

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

Corporate Rating:	B
Outlook:	Stable
Instrument Ratings:	
ISIN DE000A1RE8B0:	BB-
Sektor:	Real Estate
Monitoring:	Monitored

Analysts

Philipp Wass, E-Mail	(Lead Analyst) p.wass@scooperatings.com
Olaf Tölke E-Mail	(Backup Analyst) o.toelke@scooperatings.com

Rating Rationale

Scope bestätigt B Rating von EUROBODEN und BB- Rating der Anleihe (2013/2018); Ausblick stabil

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

Das B Rating des Emittenten (CICR) - 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 das Rating. Das Rating profitiert ebenso von der über vergleichbaren Unternehmen liegenden Profitabilität.

Das Rating wird begrenzt durch die Marktpositionierung im Nischenmarkt des gehobenen Wohnbaus, die geringe Unternehmensgröße sowie die geschäftstypischen volatilen Cashflows. Zusätzlich ist das Unternehmen der Zyklizität des Immobilienmarktes sowie Projektentwicklungsrisiken ausgesetzt. Ebenso einschränkend wirkt sich die Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen aus. Scope sieht darüber hinaus ein Schlüsselpersonenrisiko, da der operative Erfolg von den strategischen Entscheidungen des Unternehmensinhabers abhängt.

Ausblick

Der Ausblick für beide Ratings ist stabil. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin. Der stabile Ausblick beruht auf Scope's Annahme, dass die FFO Fixed Charge Cover nachhaltig über 1,0 x verbleibt.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60 % steigen, (ii) die FFO fixed charge cover nicht nachhaltig über 1.0 x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierungen abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings sofern es EUROBODEN gelingt, ein signifikantes Größenwachstum zu erzielen und den LTV nachhaltig unter einem Wert von 50 % zu halten.

Rating Drivers

Positive

Angebotsknappheit in EUROBODENs Kernmärkten München und Berlin führt zu stabiler Nachfrage für die absehbare Zukunft
Stabile wirtschaftliche Rahmenbedingungen mit weiterem Wachstumspotenzial unterstützen EUROBODENs Geschäftsmodell
Starke Reduzierung des LTV auf unter 40 % (2014: 61 %)
Hochliquides Projektentwicklungsportfolio
Vergleichsweise hohe Profitabilität mit einer durchschnittlichen EBITDA Marge von 16 % über die letzten 10 Projekte
Sehr gutes Branchen-Knowhow sowie Positionierung durch etablierte Marke ermöglichen „off-market“ Deals

Negative

Elastischer Nachfrage und potentieller Margenverschlechterung ausgesetzt, da Nischenplayer im Bereich des gehobenen Wohnbaus
Weiterhin hohes Refinanzierungsrisiko mit 13,4 Mio. Euro, die in den nächsten sieben Monaten zur Refinanzierung anstehen
Konzentrierte Entwicklungspipeline mit einer begrenzten geografischen Diversifikation, fokussiert auf München und Berlin
Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells
Hohes Schlüsselpersonenrisiko mit Bezug auf den Unternehmensinhaber und Gründer Stefan Höglmaier



Financial overview*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017E
GuV/BILANZ (Mio. Euro)								
Gesamtleistung (berichtet)	9,9	11,7	13,6	12,9	28,6	30,5	36,9	35,6
Scope adjustierte Umsatzerlöse	7,4	6,2	21,8	10,1	3,6	32,6	17,1	8,8
Umsatzwachstum (%)	na	-16%	254%	-54%	-64%	803%	-48%	-48%
EBITDA (berichtet)								
EBITDA (berichtet)	0,5	2,8	3,5	1,6	1,9	2,6	7,6	3,2
Operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope adjustiertes EBITDA	0,5	2,8	3,5	1,6	2,1	2,8	7,8	3,3
Nettozinszahlungen	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-1,5	-1,3	-2,0	-2,2
Steuerzahlungen	-0,1	-0,4	-0,8	-0,1	0,0	-0,2	-1,3	-0,3
Zinsen Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Bezogene Dividenden	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope funds from operations (FFO)	0,8	1,6	2,0	0,5	0,7	1,4	4,6	0,9
Δ Working Capital	0,0	0,4	6,4	-6,1	-12,8	-12,9	-3,7	-18,3
WC ratio (%)	na	3%	42%	-43%	-49%	-49%	-10%	-51%
Nicht operativer Cash Flow	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	0,0	0,0
Operativer Cash Flow (CFO)	0,8	2,0	8,4	-5,6	-11,2	-11,4	0,9	-17,4
CAPEX	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
CAPEX/Umsatzerlöse	0%	-1%	-2%	-1%	-1%	0%	0%	0%
Free Cash Flow (FCF)	0,8	1,9	7,9	-5,7	-11,2	-11,4	0,9	-17,4
Ausgezählte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Discretionary cash flow	0,8	1,9	7,9	-5,7	-11,2	-11,4	0,9	-17,4
Gesamtvermögen (Buchwert)								
Gesamtvermögen (Buchwert)	29,7	34,9	21,5	23,8	36,1	53,4	77,5	81,6
Bruttofinanzverbindlichkeiten								
Bruttofinanzverbindlichkeiten	22,7	26,3	8,6	13,9	25,6	37,6	53,1	55,7
Bankmittel & Wertpapiere	-6,6	-11,4	-0,5	-0,7	-0,5	-0,7	-20,6	-5,6
Verfügungsbeschränkte Bankmittel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,0	0,6	0,6
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope adjustierte Nettoverschuldung (SaD)	16,0	14,9	8,1	13,2	25,7	37,9	33,1	50,7
PROFITABILITÄT								
EBITDA Marge	4,6%	23,9%	26,0%	12,4%	7,3%	9,3%	21,1%	9,3%
Gesamtkapitalrentabilität	5,0%	7,0%	13,1%	6,2%	6,6%	4,2%	8,1%	3,4%
DEBT PROTECTION MEASURES								
FFO Fixed Charge Cover	2,0x	2,7x	3,1x	1,4x	1,3x	1,6x	3,1x	1,3x
EBITDA Interest Expense Cover	0,6x	3,0x	3,7x	1,4x	1,4x	1,9x	3,9x	1,5x
EBITDA Cash Interest Cover	0,7x	3,2x	4,8x	1,7x	1,4x	2,1x	3,9x	1,5x
VERSCHULDUNG								
LTV	76,5%	75,5%	40,2%	58,9%	61,0%	< 40%	40 - 50%	
SaD/EBITDA	35,2x	5,3x	2,3x	8,3x	12,3x	13,4x	4,3x	15,4x
FFO/SaD	4,8%	10,5%	24,3%	3,7%	2,8%	3,6%	13,9%	1,8%
LIQUIDITÄT								
Liquidität	38,1%	75,4%	-54,2%	-88,5%	204,1%	< 100%	> 100%	< 100%

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

Quellen: EUROBODEN, Scope Schätzungen 2016 -2017

Rating Change Drivers

Positive

Signifikantes Größenwachstum (Umsatzvolumen, Projektanzahl) bei Beibehaltung eines LTV von unter 50 %

Negative

Anstieg des LTV auf über 60 %

FFO Fixed Charge Cover nicht nachhaltig über 1,0 x

Erschwerter Zugang zu Bankenfinanzierungen

Business Risk Profile

Industrie / Marktentwicklung

Zyklizität: Hoch

Scope ist der Meinung, dass Immobilienentwickler vollständig der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt sind, insbesondere da die Nachfrage nach neuen Immobilienprojekten vergleichsweise stark mit dem Wirtschaftswachstum korreliert. Darüber hinaus bestehen erhöhte Marktpreisrisiken aufgrund der Zeitverzögerung (bis zu vier Jahre) bis zur Fertigstellung einer Immobilie. In diesem Zeithorizont kann die Nachfrage sinken, so dass sowohl das Vermietungs- als auch das Veräußerungsrisiko stark ansteigen.

Markteintrittsbarrieren: Niedrig

Scope vertritt darüber hinaus die Meinung, dass die Immobilienbranche allgemein niedrige Markteintrittsbarrieren aufweist. Einerseits sind erhebliche Investitionen und somit (i) ausreichende interne Ressourcen oder (ii) ein guter Zugang zu Drittmitteln/Fremdkapital erforderlich, um Immobilien zu kaufen, zu bewirtschaften oder zu entwickeln. Andererseits lässt (i) die starke Fragmentierung der Immobilienbranche und (ii) der allgemein gute Zugang zu Fremdkapital aufgrund des besicherungsfähigen Vermögensgegenstandes darauf schließen, dass die Markteintrittsbarrieren vergleichsweise gering sind.

Substitutionsrisiko: Gering

Das Substitutionsrisiko ist in der Regel gering, da Immobilien - insbesondere Wohnimmobilien - eines der menschlichen Grundbedürfnisse abdecken und somit nicht substituierbar sind.

Abbildung 1: Industry risk assessment I Immobilienprojektentwickler

Zyklizität \ Markteintrittsbarrieren	Niedrig	Mittel	Hoch
Hoch	CCC/B	B/BB	BB/BBB
Mittel	B/BB	BB/BBB	BBB/A
Gering	BB/BBB	BBB/A	AA/AAA

Quelle: Scope Ratings

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 50 % 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 das Geschäftsmodell des Emittenten wirken.

Positionierung im Wettbewerb

Kleines Unternehmen im stark fragmentierten Immobilienprojektentwicklermarkt

Mit einem Bilanzvolumen von 53 Mio. Euro zum 30.09.2015 (+48 % im Vergleich zum Vorjahr) und einem FFO von 1,4 Mio. Euro (+100 %) für das Geschäftsjahr bis zum 30.09.2015 ist EUROBODEN ein vergleichsweise kleines, jedoch stark wachsendes Unternehmen im fragmentierten deutschen Markt für die Entwicklung von Immobilienprojekten. Trotz des starken Wettbewerbs in den Kernmärkten München und Berlin sowie EUROBODENS Fokus auf den Nischenmarkt der Projektentwicklung im Segment des gehobenen Wohnbaus, erwartet Scope ein weiteres Unternehmenswachstum in den nächsten Jahren.

Die geringe Größe und die Marktpositionierung beinhalten eine größere Sensibilität für unvorhergesehene Schocks, eine 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 eines starken Einbruchs der Nachfrage geht Scope jedoch von einer Marktberaumung aus.

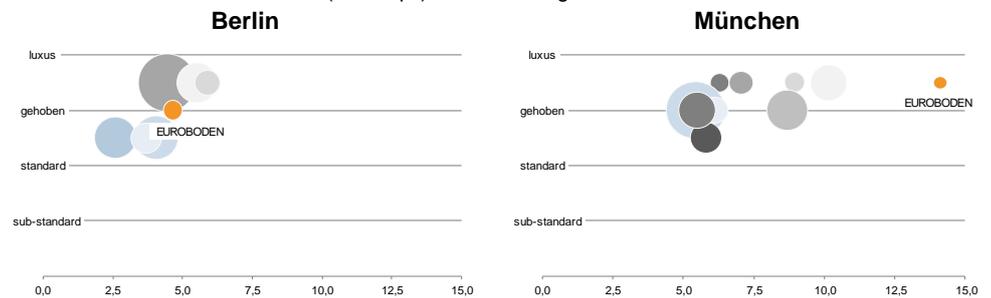
Segment des gehobenen Wohnbaus durch elastische Nachfrage charakterisiert

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 Bieterwettbewerben (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+3: Marktpositionierung EUROBODEN (Vergleich zu den TOP 10)

X-Achse: Preis (EUR/qm) | Y-Achse: Segment | Bubble: Anzahl Einheiten



Quellen: Neubaukompass Berlin und München, Scope Ratings

Diversifikation

Begrenzte geografische Diversifikation mit einem Fokus auf München und Berlin

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 begrenzten Aktivitäten (Abbildung 4). Scope bewertet diese stark regional begrenzte Diversifikation, aufgrund sehr ähnlicher Nachfragemuster in beiden Märkten, als Kreditrisiko.

Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells

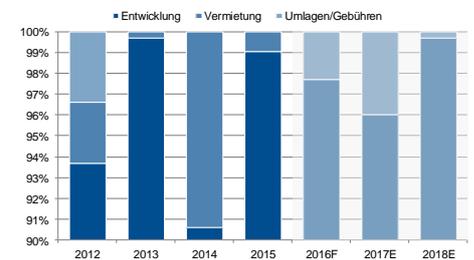
EUROBODEN ist stark den charakteristischen Zyklen des Immobilienmarktes ausgesetzt, da ein Großteil der Umsätze (2014: 91 %; 2015: 99 %; 2016F: 98 %) direkt durch die Immobilienprojektentwicklung generiert wird. Andere Umsatzquellen wie Mieteinnahmen als auch Umlagen/Gebühren tragen nur zu einem geringen Teil zum Umsatz bei (Abbildung 5). Wobei auch letztere direkt mit der Immobilienprojektentwicklung verknüpft sind. Scope bewertet dies als einschränkenden Faktor für das Rating.

Abbildung 4: Geografische Verteilung der Umsatzerlöse (%)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 5: Verteilung Einkommensquellen (%)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Konzentrierte Entwicklungspipeline mit nur acht Projekten

EUROBODEN weist eine hohe Konzentration seiner Projektentwicklungspipeline auf, in der das Größte der derzeit acht Immobilienprojekte, 29 % 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**

**Hohe Profitabilität, die künftig
weiter steigen sollte**

Asset Quality

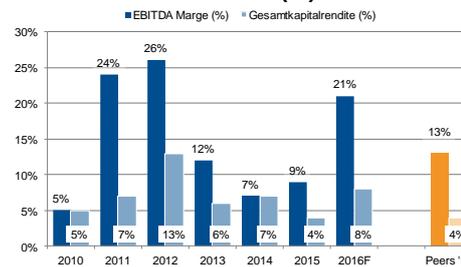
Die Immobilienprojekte der Gesellschaft befindet sich überwiegend in sogenannten ‚A‘-Lagen in München und Berlin, die sich durch eine überdurchschnittlich hohe Liquidität auszeichnen. Scope erwartet, dass sich dies positiv auf die Handelbarkeit der Immobilien auswirkt und somit mögliche Preisabschläge in einer finanziellen Notlage der Unternehmung reduziert.

Profitabilität

EUROBODENs EBITDA-Marge stieg im Jahr 2015 geringfügig auf 9 % von 7 % im Jahr 2014 (Abbildung 6). Scope ist jedoch der Auffassung, dass EUROBODENs EBITDA-Marge in Zukunft wieder auf ein Niveau deutlich über 10 % steigen wird. Dies Annahme basiert sowohl auf i) der bereinigten EBITDA-Marge von 16 %, welche für die letzten zehn Projekte erzielt wurde, als auch auf ii) der qualitativ hochwertigen Projektentwicklungspipeline. Der Anstieg der Profitabilität erscheint realisierbar, da sowohl die profunde Marktkenntnis der handelnden Personen als auch die Bekanntheit der Marke vorteilhafte „off-market“-Deals ermöglichen sollten.

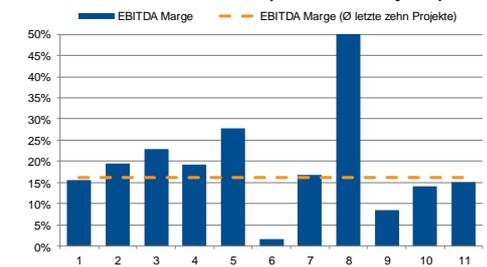
Bedingt durch die Laufzeitinkongruenz von Mittelab- und -zuflüssen (Ausgaben und Einkünften), hat sich Scope auch die Profitabilität der letzten zehn Projekte von EUROBODEN angeschaut (Abbildung 7). Aus diesem Blickwinkel heraus betrachtet, ergibt sich mit einer EBITDA Marge von ca. 16 % eine relativ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

Abbildung 6: Profitabilität EUROBODEN vs. Peers (%) - 2015



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 7: EBITDA Marge EURO-BODEN (letzten 10 Projekte)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Management & Corporate Governance

EUROBODEN profitiert von langfristigen Beziehungen zu den meisten seiner externen Partner und einer 17-jährigen 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.

**Erfahrener Marktakteur mit
optimierten Akquisitionsprozess**

Schlüsselpersonenrisiko

Aufgrund der Größe verfügt das Unternehmen über keinen Aufsichts- oder Beirat. Die wichtigsten strategischen Entscheidungen trifft der Eigentümer. Nach Scopes Meinung ermöglicht dies einerseits einen schnelleren Entscheidungsfindungsprozess, andererseits führt dies zu einem Schlüsselpersonenrisiko mit Bezug auf den Unternehmensinhaber.

Financial Risk Profile

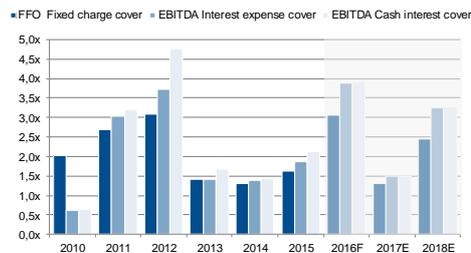
Debt Protection und Cash Flows

FFO Fixed Charge Cover von 1,6 x (2015); Verbleib auf über 1,0 x erwartet

EUROBODENs FFO Fixed Charge Cover betrug 1,6 x zum Ende des letzten Geschäftsjahres. Scope geht, einhergehend mit den zu erwarteten Projektfertigstellungen für die nächsten Jahre, von einem weiteren Verbleib von über 1,0 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.

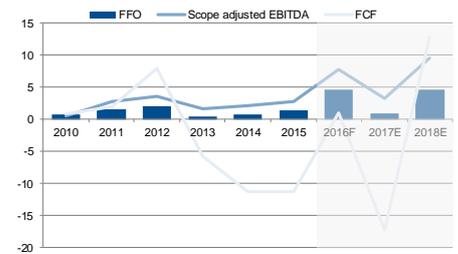
Die Cash Flows des Emittenten unterliegen starken Schwankungen, was insbesondere an den Free Cash Flows (FCF) ablesbar ist. Diese schwankten zwischen 7,9 Mio. Euro (2012) und -11,4 Mio. Euro (2015 - Abbildung 9). Aufgrund der geschäftsmodellimmanenten Volatilität erwartet Scope weiterhin volatile Cash 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 Projektentwicklungspipeline verstärkt.

Abbildung 8: Debt Protection EUROBODEN 2010 - 18E



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 9: Cash flows EUROBODEN 2010 - 18E



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Signifikante Reduzierung des Loan-to-Value (LTV) auf unter 40 % im Jahr 2015

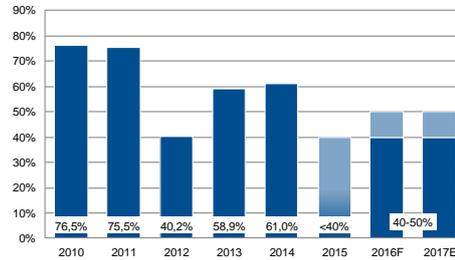
Verschuldung

EUROBODEN konnte den LTV in 2015 auf unter 40 % (2014: 61 %) reduzieren. Insbesondere die erreichten Baugenehmigungen und das positive Marktumfeld führten zu einem signifikanten Anstieg der stillen Reserven. Dem gegenüber steht jedoch die kreditfinanzierte Ausweitung der Projektpipeline, die sich in einer Erhöhung der relativen Verschuldung - gemessen an Scope's adjustierter Nettoverschuldung (SaD)/EBITDA - auf vergleichsweise hohe 13,4 x in 2015 von 12,3 x (2014) niederschlägt. Dieser Anstieg wird jedoch zu einem gewissen Grad durch EUROBODENs relativ stabile Vermögenswerte abgemildert. Scope geht davon aus, dass diese Vermögenswerte leicht realisiert werden können.

Das Verhältnis der Nettoverbindlichkeiten zum EBITDA (SaD/EBITDA) von 13,4 x im Geschäftsjahr 2015 wird von Scope als adäquat für ein Finanzrisikoprofil (FRP) von ‚B‘ bewertet. SaD/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.

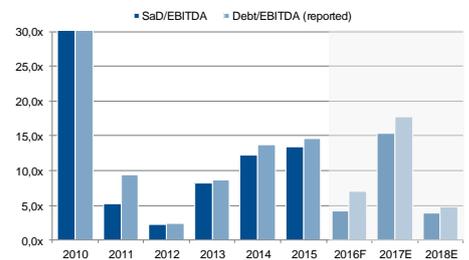
EUROBODEN weist zum 31.03.2016 Gesamtverbindlichkeiten von 8,5 Mio. Euro (davon 8,3 Mio. Euro Anleihe) auf, die von der Fähigkeit des Unternehmens abhängen, stabile und vor allem ausreichende Cash Flows aus den Immobilienprojekten zu generieren. Aufgrund der Volatilität der Cash Flows (Abbildung 9) sieht Scope jedoch ein hohes Risiko, welches durch Verzögerung bei Projekten und deren Verkauf schlagend werden kann.

Abbildung 10: LTV (%) EUROBODEN 2010 - 18E



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 11: Cash flow leverage EUROBODEN 2010 - 18E



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Liquidität von unter 1,0 x für 2015 erwartet

Liquidität und Schuldenprofil

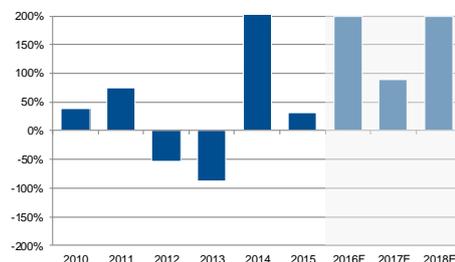
Bedingt durch den für 2016 prognostizierten nur leicht positiven operativen Cash Flow, wird die Liquidität, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cash Flow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, auf unter 1.0 x sinken (2014: 2,0 x; 2013: -0.9 x; 2012: -0,5 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 13 % in 2015 reduziert. Dies führte zu einer Verbesserung der Liquidität auf nunmehr positive Werte. Aufgrund der erwarteten stark schwankenden und mitunter niedrigen Liquidität wird EUROBODEN auch weiterhin auf externe Finanzierungen angewiesen sein. Insbesondere im Zusammenhang mit der Rückzahlung der Anleihe im Jahr 2018 sieht Scope ein Refinanzierungsrisiko für EUROBODEN, welches durch Verzögerungen bei einzelnen Projekten ausgelöst werden kann.

13,7 Mio. Euro an Verbindlichkeiten werden in den nächsten sieben Monaten fällig

Die Volatilität der Cash Flows und deren Sensitivität gegenüber Projektverzögerungen erhöhen nach Scopes Ansicht deutlich das Rückzahlungsrisiko von 13,7 Mio. Euro an Verbindlichkeiten, die in den nächsten sieben Monaten fällig werden. 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 5,2 Mio. Euro hierfür ausreichend sein sollten.

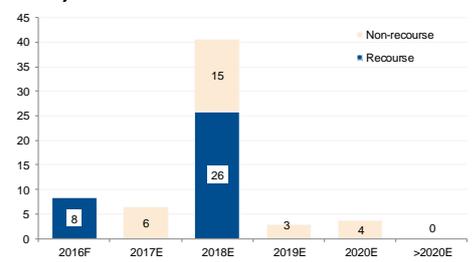
Scope geht davon aus, das EUROBODEN - unterstützt durch das Marktumfeld - operativ erfolgreich bleibt, die Projekte weitestgehend im Zeit- und Kostenrahmen umsetzt und zu den erwarteten Veräußerungspreisen verkauft. Somit sollte die Verlängerung bzw. Ausweitung von Kreditfazilitäten für einzelne Projekte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

Abbildung 12: Liquidität adj. (x)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Abbildung 13: Kreditauslaufprofil (Mio. Euro)



Quellen: EUROBODEN, Scope Ratings

Anleihe

Anleihe BB-

Aufgrund der nicht vorhandenen Besicherung der Anleihe ist das Kreditrisiko ebendieser eng mit dem Kreditrisiko und der Performance des Emittenten verknüpft. 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

Ausblick: Stabil

Der Ausblick für beide Ratings ist stabil. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin. Der stabile Ausblick beruht auf Scope's Annahme, dass die FFO fixed charge cover nachhaltig über 1,0 x verbleibt.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60 % steigen, (ii) die FFO Fixed Charge Cover nicht nachhaltig über 1.0 x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierungen abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings sofern es EUROBODEN gelingt, ein signifikantes Größenwachstum zu erzielen und den LTV nachhaltig unter einem Wert von 50 % zu halten.

APPENDIX

<p>EBITDA</p> <p>Cash flow measure</p> <p>Revenue</p> <ul style="list-style-type: none"> - Operating expenditures + Depreciation and amortisation + Expenses for long-term operating lease financing + Sustainable associates/investment income <p>= EBITDA</p>	<p>EBITDA is a financial measurement of the operating cash flow from operations that is widely used when assessing the performance of companies. It enables a comparison of profitability between different companies by eliminating the effects of financing (by ignoring interest and long-term operating rent payments) and political jurisdictions (by ignoring tax). EBITDA also excludes the noncash items depreciation and amortisation of assets. Scope will only exclude operating rent payments from the measure if not material. EBITDA also includes sustainable core income from investments and associates.</p>
<p>Scope adjusted funds from operations (FFO)</p> <p>Cash flow measure</p> <p>EBITDA</p> <ul style="list-style-type: none"> - Net interest paid - Tax paid + Associate dividends received ± Other non-operating charges before FFO <p>= Scope adjusted funds from operations (FFO)</p>	<p>Scope adjusted funds from operations (FFO) represent operating cash flows before changes in working capital and after dividends received, interest paid and long-term operating lease charges and other non-recurring income or expenses.</p>
<p>Scope adjusted debt (SaD)</p> <p>Debt measure</p> <p>Reported financial debt</p> <ul style="list-style-type: none"> + Off-balance sheet debt, such as operating leases, unfunded pensions, guarantees, provisions, if applicable - unrestricted cash and equivalents <p>= Scope adjusted debt (SaD)</p>	<p>Scope adjusted debt (SaD) is a key determinant for many credit metrics. Based on the disclosure given in a company's annual report (reported financial debt), which typically consists of bank loans, financial leases and capital markets debt such as bonds, Scope applies certain adjustments. The main adjustment items relate to off-balance sheet items such as a company's unfunded pension obligations, operating lease obligations and guarantees given. The measure deducts equity credit resulting from hybrid debt securities that are qualified as equity-like. Long-term operating lease charges are capitalised as a multiple of the rents. This multiple is typically 'eight' but may vary depending on the specific industry the entity operates in and the location of the leased assets. For specific industries such as utilities provisions are included, if material, for example for decommissioning of power plants.</p>
<p>EBITDA margin letting (%)</p> <p>Operating profitability measure</p> $\frac{\text{EBITDA} + \text{expenses related to sale of properties} + \text{revenues from service charge}}{\text{Total revenue} - \text{revenues from service charge} - \text{revenues from sale of properties}}$	<p>The EBITDA margin letting illustrates an issuer's profitability, setting aside the group's financing structure, tax situation and operational results from the disposal of properties. It is typically applied to commercial real estate corporates with a focus on letting.</p> <p>It is equal to earnings before interest, tax, depreciation, amortisation and rent charges (EBITDA), divided by total revenue.</p>
<p>FFO fixed-charge (x)</p> <p>Debt protection measure</p> $\frac{\text{FFO} + \text{interest paid} + \text{preferred dividends} + \text{annual pension payments}}{\text{Interest paid} + \text{preferred dividends} + \text{operating rent charge} + \text{annual pension payments}}$	<p>This ratio indicates an issuer's ability to pay its fixed financing expenses.</p> <p>This compares the operational cash generating ability of an issuer with its debt service obligations. The ratio is influenced by the relative levels of interest rates in different jurisdictions and the funding mix, including the use of zero-coupon debt.</p>



FFO/SaD (%)

Debt protection measure

FFO + interest paid + preferred dividends

SaD

This ratio is a measure of an entity's cash flow generation compared with its debt burden.

SaD/EBITDA (x)

Debt protection measure

SaD

EBITDA

This ratio compares an issuer's debt payment obligations with its ordinary, unleveraged, untaxed cash flow generation before operating rent payments (EBITDA).

Liquidity (%)

Liquidity measure

Operating cash flow_{t+1} + unrestricted cash and marketable securities_t + unused committed bank facilities_t + committed unused factoring lines_{t+1} + committed proceeds from asset sales_{t+1}

Short-term debt_t

This ratio indicates the company's ability to pay its short-term debt from its operating cash flow, unrestricted cash and marketable security position, unused committed bank facilities, unused committed factoring lines, and proceeds from committed asset sale.



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, Dr. Sven Janssen.

Das Rating wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Werner Stäblein, Committee Chair.

Rating Historie - EUROBODEN GmbH

(Date | Rating action | Rating)

27 Mai 2016 | Affirmation | B | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | B | Stable

Rating Historie – 15 Mio. Euro Unternehmensanleihe (2013/18) der EUROBODEN GmbH

(Date | Rating action | Rating)

27 Mai 2016 | Affirmation | BB- | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | BB- | 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/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
- 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 bewertungsrelevant geändert.



Methodik

Die für das Rating gültigen Methodiken (Corporate Rating Methodology, Rating Methodology - European Real Estate Corporates) sind 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