vor 2016 entspricht mit Werten über dem 15-fachen. Dieser deutliche Rückgang ist vor allem auf den Erfolg von STERN beim Abbau der Verschuldung zurückzuführen, der mit dem erfolgreichen Verkauf von Projekten in 2016 und H1 2017 einhergeht. Scope geht davon aus, dass das SaD/EBITDA in H2 2017 und 2018 unter 8x verbleiben sollte. Die Ratingagentur schätzt die Volatilität von SaD/EBITDA als typisch für einen Entwickler ein, da Projekte in der Regel über den gesamten Entwicklungszeitraum statt in jährlichen Tranchen betrachtet und finanziert werden. Daher ist zu beachten, dass die direkt den Projekten zuzurechnenden Verbindlichkeiten: i) endfällig sind was in diesem Zusammenhang positiv bewertet wird; jedoch ii) die Laufzeiten nur teilweise den erwarteten Projektlaufzeiten entsprechen. Letztgenanntes wird negativ bewertet, da es das Refinanzierungsrisiko beträchtlich erhöht (siehe auch Liquidität).

Vor diesem Hintergrund sind insbesondere Verbindlichkeiten auf der Holding-Ebene in Höhe von 20 Mio. Euro zum 28. Dezember 2017 (rollierende Kreditlinien oder Kontokorrentkredite 3 Mio. Euro; Unternehmensanleihe 17 Mio. Euro) von STERNs Fähigkeit abhängig, stabile und vor allem ausreichende Cashflows aus dem Entwicklungsportfolio heraus zu generieren. Aufgrund der Volatilität der Cashflows sieht Scope höhere Risiken im Zusammenhang mit Verzögerungen bei Projektentwicklungen und -veräußerungen.

Liquidität

Scope bewertet die Liquidität von STERN mit einer Deckung von 0,1x für die 12 Monate zum Jahresende 2018 als ‚weak‘. Dies folgt einer volatilen Liquidität in der Vergangenheit.

100% der Verbindlichkeiten von STERN werden in 2018 fällig. Von den im Jahr 2018 fälligen Verbindlichkeiten in Höhe von 35 Mio. Euro (15 Mio. Euro für Projektfinanzierungen, 3 Mio. Euro rollierende Kreditlinien und

Kontokorrentkredite und 17 Mio. Euro Unternehmensanleihen) werden voraussichtlich 7 Mio. Euro an Projektfinanzierungen durch bereits getätigte Verkäufe zurückgezahlt. Nach Scope's Einschätzung wird der verbleibende Teil der Projektfinanzierung jedoch von einer weiterhin gewährleisteten Verlängerung der durch Banken gewährten kurzfristigen Kreditlinien und Kontokorrentkrediten abhängig sein. Aufgrund der bisher kontinuierlichen Gewährung der Kreditlinien wird die Verlängerung ebendieser von Scope als kontrollierbares Risiko eingeschätzt.

Scope ist jedoch der Ansicht, dass die Refinanzierung der 17 Mio. Euro Anleihe im Mai 2018 stark von den erwarteten Mittelzuflüssen aus der Veräußerung des Projekts Tulbeckstr. in München sowie der Eigenkapitalrückerstattung im Zusammenhang mit der Verwässerung des Anteils des Unternehmens am Istanbul Entwicklungsprojekt abhängt. Laut STERN wurden die Fälligkeitsvoraussetzungen für den Kaufpreis des Projektes Tulbeckstr. erfüllt, so dass der Kaufpreis fällig ist. Gemäß STERN wird die Eigenkapitalrückerstattung aus dem türkischen Projekt vor der Fälligkeit der Anleihe erwartet. Laut dem Unternehmen werden hierdurch ca. 80 % des ausstehenden Nominalbetrages bereits gedeckt. Die verbleibenden 20 % werden laut STERN durch Privatplatzierungen oder externe Finanzierungen erbracht. Scope geht davon aus, dass dies angesichts der relativ geringen Verschuldung des Unternehmens, der unbelasteten Vermögenswerte (Cluj) und der relativ diversifizierten Finanzierungsstruktur möglich sein sollte.

Anleihe

Das Kreditrisiko der Anleihe ist eng mit dem Kreditrisiko und der Performance des Emittenten verknüpft. Aufgrund der durch den Emittenten nachgewiesenen stillen Reserven und des liquiden 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 Ratingausblick ist stabil. Er basiert auf der Annahme einer weiterhin gewährleisteten Verlängerung der durch Banken gewährten kurzfristigen Kreditlinien und Kontokorrentkrediten bzw. deren erfolgreicher Refinanzierung sowie einer erfolgreichen Refinanzierung der im Mai 2018 fälligen 17 Mio. Euro Anleihe. Darüber hinaus geht Scope davon aus, dass die aktuelle Verschuldung, gemessen am LTV, zwischen 45% und 55% verbleibt und ein EBITDA von mindestens 5 Mio. Euro in den nächsten Jahren erwirtschaftet wird. Scopes Rating Szenario umfasst ferner die Stundung von Dividendenausschüttungen an die Hauptaktionäre bis zu einer erfolgreichen Rückzahlung der Anleihe.

Rating-change drivers

Eine negative Anpassung des Ratings könnte gerechtfertigt sein, sofern sich die Unternehmensaktivitäten und Finanzkennzahlen nicht gemäß Scopes Rating Szenario entwickeln, insbesondere sofern sich der Zugang zu externen Finanzierung abschwächt.

Eine positive Anpassung des Ratings könnte gerechtfertigt sein, wenn es STERN gelingt, deutlich zu wachsen, was zu einer verbesserten Diversifikation führen sollte, während sich die Finanzkennzahlen gemäß Scopes Rating Szenario entwickeln und die Liquidität als ‚adequate‘ eingestuft werden kann.

Stress testing & cash flow analysisNo stress testing was performed. Scope produced its standard cash flow forecast for the company.

Methodology

The methodologies used for this rating and rating outlook (Corporate Rating Methodology; Rating Methodology: European Real Estate Corporates) are available on www.scooperatings.com. Historical default rates of Scope Ratings can be viewed in the rating performance report on <https://www.scooperatings.com/#governance-and-policies/regulatory-ESMA> Please also refer to the central platform (CEREP) of the European Securities and Markets Authority (ESMA): <http://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>. A comprehensive clarification of Scope's definition of default as well as definitions of rating notations can be found in Scope's public credit rating methodologies on www.scooperatings.com. The rating outlook indicates the most likely direction of the rating if the rating were to change within the next 12 to 18 months.

Solicitation, key sources and quality of information

The rated entity and/or its agents participated in the rating process. The following substantially material sources of information were used to prepare the credit rating: public domain, the rated entity, third parties and Scope internal sources. Scope considers the quality of information available to Scope on the rated entity or instrument to be satisfactory. The information and data supporting Scope's ratings originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Prior to the issuance of the rating or outlook action, the rated entity was given the opportunity to review the rating and/or outlook and the principal grounds on which the credit rating and/or outlook is based. Following that review, the rating was not amended before being issued.

Regulatory disclosures

This credit rating and/or rating outlook is issued by Scope Ratings GmbH. Lead analyst: Philipp Wass, Director Person responsible for approval of the rating: Olaf Tölke, Managing Director The ratings/outlooks were first released by Scope on 30.04.2013. The ratings/outlooks were last updated on 11.04.2017.

Potential conflicts

Please see www.scooperatings.com for a list of potential conflicts of interest related to the issuance of credit ratings.

Conditions of use / exclusion of liability

© 2018 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH and Scope Risk Solutions GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided 'as is' without any

representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or other damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party as, opinions on relative credit risk and not a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings GmbH at Lennéstrasse 5 D-10785 Berlin.

Scope Ratings GmbH, Lennéstrasse 5, 10785 Berlin, District Court for Berlin (Charlottenburg) HRB 192993 B, Managing Director(s): Dr. Stefan Bund, Torsten Hinrichs.

Analyst Contact: Philipp Wass : p.wass@scoperatings.com

Team Leader: Olaf Tölke: o.toelke@scoperatings.com

Press: André Fischer: an.fischer@scopeanalysis.com