

Scope bestätigt BBB- der Stern Anleihe; Emittenten-Rating BB-; Ausblick Stabil

Die Bestätigung des Ratings begründet sich vornehmlich durch Sterns stabiles Geschäftsrisikoprofil trotz des etwas schwächeren Finanzrisikoprofils.

Scope Ratings bestätigt das Anleiherating der 20 Mio. Euro Anleihe (Kupon: 6,25% Fälligkeit: 2018) der Stern Immobilien AG ("STERN"). Das Anleiherating basiert auf einem Emittenten-Rating von BB- Der Rating-Ausblick ist stabil.

Das 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 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 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.

KEY RATING DRIVERS

Geringe Unternehmensgröße. Mit einem Bilanzvolumen von 95 Mio. Euro zum 30.06.2015 (2014: 75 Mio. Euro) ist STERN ein vergleichsweise kleines Unternehmen im deutschen Immobilienprojektentwicklungssektor. Die geringe Größe beinhaltet eine größere Anfälligkeit für unvorhergesehene Schocks, größere Volatilität der Cashflows und schränkt die Möglichkeiten des Unternehmens ein, von Skaleneffekten zu profitieren. Ausdruck der geringen Größe sind ebenso die geringen Marktanteile von <1% in STERNs Kernmärkten.

Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektentwicklungsportfolios. 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 -17,8 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 darstellt. Diese geringe Diversifizierung bewertet Scope als Quelle für potenzielle negative Beeinflussung der zukünftigen Cashflows, sofern sich Projekte verzögern oder Kostenüberschreitungen auftreten.

Solide Portfolio-Diversifikation mit einem auf 'A' Standorte konzentrierten liquiden Projektentwicklungsportfolio. Mit einer Development-Pipeline in Deutschland - welche 55% der erwarteten Umsatzerlöse widerspiegelt -, in der Türkei (41%) und in Rumänien (4%), weist STERN eine moderate geographische Diversifikation auf. In diesen Ländern konzentriert sich STERN vornehmlich auf sogenannte 'A' Lagen wie beispielsweise München (53% der erwarteten Umsatzerlöse) und Istanbul (41%). Scope bewertet daher STERNs Portfolio-Diversifikation als sehr solide, insbesondere da STERNs Kernmärkte unterschiedliche Nachfragemuster und positive Wachstumsperspektiven aufweisen.

Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells. STERN ist stark der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt, da der überwiegende Anteil der Umsatzquellen - geschätzte 80% in 2015 - in direktem

Zusammenhang mit dem Projektentwicklungsgeschäft des Unternehmens steht. Scope bewertet dies als einschränkend für das Rating.

Vergleichsweise hohe Profitabilität. Mit einer erwarteten EBITDA Marge von >30% in 2015 (2014: 6,0% | 2013: 31,4%), die gemäß Scopes Einschätzung in den folgenden Jahren auf einem Level von 30% verbleiben sollte, weist STERN eine höhere Profitabilität als viele deutsche Wettbewerber auf.

Vergleichsweise hoher Leverage. STERNs vergleichsweise hoher Leverage spiegelt sich in dem relativ hohen LTV von circa 55% (30.06.2015) und einem geschätzten Net Debt/EBITDA von größer 10x zum Jahresende 2015 wider. Damit liegt der LTV am oberen Ende des für das Rating erwarteten Bereichs zwischen 45% und 55%. Scope bewertet den vergleichsweise hohen Leverage als Risiko, da dieser die Abhängigkeit des Unternehmens von externen Finanzierungsquellen und einer erfolgreichen Umsetzung der gering diversifizierten Projektentwicklungspipeline weiter erhöht.

Adäquate FFO Fixed Charge Cover von >1,0x erwartet für 2015. Trotz des hohen Net Debt/EBITDA profitiert das Unternehmen von geringen durchschnittlichen Finanzierungskosten. Der positive Effekt der geringen Finanzierungskosten wird partiell durch das für 2015 antizipierte, geringfügig unter den Erwartungen liegendem operativen Ergebnis abgeschwächt. In Konsequenz führt dies zu einer vergleichsweise niedrigen FFO Fixed Charge Cover von über 1,0x. Scope erwartet einen Anstieg der Fixed Charge Cover auf über 2,0x in den nächsten Jahren. Aufgrund dessen sollte das Unternehmen in der Lage sein, seinen Zinszahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Liquidität und Refinanzierung. STERNs Liquidität, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cash-flow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, beträgt zum Jahresende 2015 voraussichtlich 2,0x (2014: -0,2x; 2013: -1,3x). Sie war in den vergangenen Jahren einer starken Volatilität ausgesetzt. Ursächlich hierfür war der Aufbau von STERNs Projektentwicklungsportfolio, der zu einer Erhöhung des Working Capitals geführt hat.

STERN hat einen Refinanzierungsbedarf von 21 Mio. Euro in 2016 (2017: 27 Mio. Euro). Die Refinanzierung ist abhängig von der erfolgreichen Veräußerung von Projektentwicklungen oder der weiteren Gewährung der vorhandenen Kreditlinien von derzeit 21 Mio. Euro (28% der Gesamtverbindlichkeiten). Aufgrund der bisher kontinuierlichen Gewährung der Kreditlinien wird die Verlängerung ebendieser von Scope als kontrollierbares Risiko eingeschätzt.

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 BBB- wider.

AUSBLICK

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

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte es dem Unternehmen nicht gelingen, die FFO Fixed Charge Cover substantiell auf über 2,0x zu steigern oder sollte der LTV auf über 60% ansteigen.

Eine positive Anpassung des Ratings wird aus derzeitiger Sicht nicht erwartet. Sie wird jedoch erwogen, wenn es STERN gelingt, ein signifikantes Größenwachstum zu erzielen und den LTV nachhaltig auf oder unter einen Wert von 45% zu senken.

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 Historie - Stern Immobilien AG

Date	Rating action	Rating	Outlook
18 März 2016	Initial Rating	BB-	Stable

Rating Historie - Stern Immobilien AG - Secured Corporate Bond 6.25% 2013/18

Date	Rating action	Rating	Outlook
18 März 2016	Affirmation	BBB-	Stable
13 März 2015	Downgrade	BBB-	Stable
17 Sept. 2014	Review for possible downgrade	A-	n/a
26 Juni 2014	Affirmation	A-	Stable
30 April 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 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
- Aktuelle Leistungsbilanz
- 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 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

© 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