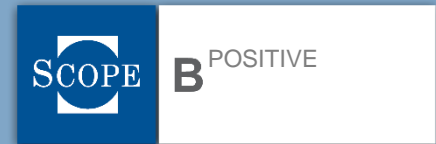


EUROBODEN GmbH Germany, Real Estate



Unternehmensprofil

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.

Analyst

Philipp Wass
+49 30 27891 253
p.wass@scoperatings.com

Team Leader

Olaf Tölke
+49 30 27891 261
o.toelke@scoperatings.com

Related Research // Methodology

[Corporate Rating Methodology](#)
[Rating Methodology: European Real Estate Corporates](#)

Scope Ratings AG

Headquarters

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Bloomberg: SCOP

Ratings

Issuer rating	B/Positive
Unsecured bond ratings (ISIN/WKN)	
DE000A2GSL68/A2GSL6	(P)BB-/Positive
DE000A1RE8B0/A1RE8B	BB-/Positive

Rating Rationale

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

Das B Rating des Emittenten (Issuer Rating) - 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 Issuer 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 weiterhin ein Schlüsselpersonenrisiko in Bezug auf den Unternehmensgründer und -inhaber. Allerdings hat EUROBODEN Maßnahmen ergriffen, wie die Ernennung eines zweiten Geschäftsführers und die Erweiterung der zweiten Managementebene, um die operative Abhängigkeit vom Unternehmensinhaber zu reduzieren.

Die BB- Anleiheratings reflektieren Scopes Einschätzung der über dem Marktdurchschnitt liegenden Recovery, bedingt durch die durch den Emittenten nachgewiesenen stillen Reserven und des hochliquiden Projektentwicklungsportfolios.

Outlook

Der Ausblick für beide Ratings ist positiv. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin. Der positive Ausblick beruht auf Scope's Annahme, dass die EBITDA-Zinsdeckung nachhaltig über 1 x verbleibt, das Unternehmen eine projektbezogene Profitabilität mit einer EBITDA-Marge zwischen 15 % bis 20 % ausweist und die Projektpipeline von 450 Mio. Euro in den nächsten Jahren erfolgreich realisiert wird. Weiterhin unterstützt wird der Ausblick von einer hohen Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der zum Juli 2018 fälligen Anleihe in Höhe von EUR 15 Mio. (2013/18 ISIN / WKN: DE000A1RE8B0 / A1RE8B).

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60 % steigen, (ii) die EBITDA-Zinsdeckung nicht nachhaltig über 1 x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierung abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings, sofern es EUROBODEN gelingt, den LTV nachhaltig unter einem Wert von 50 % zu halten und die Anleihe in 2018 zu refinanzieren.

Rating drivers

Positive	Negative
<p>Angebotsknappheit in EUROBODENs Kernmärkten München und Berlin führt zu stabiler Nachfrage für die absehbare Zukunft.</p>	<p>Elastischer Nachfrage und potentieller Margenverschlechterung ausgesetzt, da Nischenplayer im Bereich des gehobenen Wohnbaus.</p>
<p>Stabile wirtschaftliche Rahmenbedingungen mit weiterem Wachstumspotential unterstützen EUROBODENs Geschäftsmodell.</p>	<p>Konzentrierte Entwicklungspipeline mit einer begrenzten geografischen Diversifikation, fokussiert auf München und Berlin.</p>
<p>Hochliquides Projektentwicklungsportfolio.</p>	<p>Hohe Zyklizität des Geschäftsmodell, da beinahe alle Einnahmequellen direkt mit dem Entwicklungsgeschäft des Unternehmens verbunden sind.</p>
<p>Vergleichsweise hohe Profitabilität mit einer durchschnittlichen EBITDA Marge von 20 % über die letzten 10 Projekte.</p>	<p>Schlüsselpersonenrisiko mit Bezug auf den Unternehmensinhaber und Gründer Stefan Höglmaier</p>
<p>Sehr gutes Branchen-Knowhow sowie Positionierung durch etablierte Marke ermöglichen „off-market“ Deals.</p>	<p>Weiterhin ein hohes Refinanzierungsrisiko da 76 Mio. Euro (74% der Gesamtverbindlichkeiten) in den nächsten 24 Monaten fällig werden. Partiiell ist dieses Risiko über verfügbare Kreditlinien in Höhe von 14 Mio. Euro (30.09.2017) abgedeckt.</p>
<p>Loan/value-Verhältnis (LTV) von unter 50% (Stand: 31.03.2017) verschafft dem Unternehmen Spielraum um Baukosten extern finanzieren zu können.</p>	

Rating-change drivers

Positive	Negative
<p>Refinanzierung der unbesicherten Unternehmensfinanzierung in 2018 bei Beibehaltung eines LTV von unter 50%.</p>	<p>Anstieg des LTV auf über 60 %</p>
	<p>EBITDA interest cover nicht nachhaltig über 1,0 x</p>
	<p>Erschwerter Zugang zu Bankenfinanzierungen</p>

Financial overview

Scope credit ratios	Scope Schätzungen				
	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
EBITDA/interest cover (x)	2,1x	2,5x	2,4x	2,7x	6,3x
SaD/EBITDA	13,4x	11,9x	16,0x	10,1x	3,5x
FFO/SaD	4%	3%	1%	4%	15%
FOCF/SaD	negativer FOCF		negativer FOCF		11%

Scope adjustiertes EBITDA in Mio. Euro	Scope Schätzungen				
	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
EBITDA	2,6	5,3	5,6	9,2	25,0
Zahlungen operatives Leasing	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
(-) Veräußerungsgew. Sachanlagen inkl. in EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope adjustiertes EBITDA (EBITDA)	2,8	5,6	5,8	9,5	25,3

Scope funds from operations in Mio. Euro	Scope Schätzungen				
	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
Scope-adjusted EBITDA	2,8	5,6	5,8	9,5	25,3
(-) Nettozinszahlungen	-1,3	-2,2	-2,4	-3,4	-4,0
(-) Steuerzahlungen	-0,2	-0,4	-0,6	-2,6	-8,0
(-) Zinsen Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Zinsen operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Bezogene Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Kapitalisierte Zinsen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderungen der Rückstellungen	0,0	-1,0	-1,8	0,0	0,0
Scope funds from operations (FFO)	1,3	2,0	1,0	3,4	13,2

Scope adjustierte Nettoverschuldung in Mio. Euro	Scope Schätzungen				
	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
Bruttofinanzverbindlichkeiten	37,6	66,2	94,8	99,6	91,8
(-) Barmittel & Wertpapiere	-0,7	-1,3	-3,0	-5,0	-5,0
(+) Verfügungsbeschränkte Barmittel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Operatives Leasing	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
(+) Rückstellung für Stilllegung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope adjustierte Nettoverschuldung (SaD)	37,9	65,9	92,8	95,6	87,9

Geschäftsrisikoprofil

Industrie

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	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

Industrieausblick: Stabil

Die europäischen Immobilienpreise steigen 2017 weiter an trotz des instabilen wirtschaftlichen Umfelds verursacht durch: i) steigende Zinssätze in den USA und ihre Auswirkungen auf die europäischen Märkte; ii) einen Aufschwung in der populistischen Politik weltweit und ihre potenziellen negativen Auswirkungen auf den Handel und das Wachstum; iii) den Brexit; und iv) die anhaltende Bedrohung durch den Terrorismus.

Scope erwartet, dass die Immobilienpreise weiter ansteigen sollten. Der Preisanstieg sollte durch eine steigende Mieternachfrage und die weitere Erholung der europäischen Volkswirtschaften gestützt werden. Eine weitere starke Kompression der Immobilienrenditen in den Kernmärkten Europas erachtet Scope hingegen als unwahrscheinlich, da die lockere Geldpolitik der EZB und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Immobilienrenditen für einige Märkte das Ende der Fahnenstange erreicht haben dürften. Tatsächlich besteht die Gefahr, dass die Kernmärkte Europas mittlerweile überteuert sein dürften.

Da die Renditekurven vorläufig flach bleiben dürften und Liquidität die Märkte überschwemmt – belegt z. B. durch das + 21% YoY-Wachstum des "Dry Powders" (Prequin: Juni 2016), das für Investitionen in europäische Immobilien zur Verfügung steht – sollte die Renditejagd und die die starke Attraktivität von Immobilien als Anlageklasse das weitere Preiswachstum befeuern.

Diejenigen Unternehmen, die in der Lage sind, sich diese Liquiditätsflut zu erschließen, werden die Mittel entweder verwenden um: i) das Geschäftsrisikoprofil zu verbessern, z. B. über M&A Aktivitäten oder aggressives Wachstum mit Größengewinnen, die höhere Skaleneffekten und/oder eine bessere Diversifikation ermöglichen; oder ii) das Finanzrisikoprofil zu stärken, wobei insbesondere die Zinsdeckung und der Verschuldungsgrad von niedrigen Finanzierungskosten und dem weiteren Anstieg der Immobilienpreise profitieren dürften. Mit Unternehmen, die den zusätzlichen finanziellen Spielraum nutzen um sich zu entschulden, erwartet Scope einen positiven Einfluss auf eine Reihe von Ratings.

Für jene Unternehmen, die nicht in Lage sind, die vorteiligen Marktkonditionen zu nutzen, ist der mittel- und langfristige Kreditausblick von Scope angesichts der gesteigerten Sensibilität des europäischen Immobilienmarktes gegenüber Veränderungen im politischen, wirtschaftlichen und zinsbezogenen Umfeld stärker negativ.

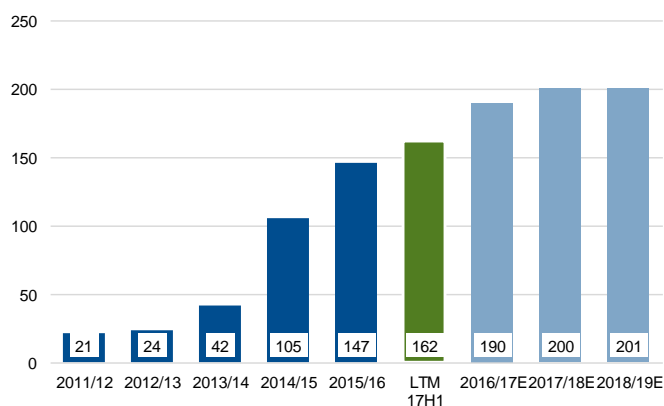
Positionierung im Wettbewerb

Mit einem Bilanzvolumen von 84 Mio. Euro (162 Mio. Euro inkl. von Scope adjustierter stiller Reserven in Höhe von 78 Mio. Euro) und Funds from Operations (FFO) von 4 Mio. Euro für das Jahr bis zum 31. März 2017 (Abbildung 2 und 3) ist EUROBODEN ein vergleichsweise kleines, jedoch stark wachsendes Unternehmen im fragmentierten deutschen Markt für die Entwicklung von Immobilienprojekten. Scope geht davon aus, dass das Unternehmen in den nächsten zwei Jahren weiterhin ein starkes Wachstum aufweisen wird. Dies begründet sich insbesondere durch die zum August 2017 auf 450 Mio. Euro gewachsene Projektpipeline (+49 % im Vergleich zum September 2015). Die Wettbewerbspositionierung sollte sich weiter verbessern, sofern es Euroboden gelingt, seine Großprojekte in München erfolgreich zu realisieren und eine weitere geografische Diversifikation zu erreichen. Trotz der zunehmenden Fokussierung auf größere Projekte sowie die Erschließung weiterer Standorte, erwartet Scope, dass sich EUROBODEN weiterhin auf den Nischenmarkt der Projektentwicklung im Segment des gehobenen Wohnbaus konzentriert.

Die geringe Größe und die Marktpositionierung beinhalten eine größere Sensibilität für unvorhergesehene Schocks, eine größere Volatilität der Cashflows sowie ein größeres Schlüsselpersonenrisiko.

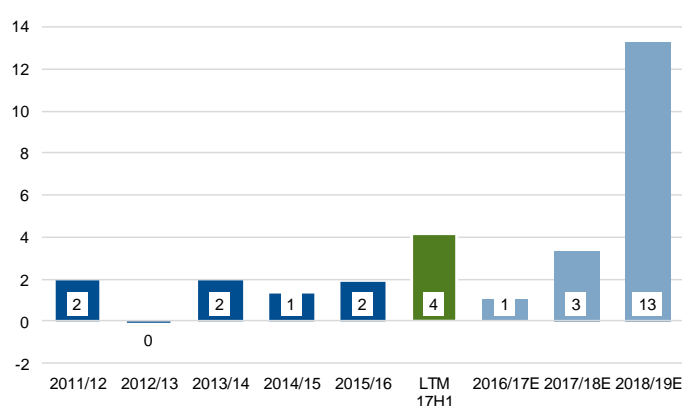
Kleines Unternehmen im stark fragmentierten Immobilienprojektentwicklermarkt

Abbildung 2: Aktiva¹ (Mio. Euro) 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Abbildung 3: FFO (Mio. Euro) 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

¹ Inkl. stiller Reserven

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 Marktberreinigung aus.

Segment des gehobenen Wohnbaus durch elastische Nachfrage charakterisiert

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.

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).

Begrenzte geografische Diversifikation mit einem Fokus auf München, Berlin und Kitzbühel

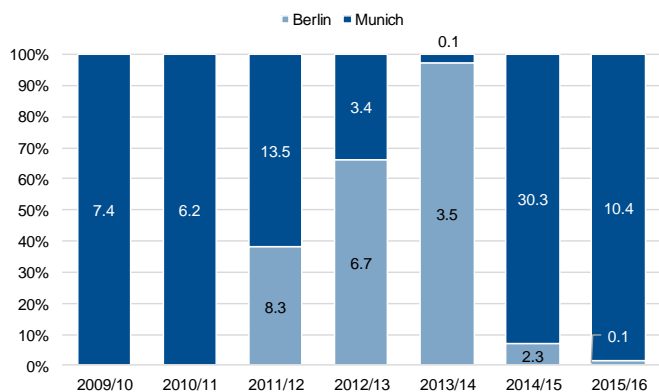
Diversifikation

Die geografische Verteilung der Umsatzerlöse 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. Durch den Zukauf einer Skihütte mit einem 60-Betten-Hotel ("Resterhöhe" in Kitzbühel, Österreich) im November 2016, hat sich die geografische Diversifizierung geringfügig verbessert, da sich diese Region durch ein anderes Nachfragemuster als das von Berlin und München auszeichnet.

Hohe Zyklizität des Geschäftsmodells

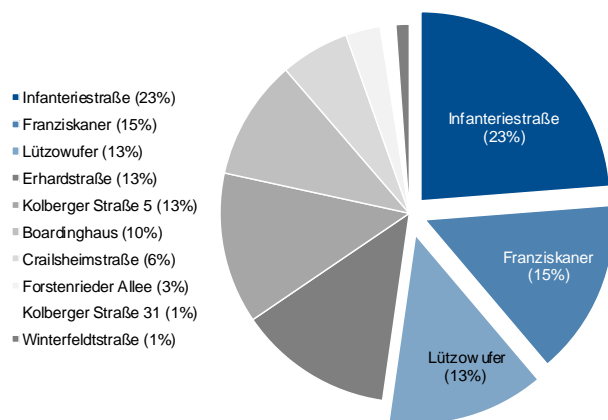
EUROBODEN ist stark den charakteristischen Zyklen des Immobilienmarktes ausgesetzt, da ein Großteil der Umsätze (2015/16: 84 %; 2014/15: 96 %; 2013/14: 72 %) direkt durch die Immobilienprojektentwicklung generiert wird. Andere Umsatzquellen wie Mieteinnahmen als auch Umlagen/Gebühren tragen nur zu einem geringen Teil zum Umsatz bei. Wobei auch letztere direkt mit der Immobilienprojektentwicklung verknüpft sind. Scope bewertet dies als einschränkenden Faktor für das Rating. Ab 2016/17 werden andere Umsatzquellen, insbesondere aus dem Hotelbetrieb und der Vermietung, einen stabileren Umsatzanteil von bis zu 1 Mio. Euro p.a. beisteuern und somit die Volatilität des Projektentwicklungsgeschäfts teilweise verringern.

Abbildung 4: Geografische Verteilung Umsatzerlöse 2011/12 - 2015/16 (Mio. Euro)



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Abbildung 5: Geografische Verteilung der Projektpipeline²



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Konzentrierte Entwicklungspipeline mit nur 11 Projekten

EUROBODEN weist eine hohe Konzentration seiner Projektentwicklungspipeline auf, in der das Größte der derzeit elf Immobilienprojekte, 23 % des erwarteten Gesamtumsatzes der nächsten vier Jahre und die Top 3 Projekte 51 % der erwarteten Investitionsvolumina darstellen (Abbildung 5). 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.

Scope geht jedoch davon aus, dass sowohl die Nachfrage als auch die Preise für Immobilien in EUROBODENs Kernmärkten München und Berlin weiterhin, wenn auch in einem langsameren Tempo und trotz deutlicher Preisanstiege von durchschnittlich 75 % seit 2011, steigen werden ([Deutscher Wohnimmobilienmarkt: Ende des Booms - aber kein Crash](#)). 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. Positiv beurteilt Scope die von EUROBODEN eingeführten verbindliche Vorverkaufsquote (30 %) für die drittgrößte Projektentwicklung in München – Erhardstraße (13% der erwarteten Investitionsvolumina) und die Rechnungsstellung in Einklang mit der Makler- und Bauträgerverordnung. Beides reduziert das Risiko einer zu hohen Betriebskapitalallokation für dieses Projekt, was zu einer angespannten Liquiditätslage führen könnte.

Zusätzlich befindet sich die Projektentwicklungspipeline der Gesellschaft 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 die möglichen Preisabschläge in einer finanziellen Notlage der Unternehmung reduziert.

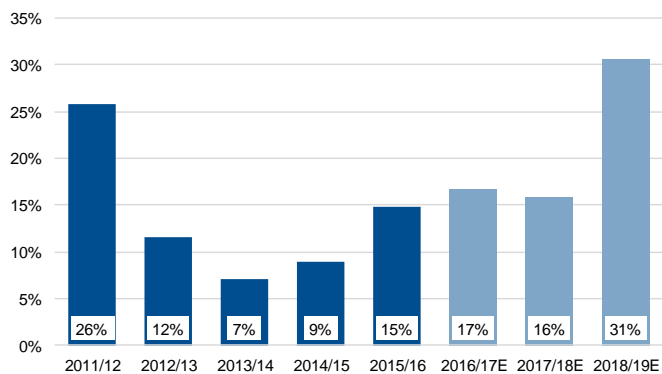
Profitabilität

EUROBODENs Profitabilität gemessen an der EBITDA-Marge stieg im Geschäftsjahr 2015/16 auf 15 % von 9 % in 2014/15. Scope ist der Meinung, dass die Marge bei über 10 % verbleiben sollte, begünstigt durch i) eine bereinigte EBITDA-Marge von 20 %, welche für die letzten zehn Projekte erzielt wurde, als auch durch ii) die qualitativ hochwertige Projektentwicklungspipeline. Mit einer projektbezogenen EBITDA-Marge von 20 % ist die Profitabilität von EUROBODEN über der vergleichbarer Unternehmen (Abbildung 7).

Hohe Profitabilität, die künftig weiter steigen sollte

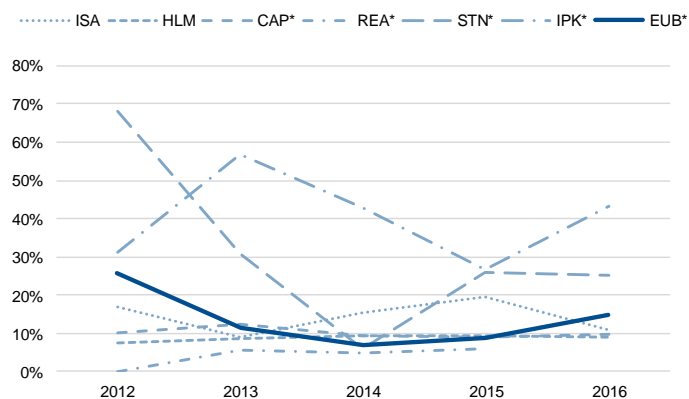
² Investitionsvolumen

Abbildung 6: EBITDA Marge (%) 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Abbildung 7: EBITDA Marge Vergleichsunternehmen 2015/16³



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

EBITDA Zinsdeckung bei 3,4 x (März 2017) weiterhin bei über 1,0 x erwartet

Finanzrisikoprofil

Debt protection und Cash Flows

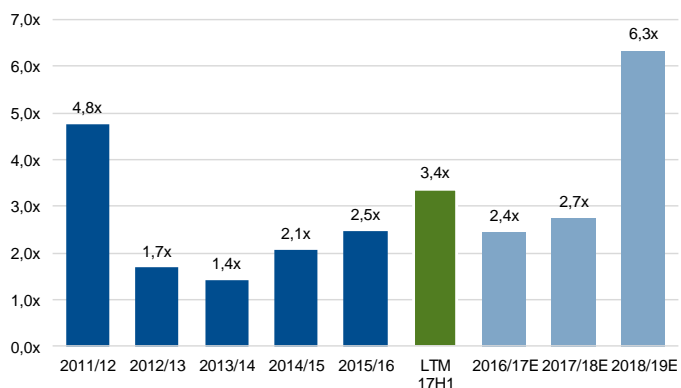
Die EBITDA-Zinsdeckung von EUROBODEN betrug in den 12 Monaten bis zum 31. März 2017 3,4 x. Scope geht davon aus, dass die Zinsdeckung auch weiterhin bei über 1 x verbleibt (Abbildung 8). Allerdings kann die Zinsdeckung in Abhängigkeit der Projektfertigstellungen schwanken, so dass EUROBODEN im Falle von Projektverzögerungen von externen Finanzierungen abhängig sein kann, um Zinszahlungen zu decken. Scope glaubt jedoch, dass externe Finanzierungen zur Verfügung stehen, da (i) alle gebundenen nicht gezogenen Kreditlinien ohne Einschränkungen gezogen werden können und (ii) stille Reserven einen weiteren Anstieg bestehender Kreditlinien ermöglichen sollten.

Die Cashflows des Unternehmens unterliegen starken Schwankungen und sind gekennzeichnet durch negative Free Operating Cash Flow (FOCF), verursacht durch den Ausbau der Projektentwicklungspipeline in den letzten vier Jahren (Abbildung 9). Scope geht davon aus, dass die FOCF aufgrund i) des erwarteten weiteren Wachstums und ii) des Geschäftsmodells von EUROBODEN als Immobilienentwickler, weiterhin negativ sein werden. 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.

³ ISA = ISARIA Wohnbau AG (Projektentwickler) | HLM = Helma Eigenheimbau AG (Projektentwickler) | CAP = Capelli S.A. (Projektentwickler) | IPK = IPSAK (Projektentwickler + Vermietung) | REA = Réalités (Projektentwickler) | STN = Stern Immobilien AG (Projektentwickler).

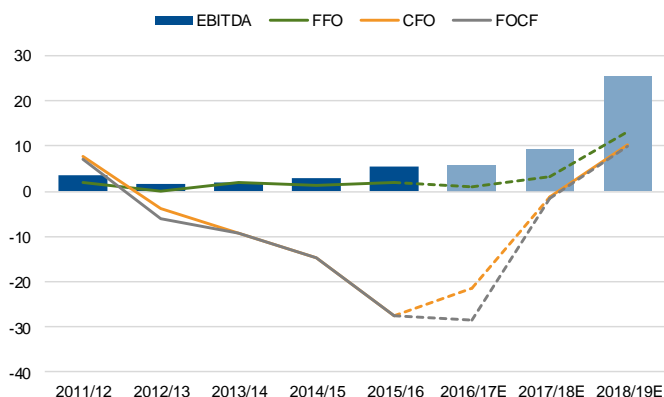
* von Scope gerated

Abbildung 8: EBITDA interest cover (x) 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Abbildung 9: Cash Flows 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

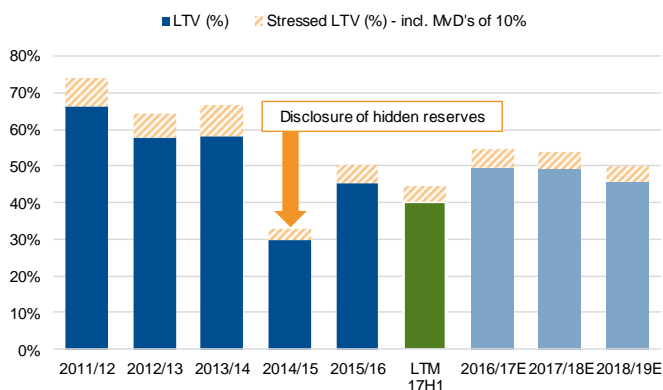
LTV bei 40 % zum 31. März 2017, trotz erwartetem Anstieg der Verschuldung LTV weiterhin bei unter 50 % erwartet

Verschuldung

Infolge des Anstiegs des Scope adjusted debt (SaD) um 34 Mio. Euro auf 65 Mio. Euro zum 31.03.2017 erhöhte sich auch das loan/value-Verhältnis (LTV) des Unternehmens auf 40 % (inkl. von Scope adjustierter stiller Reserven von 78 Mio. Euro). Scope erwartet einen weiteren Anstieg des SaD von 30 Mio. Euro bis 40 Mio. Euro in den nächsten 12 Monaten um laufende oder neue Projekte zu finanzieren. Scope geht davon aus, dass der LTV in den nächsten Jahren unter 50 % verbleiben wird und somit weiterhin adäquat für einen Entwickler dieser Größe ist. Nach Scopes Auffassung hat EUROBODEN somit genug finanziellen Spielraum, die Verschuldung zu erhöhen, um zum Beispiel Baukosten zu finanzieren. Infolge dessen geht Scope jedoch auch davon aus, dass das Unternehmen nicht in der Lage sein wird, den LTV signifikant zu reduzieren. Auch ein schwächeres Marktumfeld mit Marktwertrückgängen von 10 % (Abbildung 10), was eine Standardabweichung des deutschen Hauspreisindex widerspiegelt, dürfte die Sichtweise von Scope auf die Verschuldung des Unternehmens nicht verändern.

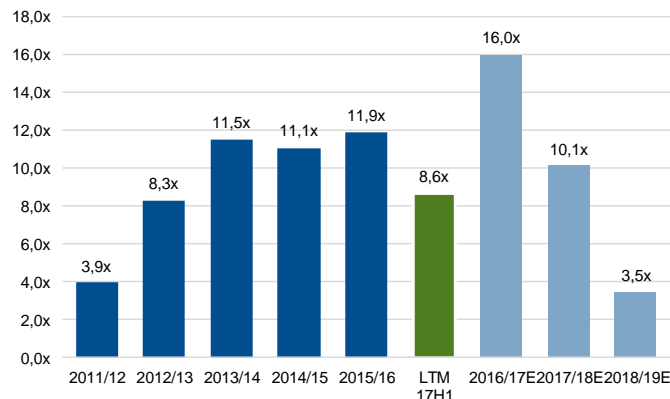
Mit einem von Schwankungen gekennzeichneten SaD / EBITDA (x) von 9 x (März 2017) weist das Unternehmen einen Verschuldungsgrad auf, der einem B-Finanzrisikoprofil entspricht. Die Volatilität des Verschuldungsgrad wird nach Scopes Einschätzung weiterhin Bestand haben. Allerdings beurteilt Scope die Volatilität von SaD / EBITDA als typisch für einen Entwickler, bei dem Projekte nicht in jährlichen Tranchen finanziert und betrachtet werden, sondern für bzw. über den gesamten Projektentwicklungszeitraum.

Abbildung 10: LTV (%) 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

Abbildung 11: SaD/EBITDA 2011/12 - 2018/19E



Quellen: EUROBODEN und Scope Ratings

**Volatile Liquidität typisch für
kleine Immobilienprojekt-
entwickler**

Liquidität und Schuldenprofil

Die Liquidität von EUROBODEN, dargestellt als das Verhältnis von operativen Cashflow zzgl. Kreditlinien und Bankmittel zu den kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten des Unternehmens, wird in den nächsten zwei Jahren bei unter 100 % erwartet.

Scope geht somit davon aus, dass die in den nächsten 24 Monaten fälligen Verbindlichkeiten in Höhe von 76 Mio. Euro, nicht vollständig aus dem operativen Cashflow und/oder dem verfügbaren Barmitteln rückzahlbar sind. Im Einzelnen: Im Geschäftsjahr 2017/18 werden 45 Mio. Euro Verbindlichkeiten fällig. Dem gegenüber stehen jeweils zum Geschäftsjahresende 2016/17 verfügbare Barmittel in Höhe von 10 Mio. Euro und verfügbare Kreditlinien in Höhe von 14 Mio. Euro. EUROBODEN wird demnach auf externe Finanzierung angewiesen sein, um die Refinanzierung sicherzustellen. Das Rating basiert auf der Annahme, dass die fälligen Verbindlichkeiten durch verfügbare Kreditlinien und Veräußerungserlöse zurückgezahlt werden können bzw. Kreditlaufzeiten verlängert werden, sofern EUROBODEN - unterstützt durch das Marktumfeld - weiterhin operativ erfolgreich agiert und Vorverkaufsquoten von über 50 % aufweist. Scopes Annahme wird durch die bereits erfolgte Refinanzierung von fast 100 % der in 2016/17 fälligen Verbindlichkeiten in Höhe von 12 Mio. Euro sowie eine zum 2. Oktober 2017 erhaltene Kreditzusage zur Refinanzierung einer in 2017/18 fälligen Verbindlichkeit von 20 Mio. Euro einschließlich zusätzlicher Kreditlinien in Höhe von 25 Mio. Euro gestützt.

Die Refinanzierung der Unternehmensanleihe (2013/18 | 12 Mio. Euro zum 31.08.2017) ist somit wahrscheinlich und nur teilweise abhängig von der erfolgreichen Platzierung der im November 2017 zu begebenden neuen Anleihe. Sofern die Refinanzierung der (2013/18) Anleihe erfolgreich umgesetzt wird, kann das Unternehmen wahrscheinlich von einer besseren Liquiditätsposition profitieren.

Ergänzende Ratingtreiber

Finanzpolitik

Positiv bewertet wird EUROBODENs potentiellen Finanzierungspool von über 40 Banken um den Finanzierungsbedarf des Unternehmens zu decken und seine Abhängigkeit von einer begrenzten Anzahl von Gegenparteien zu reduzieren.

Die risikoaverse Akquisitionsstrategie von EUROBODEN sollte aus Sicht von Scope ebenso dazu beitragen, ausreichenden Finanzierungsspielraum für zusätzliche Finanzierungsbedürfnisse / Kreditlinien aufrechtzuerhalten.

Management und Corporate Governance

EUROBODEN profitiert von einer langfristigen Beziehung zu den meisten seiner externen Partner und einer 19-jährigen Erfahrung im Münchner Kernmarkt. Der effiziente Erwerbsprozess ermöglicht es, innerhalb eines Tages Kaufentscheidungen zu treffen. Gemeinsam mit der etablierten Marke (zumindest für München) ermöglicht es dies EUROBODEN, an Off-Market-Deals teilzunehmen und Bieterwettbewerbe zu vermeiden.

Ein Schlüsselpersonenrisiko besteht aufgrund des Beitrags des 100%-igen Eigentümers Stefan Höglmaier als CEO. Allerdings hat EUROBODEN Maßnahmen ergriffen, wie die Ernennung eines zweiten Geschäftsführers und die Erweiterung der zweiten Managementebene, um die operative Abhängigkeit vom Unternehmensinhaber zu reduzieren.

Ausblick

Der Ausblick für beide Ratings ist positiv. Er wird unterstützt durch die hochwertige Projektentwicklungspipeline von EUROBODEN in den boomenden Kernmärkten München und Berlin. Der positive Ausblick beruht auf Scope's Annahme, dass die

Erfahrener Marktteilnehmer

**Schlüsselpersonenrisiko in
Bezug auf den
Unternehmensinhaber**

Ausblick: Positiv



EBITDA-Zinsdeckung nachhaltig über 1 x verbleibt, das Unternehmen eine projektbezogene Profitabilität mit einer EBITDA-Marge zwischen 15 % bis 20 % ausweist und die Projektpipeline von 450 Mio. Euro in den nächsten Jahren erfolgreich realisiert wird. Weiterhin unterstützt wird der Ausblick von einer hohen Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der zum Juli 2018 fälligen Anleihe in Höhe von EUR 15 Mio. (2013/18 ISIN / WKN: DE000A1RE8B0 / A1RE8B).

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sollte (i) der LTV nachhaltig über 60 % steigen, (ii) die EBITDA-Zinsdeckung nicht nachhaltig über 1 x verbleiben oder (iii) sich der Zugang des Unternehmens zu Bankenfinanzierung abschwächen.

Scope erwägt eine positive Anpassung des Ratings, sofern es EUROBODEN gelingt, den LTV nachhaltig unter einem Wert von 50 % zu halten und die Anleihe in 2018 zu refinanzieren.

Regulatory disclosures

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: Werner Stäblein, Committee Chair.

Rating Historie - EUROBODEN GmbH

06 Oktober 2017 | Affirmation | B | Positive

29 Mai 2017 | Affirmation | B | Stable

27 Mai 2016 | Affirmation | B | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | B | Stable

Rating Historie – 15 Mio. Euro Unternehmensanleihe (2013/2018) ISIN: DE000A1RE8B0

06 Oktober 2017 | Affirmation | BB- | Positive

29 Mai 2017 | Affirmation | BB- | Stable

27 Mai 2016 | Affirmation | BB- | Stable

28 Mai 2015 | Initial Rating | BB- | Stable

Rating Historie – 25 Mio. Euro Unternehmensanleihe (2013/2018) ISIN: DE000A2GSL68

06 Oktober 2017 | Preliminary Rating | (P)BB- | Positive

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. Die Emittentin hat am Ratingprozess mitgewirkt.

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

Methodik

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

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 bewertungsrelevant geändert.

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