

Scope stuft das Anleihe-Rating der Stern Immobilien AG auf BBB- herab; Ausblick stabil

Scope Ratings („Scope“) stuft das Rating der 20 Mio. Euro Anleihe (Kupon: 6,25% Fälligkeit: 2018) der Stern Immobilien AG („STERN“) auf BBB- von A- herab. Der Rating-Ausblick ist stabil. STERN ist ein in Grünwald (Deutschland) ansässiger Immobilienprojektentwickler.

Die Herabstufung begründet sich durch Scopes Änderung der Ratingmethodik für Unternehmen und deren Schuldtiteln. Die Anpassung des Ratings folgt dem „Review für eine mögliche Herabstufung“ vom 17. September 2014.

Das BBB- Anleihe-Rating begründet sich primär durch STERNs sehr solide Portfolio-Diversifikation mit Immobilien, die sich hauptsächlich in wachstumsstarken ‚A‘ und ‚B‘ Lagen befinden, die vergleichsweise hohe Profitabilität, den moderaten LTV sowie die adäquate FFO Fixed Charge Cover.

Negative Faktoren sind die auf wenige Projekte konzentrierte Development-Pipeline, STERNs geringe Marktanteile in den jeweiligen Kernmärkten, der hohe Net Debt/EBITDA sowie die vergleichsweise geringe Größe.

Die Anleihe profitiert von einem Sicherheitenpaket, welches u.a. aus Anteilen an der Stern Real Estate AG, einem Tochterunternehmen von STERN, mit einem Net Asset Value von 9 Mio. Euro (2014) 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.

Emittenten einer gesicherten Anleihe können von einer Anhebung um maximal drei Notches im Vergleich zu dem Kreditrisiko ebendieser profitieren. Es ist stets zu berücksichtigen, dass der Wert des Sicherheitenpaketes eng mit der Kreditqualität und der Performance der Emittentin verknüpft ist.

KEY RATING DRIVERS

Geringe Unternehmensgröße. Mit einem erwarteten Bilanzvolumen von 103 Mio. Euro im Jahr 2014 ist STERN ein vergleichsweise kleines Unternehmen im deutschen Immobilienprojektentwicklungssektor. Die geringe Größe schränkt die Möglichkeiten des Unternehmens ein, von Skaleneffekten zu profitieren und führt zu volatilen Cash Flows. Ausdruck der geringen Größe sind ebenso die geringen Marktanteile von <1% in STERNs Kernmärkten.

Volatilität der Cash Flows. Umsätze im Bereich der Projektentwicklung sind in der Regel von hoher Volatilität gekennzeichnet. Dies führt in Kombination mit STERNs geringer Größe zu volatilen Cash Flows. Dies ist insbesondere erkennbar an den Free Cash Flows, die sich zwischen 4,0 Mio. Euro (2011) und erwarteten -22,7 Mio. Euro (2014) bewegen. Scope erwartet, dass sich die Volatilität der Free Cash Flows fortsetzt, getrieben durch STERNs auf wenige Projekte konzentrierte Development-Pipeline, in der das größte Projekt 12% der erwarteten Umsatzerlöse aller laufenden Projekte widerspiegelt.

Solide Portfolio-Diversifikation. Mit einer Development-Pipeline in Deutschland - welche 54% der erwarteten Umsatzerlöse widerspiegelt -, in der Türkei (40%), in Rumänien (4%), und in Österreich (2%), weist STERN eine moderate geographische Diversifikation auf. In diesen Ländern konzentriert sich STERN vornehmlich auf sogenannte ‚A‘ Lagen wie beispielsweise München (52% der erwarteten

Umsatzerlöse) und Istanbul (40%). Scope bewertet daher STERNs Portfolio-Diversifikation als sehr solide, insbesondere da STERNs Kernmärkte unterschiedliche Nachfragemuster und positive Wachstumsperspektiven aufweisen.

Vergleichsweise hohe Profitabilität. Mit einer erwarteten EBITDA Marge von 26% im Jahr 2014 (2013: 31,4%), die gemäß Scopes Einschätzung auf 30% in den folgenden Jahren ansteigen wird, weist STERN eine höhere Profitabilität als viele deutsche Wettbewerber auf.

Adäquate Verschuldung. Scope Ratings beurteilt STERNs Verschuldungsgrad als adäquat. Dies begründet sich durch STERNs moderaten LTV von unter 50% in 2014, der sich gemäß Scopes Erwartungen in den nächsten Jahren in einem Bereich zwischen 45% und 55% bewegen wird. Dem steht ein sehr hoher erwarteter Net Debt/EBITDA von 22,1x (2014) gegenüber. Scope geht davon aus, dass der Net Debt/EBITDA auf unter 10,0x in 2015 sinken wird. Die Fluktuation dieser Kennzahl ist dem Geschäftsmodell eines Projektentwicklers immanent, welches generell volatilere Finanzkennzahlen aufweist.

Adäquate FFO Fixed Charge Cover. Trotz des hohen Net Debt/EBITDA profitiert das Unternehmen von geringen durchschnittlichen Finanzierungskosten. Dies wirkt sich positiv auf STERNs erwartete FFO Fixed Charge Cover (x) von 1,5 in 2014 aus. Scope erwartet, dass STERN - aufgrund einer FFO Fixed Charge Cover von über 1,0x in den nächsten Jahren - in der Lage sein wird, seinen Zinszahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Liquidität und Refinanzierung. STERNs Liquidität zum Jahresende 2014 beträgt 1,4x (2013: -1.3x). Sie war in den vergangenen Jahren einer starken Volatilität ausgesetzt. Ursächlich hierfür war der Aufbau von STERNs Development-Pipeline, die zu einer Erhöhung des Working Capitals geführt hat.

STERN hat 2015 einen Refinanzierungsbedarf von 19 Mio. Euro (2016: 10 Mio. Euro). Scope erwartet, dass der Refinanzierungsbedarf für 2015 durch den Verkauf von Projekten in München und Kitzbühel (17 Mio. Euro) größtenteils gedeckt wird. Die Deckung der verbleibenden 2 Mio. Euro ist davon abhängig, dass bisher gewährte Kreditlinien weiterhin zur Verfügung stehen. Dies wird von Scope als kontrollierbares Risiko eingeschätzt.

OUTLOOK

Der Ausblick ist stabil.

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, Chief Executive Officer: Torsten Hinrichs.

Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Guillaume Jolivet, Committee Chair
Die Rating Analyse wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

Ratinghistorie der EUR 20m (2013/18) Unternehmensanleihe der Stern Immobilien AG

| Date | Rating action | Rating | Outlook |
|------------|-------------------------------|--------|---------|
| 13.03.2015 | Downgrade | BBB- | Stable |
| 17.09.2014 | Review for possible downgrade | A- | n/a |
| 26.06.2014 | Affirmation | A- | Stable |
| 30.04.2013 | Initial Rating | A- | 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 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, halten/wahalten 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"/> Angeforderte Detailinformationen | <input checked="" type="checkbox"/> Presseberichte / sonstige öffentliche Informationen |
| <input checked="" type="checkbox"/> Jahresabschlüsse | <input checked="" type="checkbox"/> Datenlieferungen von externen Datenlieferanten |
| <input checked="" type="checkbox"/> Interview mit dem Ratingobjekt | <input checked="" type="checkbox"/> Externe Marktberichte |
| <input checked="" type="checkbox"/> Interview mit dem Anbieter | |

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 von Secured Corporate Bonds gültige Methodik 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

© 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