

# Scope stuft Rating der Stern Anleihe auf BB+ und Emittenten-Rating auf B+ herab; Ausblick Stabil

**Die Herabstufung begründet sich primär durch die starke Abhängigkeit von erfolgreichen Projektveräußerungen, um die im Jahr 2018 fällige Anleihe zu refinanzieren.**

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

Ursächlich für die Herabstufung der Ratings ist die starke Abhängigkeit von erfolgreichen Projektveräußerungen für die Rückzahlung der Anleihe, welche aufgrund der geringen Visibilität des Projektentwicklungsgeschäftes als negativ beurteilt wird. Dies führt nach Sicht von Scope zu erhöhten Unsicherheiten bzgl. der Refinanzierung der Anleihe in 2018.

Positiv für das Rating ist die im Einklang mit Scopes Erwartungen erreichte Verbesserung des Finanzrisikoprofils des Unternehmens mit einer Reduzierung der Verschuldung in 2016. Dies ist das Ergebnis einer erfolgreichen Veräußerungsaktivität im Jahr 2016, 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 Schocks 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.

## Key Rating Drivers

**Geringe Unternehmensgröße.** Mit einem Bilanzvolumen von ca. 70 Mio. Euro zum 31.12.2016 (2015: 91 Mio. Euro; 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 30 Mio. Euro prognostiziert für 2016 und 20 Mio. Euro (2013) 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 15% 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 79% der erwarteten Umsatzerlöse widerspiegelt -, in der Türkei (12%) und in Rumänien (9%), weist STERN eine moderate geographische Diversifikation auf. In diesen Ländern konzentriert sich STERN vornehmlich auf sogenannte 'A' Lagen wie beispielsweise München (43% der erwarteten Umsatzerlöse) und Istanbul (12%). Scope bewertet daher STERNs Portfolio-Diversifikation als 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 97% in 2016 - 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 ca. 25% in 2016 (2015: 26%; 2014: 6%; 2013: 31%), die gemäß Scopes Einschätzung in den folgenden Jahren zwar schwanken, jedoch weiter auf einem Level von über 20% verbleiben sollte, weist STERN eine höhere Profitabilität als viele deutsche Wettbewerber auf.

**Moderater Leverage.** Der Leverage des Unternehmens konnte durch die Reduzierung des Scope adjusted Debt (SaD) um 28 Mio. Euro auf ein moderates SaD/EBITDA Level von unter 6x (2015: 29x) sowie auf einen LTV von unter 50% (2015: 54%) reduziert werden. Damit liegt der LTV im erwarteten Bereich zwischen 45% und 55%. Scope erwartet das der LTV auch zukünftig auf einem ähnlichen Niveau verbleibt, während das Verhältnis zwischen SaD und EBITDA weiteren Schwankungen unterworfen sein wird, abhängig von den jeweiligen Projektbeginn und -verkäufen.

**Zinsdeckung auf einem ausreichenden Niveau von 3,0x.** Mit der Veräußerung von drei Projektentwicklungen im Jahr 2016 konnte STERN die Zinsdeckung, gemessen an der EBITDA-interest cover, auf ein Niveau erhöhen, welches dem Finanzrisikoprofil entspricht. Scope geht davon aus, dass die Zinsdeckung bei über 3,0x in den Folgejahren verbleibt. Diese Annahme beruht auf einer weiteren, erfolgreichen Veräußerung der Entwicklungspipeline von STERN.

## **Liquidität und Refinanzierung**

STERN hat einen Refinanzierungsbedarf von 30 Mio. Euro in 2017 (2018: 19 Mio. Euro). Die Refinanzierung ist abhängig von der erfolgreichen Veräußerung von Projektentwicklungen oder der weiteren Gewährung der vorhandenen Kreditlinien von derzeit 19 Mio. Euro (40% der Gesamtverbindlichkeiten). Aufgrund der bisher kontinuierlichen Gewährung der Kreditlinien wird die Verlängerung ebendieser von Scope als kontrollierbares Risiko eingeschätzt.

Mit einer Finanzierungsstruktur in welcher Kreditlinien und Kontokorrentkredite 40% der Gesamtverbindlichkeiten darstellen, wird die bereinigte Liquidität, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cashflow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten, für 2017 bei unter 100% (2016: 110%) erwartet. Die Liquidität 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. Wir glauben jedoch, dass die Liquiditätssituation für STERN ein überschaubares Risiko mit Bezug zu den Kontokorrent- und rollierenden Kreditlinien darstellt. Jedoch sieht Scope ein erhöhtes Refinanzierungsrisiko bzgl. der im Mai 2018 fälligen Anleihe, da diese primär von der erfolgreichen Veräußerung von Projektentwicklungen abhängig ist.

Scope ist der Meinung, dass die hohe Sensitivität des Unternehmens gegenüber Verzögerungen in Verkaufsprozessen nicht adäquat im Liquiditätsmanagement des Unternehmens adressiert ist; ersichtlich aus der Verwendung des Treuhandkontos um die Zinszahlungen der Anleihe in 2016 zu bedienen. Das Treuhandkonto wurde zum 30. Juni 2016 wieder mit einer Zinsrate aufgefüllt.

## **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. 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.

Eine negative Anpassung des Ratings könnte gerechtfertigt sein, sofern sich die Unternehmensaktivitäten und Finanzkennzahlen nicht gemäß Scopes Rating Szenario entwickeln, insbesondere sofern sich die Liquidität des Unternehmens verschlechtert.

Eine positive Anpassung des Ratings könnte gerechtfertigt sein, sollte es STERN gelingen, die Refinanzierung der im Mai 2018 fälligen Anleihe sicherzustellen. Dies könnte in Form ausreichender Barreserven bzw. eines umgesetzten Refinanzierungskonzeptes erfolgen.

## **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)

18 März 2016 | Initial Rating | BB- | Stable

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

(Date | Rating action | Rating)

18 März 2016 | Affirmation | BBB- | Stable

13 März 2015 | Downgrade | BBB- | Stable

17 September 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 verwandschaftlicher 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 verwandschaftlicher 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](http://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://cerep.esma.europa.eu/cerep-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@scoperatings.com](mailto:p.wass@scoperatings.com)  
[press@scopegroup.com](mailto:press@scopegroup.com)



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

