

Scope bewertet FCR Immobilien AG mit B+, Ausblick Stabil

Das Emittentenrating wird hauptsächlich durch die Abhängigkeit des Unternehmens von seinem Handelsgeschäft zur ausreichenden Abdeckung der operativen und finanziellen Aufwendungen bestimmt.

Rating action

Scope Ratings bewertet die FCR Immobilien AG (FCR) mit B+. Die von FCR begebenen vier Anleihen (ISINS: (i) DE000A12TW80; (ii) DE000A1YC5F0; (iii) DE000A2BPUC4; (iv) DE000A2G9G64) werden mit BB- bewertet. Der Ausblick ist Stabil.

Rating Rational

Positive Ratingtreiber beinhalten unter anderem die moderate Verschuldung des Unternehmens mit einem Loan-to-Value (LTV) von rund 50% sowie das geografisch gut diversifizierte Immobilienportfolio in Regionen, mit einer erwarteten stabilen Mieternachfrage, welches zu vorhersehbaren, wiederkehrenden Einnahmen führt.

Einschränkend für das Rating wirken sich die geringe Unternehmensgröße und die damit verbundenen nur marginalen Skaleneffekte sowie FCRs Abhängigkeit vom Immobilienhandel zur ausreichenden Abdeckung der betrieblichen und finanziellen Aufwendungen aus. Ebenso einschränkend wirkt sich die unterdurchschnittliche Qualität des gemäß Geschäftsmodells zu entwickelnden Immobilienportfolios, welche zu erheblichen Preisabschlägen in einem Distressed-Sales-Szenario führen könnte, auf das Rating aus.

Die Anleihen profitieren von Buchgrundschulden auf denen als Sicherheit dienenden Grundstücken welche der Höhe nach mindestens einem Betrag in Höhe der Summe der vom Anleihegläubiger tatsächlich geleisteten Einlage zuzüglich den darauf für die restliche Laufzeit zu zahlenden Zinsen umfasst. Scope bewertet diese Sicherheit, als positives Element für das Rating der besicherten Unternehmensanleihen.

Scopes Ratingszenario geht von Folgendem aus:

- Flächenbereinigtes Mietwachstum von 1,6% in 2018 und 2019
- Portfolioverkäufe im Rahmen der Unternehmenserwartungen in Höhe von 42 Mio. Euro in 2018 und 60 Mio. Euro in 2019
- Anstieg der operativen Aufwendungen um jährlich 2%
- Investitionen von 70 Mio. Euro im Jahr 2018 und 150 Mio. Euro im Jahr 2019
- Portfolioankäufe in 2019 mit einer Nettoanfangsrendite von 50bp unter der im Jahr 2018
- Börsengang 2018 mit einem Nettoerlös in Höhe von 15 Mio. Euro
- Dividendenausschüttung in Höhe von 30% des HGB-Ergebnisses in 2018 und 2019

Ratingtreiber

Positive Ratingtreiber

- Geographisch über Deutschland diversifiziertes Immobilienportfolio
- Immobilienportfolio überwiegend in illiquiden D-Lagen, allerdings mit einer weitgehend robusten Mieternachfrage, die zu stabilen Cashflows führt.
- Reduzierung operationeller Risiken im Zusammenhang mit Objektankäufen, insbesondere durch FCRs bestehende Beziehungen zu großen Lebensmitteleinzelhändlern in Deutschland.

- Gute Kreditqualität der Mieter und moderate Diversifizierung der Einzelhandelsbranchen auf vornehmlich nichtzyklische Segmente
- Adäquater Vermietungsstand von 87% zum März 2018.
- Moderate Verschuldung mit einem Loan-to-Value (LTV) von um die 50%, welcher aufgrund des angestrebten Wachstums jedoch ansteigen dürfte.
- Gute Beziehungen zu lokalen Banken (Sparkassen und Volksbanken) und vergleichsweise niedrige Senior-LTVs von unter 40% unterstützen die Verfügbarkeit besicherter Bankfinanzierungen bei schwächer werdenden Märkten.

Negative Ratingtreiber

- Kleines Unternehmen mit beschränktem Zugang zu den Kapitalmärkten, welches plant circa 500 Mio. Euro bis 2020 in die Erweiterung des Immobilienportfolios zu investieren, um die Visibilität für Mieter und Investoren zu erhöhen.
- Konzentriertes Mieterportfolio, in dem die drei größten Mieter 32% der Nettomieteinnahmen repräsentieren.
- Portfolio mit einem hohen wirtschaftlichen Alter von etwa 30 Jahren, das zu einer relativ niedrigen Attraktivität für Mieter und einem hohen Investitionsbedarf führt sowie einer vergleichsweise eher kurzen gewichteten durchschnittlichen Mietdauer von 3,6 Jahren ausgesetzt ist.
- Volatile und vergleichsweise niedrige EBITDA-Marge aufgrund der Geschäftsmodells immanenten hohen betrieblichen Aufwendungen und begrenzter Skaleneffekte.
- Voraussichtlich negative freie operative Cashflows im Prognosezeitraum bis 2019 als Folge des geplanten aggressiven Wachstums, welches zu einer höheren Abhängigkeit von externen Finanzierungen führt.
- Volatile EBITDA Zinsdeckung, welche stark von Objektverkäufen abhängt mit einer auf wiederkehrende Einnahmen basierender EBITDA Zinsdeckung von etwa 1x.
- Schlüsselpersonenrisiko durch den Beitrag des CEO und Mehrheitsaktionärs. Die gemäß dem Unternehmen stattfindende Benennung eines zweiten Vorstands im Q3 2018, sollte diese jedoch reduzieren.

Liquidität

Die Liquidität der FCR wird als adäquat bewertet, auch wenn die in den 12 Monaten bis zum Jahresende 2018 fällige Verbindlichkeiten in Höhe von 3,1 Mio. Euro nicht durch den freien operativen Cashflow gedeckt sind. Unter Herausnahme der diskretionären Erweiterungsinvestitionen sowie der Hereinnahme der getätigten Objektan- (Magdeburg, Brandis, Gera, Altena) und -verkäufe (Dresden, Twistringen, Wismar, Schwedt) ergibt sich jedoch eine Deckung der fälligen Verbindlichkeiten von 4x. Im Detail:

Position	YE 2017
• Verfügbare Barmittel	4,9 Mio. Euro
• Kreditlinien	0,0 Mio. Euro
• Freier operative Cashflow (t+1)	0,5 Mio. Euro
• Getätigte Objektan- und verkäufe	7,0 Mio. Euro
• Kurzfristige Verbindlichkeiten (t+1)	3,1 Mio. Euro

Mit ersten Fälligkeiten im Jahr 2019 (5,7 Mio. Euro in Anleihen; 2,1 Mio. Euro in Bankverbindlichkeiten plus 2,9 Mio. Euro planmäßiger Tilgungen) und einem Großteil der Verbindlichkeiten (87%), die erst ab 2021 fällig sind, profitiert FCR von einem gestreckten Fälligkeitsprofil, das genügend Zeit für die Refinanzierung der Verbindlichkeiten auf Ebene der Immobiliengesellschaften lässt. Die Wachstumsambitionen von FCR werden jedoch voraussichtlich zu negativen freien operativen Cashflows im Prognosezeitraum bis 2019 führen und dementsprechend zu einer erhöhten Abhängigkeit von externen Finanzierungen insbesondere auf Ebene der Holdinggesellschaft. Dies ist in erster Linie der Fall, da: i) die Bedienung der damit verbundenen Schulden ausschließlich von der Veräußerungsaktivität abhängt (im Gegensatz zu Schulden auf der Ebene der Zweckgesellschaften, die meist von einer direkten Verpfändung der Mieteinnahmen profitieren); und ii) das Unternehmen eine relativ niedrige unbelastete Vermögensquote von nur 14% aufweist, was einen begrenzten Spielraum für die Refinanzierung von nachrangigen und unbesicherten Verbindlichkeiten darstellt.

Besicherte Verbindlichkeiten

Per März 2018 hatte die FCR 33 Mio. Euro an besicherten Anleihen ausstehend. Alle Anleihen profitieren von einer Verpfändung der Renditeliegenschaften in einer Höhe, die dem ausstehenden Nominalwert der Anleihen und den bis zur Fälligkeit zu zahlenden Zinsen entspricht. Dies würde sich in einem Ausfallszenario positiv auf die Verwertungsquoten (Recovery) auswirken. Nach unserer Methodik und angemessenen Abschlägen auf die Vermögensbasis des Unternehmens (wie unten beschrieben) erwartet Scope eine "überdurchschnittliche Recovery", die ein Anleiherating von BB- rechtfertigt.

Die Recovery basiert auf einem hypothetischen Ausfallszenario im Geschäftsjahr 2019 mit einem Liquidationswert der Gesellschaft in Höhe von 150 Mio. Euro. Dieser Wert basiert auf einem 37%igen Abschlag auf das Vermögen der FCR, der einen Rückgang des Marktwertes um eine Standardabweichung des deutschen Immobilienpreisindex sowie Liquidationskosten von ca. 26% für Vermögenswerte und 10% für Insolvenzverfahren widerspiegelt. Demgegenüber steht eine gesicherte Finanzierung von voraussichtlich 204 Mio. Euro, davon 33 Mio. Euro in besicherten Anleihen.

Ausblick

Der Ausblick für das Rating ist stabil und beinhaltet i) den erwarteten Anstieg der Verschuldung auf eine LTV von über 70% in den nächsten zwei Jahren als Folge der aggressiven Wachstumspläne des Unternehmens und der daraus resultierenden negativen freien operativen Cashflows, ii) anhaltend volatile EBITDA Zinsdeckung von mindestens 1,7x, unterstützt durch eine erfolgreiche Veräußerungstätigkeit sowie iii) eine fortwährend ausreichende Liquidität.

Rating-change drivers

Ein negative Anpassung des Ratings wird erwogen, sofern die EBITDA Zinsdeckung nachhaltig unter 1,7x fällt oder sich der Zugang zu externen Finanzierungen verschlechtert.

Eine positive Ratinganpassung könnte gerechtfertigt sein, wenn die EBITDA Zinsdeckung nachhaltig über 1,7x, hauptsächlich gestützt durch das aus wiederkehrenden Einnahmen resultierende EBITDA und der LTV bei rund 50% verbleibt.

Stress testing

No stress testing was performed.

Cash flow analysis

No cash flow analysis was performed. Scope performed its standard cash flow forecasting for the company.

Methodology

The methodologies used for this rating and rating outlook (Corporate Rating Methodology; Rating Methodology: European Real Estate Corporates are available on www.scooperatings.com.

Historical default rates of Scope Ratings can be viewed in the rating performance report on <https://www.scooperatings.com/#governance-and-policies/regulatory-ESMA> Please also refer to the central platform (CEREP) of the European Securities and Markets Authority (ESMA): <http://cerrep.esma.europa.eu/cerrep-web/statistics/defaults.xhtml>. A comprehensive clarification of Scope's definition of default as well as definitions of rating notations can be found in Scope's public credit rating methodologies on www.scooperatings.com.

The rating outlook indicates the most likely direction of the rating if the rating were to change within the next 12 to 18 months.

Solicitation, key sources and quality of information

The rated entity and/or its agents participated in the rating process.

The following substantially material sources of information were used to prepare the credit rating: public domain, the rated entity, third parties and Scope internal sources.

Scope considers the quality of information available to Scope on the rated entity or instrument to be satisfactory. The information and data supporting Scope's ratings originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data.

Prior to the issuance of the rating or outlook action, the rated entity was given the opportunity to review the rating and/or outlook and the principal grounds on which the credit rating and/or outlook is based. Following that review, the rating was not amended before being issued.

Regulatory Disclosures

This credit rating and/or rating outlook is issued by Scope Ratings GmbH.

Lead analyst Philipp Wass, Director

Person responsible for approval of the rating: Olaf Tölke, Managing Director

The ratings/outlooks were first released by Scope on 17.05.2018.

Potential conflicts

Please see www.scooperatings.com. for a list of potential conflicts of interest related to the issuance of credit ratings.

Conditions of use / exclusion of liability

© 2018 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH and Scope Risk Solutions GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided 'as is' without any representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or other damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party as, opinions on relative credit risk and not a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and

opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings GmbH at Lennéstrasse 5 D-10785 Berlin.

Scope Ratings GmbH, Lennéstrasse 5, 10785 Berlin, District Court for Berlin (Charlottenburg) HRB 192993 B, Managing Director(s): Dr. Stefan Bund, Torsten Hinrichs.