

FCR Immobilien AG

Deutschland, Immobilienwirtschaft


B+ STABLE

Unternehmensprofil

Die FCR Immobilien AG (FCR) ist eine Immobiliengesellschaft, die sich auf den Handel von Einzelhandelsimmobilien einschließlich Fachmarktzentren, lokalen Einkaufszentren, Baumärkten, Hypermärkten und Discountern spezialisiert hat. FCR kauft in der Regel Immobilien mit einem erheblichem Managementbedarf, entwickelt (Sanierung, Neu-positionierung, Aufmietung) und verkauft diese.

Key metrics

Scope credit ratios	Scope Schätzungen			
	2016	2017	2018E	2019E
EBITDA Zinsdeckung (x)	2,2x	2,0x	1,9x	4,6x
SaD/EBITDA	9,7x	13,2x	11,1x	5,5x
FFO/SaD	5%	3%	4%	10%
Loan-to-Value (%)	50%	51%	49%	74%

Rating Rational

Scope Ratings bewertet FCR Immobilien AG mit B+; die besicherten Unternehmensanleihen mit BB-; Ausblick stabil.

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

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 (ISINs: (i) DE000A12TW80; (ii) DE000A1YC5F0; (iii) DE000A2BPUC4; (iv) DE000A2G9G64) 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, die zu einer erwarteten Recovery von über 50% führen sollte, als positives Element für das Rating der besicherten Unternehmensanleihen.

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.

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.

Ratings & Outlook

Corporate rating	B+/Stable
Secured debt	BB-/Stable

Analyst

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

Related methodology

[Corporate Rating Methodology, January 2018](#)

[Rating Methodology: European Real Estate Corporates January 2018](#)

Scope Ratings GmbH

Neue Mainzer Straße 66-68
60311 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 6677389 0

Headquarters

Lennéstraße 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com



Bloomberg: SCOP

Rating drivers

Positive rating drivers	Negative rating drivers
<ul style="list-style-type: none"> • 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. 	<ul style="list-style-type: none"> • 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.

Rating-change drivers

Positive rating-change drivers	Negative rating-change drivers
<ul style="list-style-type: none"> • Nachhaltig über 1,7x liegende EBITDA Zinsdeckung hauptsächlich gestützt durch ein auf wiederkehrende Einnahmen basierendem EBITDA und einem Verbleib des LTV bei rund 50%. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reduzierung der EBITDA Zinsdeckung auf unter 1,7x. • Erschwerter Zugang zu externen Finanzierungen.

Finanzkennzahlen

			Scope Schätzungen	
Scope credit ratios	2016	2017	2018E	2019E
EBITDA Zinsdeckung (x)	2,2x	2,0x	1,9x	4,6x
<i>recurring EBITDA Zinsdeckung (x)</i>	<i>0,9x</i>	<i>1,1x</i>	<i>0,2x</i>	<i>0,4x</i>
SaD/EBITDA (x)	9,7x	13,2x	11,1x	5,5x
FFO/SaD (%)	5%	3%	4%	10%
Loan-to-Value (%)	50%	51%	49%	74%
Scope adjustiertes EBITDA in Mio. Euro	2016	2017	2018E	2019E
EBITDA	3,2	4,9	7,8	35,4
Zahlungen operatives Leasing	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope adjustiertes EBITDA	3,3	5,0	7,8	35,4
Scope Funds From Operations (FFO) in Mio. Euro	2016	2017	2018E	2019E
Scope adjustiertes EBITDA	3,3	5,0	7,8	35,4
(-) Nettozinszahlungen	-1,5	-2,5	-4,0	-7,6
(-) Zinsen operatives Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Steuerzahlungen	-0,2	-0,7	-0,7	-7,9
Änderungen Rückstellungen	0,2	0,3	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0
Scope Funds From Operations (FFO)	1,7	2,1	3,1	19,9
Scope adjustierte Nettofinanzverbindlichkeiten in Mio. Euro	2016	2017	2018E	2019E
Bruttofinanzverbindlichkeiten	37,5	70,2	89,5	198,2
(-) Barmittel, Wertpapiere	-6,3	-4,9	-3,0	-3,0
(+) nicht verfügbare Barmittel	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Operatives Leasing	0,4	0,4	0,4	0,4
Scope adjustierte Nettofinanzverbindlichkeiten	31,6	65,7	86,9	195,7

Geschäftsrisikoprofil

Industrierisiko: BB

Während die Immobilienbranche im Vergleich zu Branchen mit unelastischen Nachfragemustern häufig mit zyklischen Merkmalen verbunden ist, variieren diese je nach Geschäftsmodell erheblich. Im Allgemeinen sind Gewerbeimmobilienunternehmen aufgrund ihrer potenziellen Exponierung gegenüber Branchen, die von Natur aus anfällig für Nachfrageschwankungen sind, mit einer höheren Zyklizität konfrontiert. Die Nachfrage steigt, wenn die Wirtschaft wächst, und sinkt, wenn sie schrumpft, da Mieter unter starkem finanziellen Druck stehen können, was zu Ausfällen führt. Diese Unternehmen profitieren jedoch in der Regel von langfristigen Mietverträgen, die die Auswirkungen des wirtschaftlichen Abschwungs teilweise abfedern. Europaweit tätige Unternehmen mit einem starken Fokus auf Einzelhandelsagglomerationen (wie Einkaufszentren und Fachmarktzentren) oder mit hohen Anteilen an "High Street"-Lagen profitieren von diversifizierten Mieterstrukturen und einer somit stabileren Nachfrage, auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten.

Scope ist der Ansicht, dass die Immobilienbranche tendenziell niedrige Eintrittsbarrieren hat, obwohl erhebliche Investitionen zum Kauf, Erhalt oder zur Entwicklung von Immobilien erforderlich sind. Daher sind entweder: i) erhebliche interne Ressourcen oder ii) ein guter Zugang zu Fremdkapital erforderlich. Wir beobachten eine hohe Fragmentierung innerhalb der Immobilienwirtschaft und einen guten allgemeinen Zugang zu Krediten aufgrund von besicherungsfähigen Aktiva. Beides sind Indikatoren dafür, dass die Eintrittsbarrieren relativ niedrig sind. Angesichts der länderspezifischen, unterschiedlichen Regulierungen innerhalb des europäischen Immobilienmarktes - insbesondere im Wohnungssektor - ist deren Kenntnis sowie technisches Know-how für nahezu die gesamte Wertschöpfungskette unerlässlich. Daher müssen Immobilienunternehmen internes (oder externes) Know-how bereithalten, um regulationskonform zu agieren oder zusätzlich Märkte zu erschließen. Daher schätzen wir die Markteintrittsbarrieren für gewerbliche Immobilienunternehmen als ‚Mittel‘ ein.

Das Substitutionsrisiko wird für gewerbliche Immobilienunternehmen ebenfalls als ‚Mittel‘ eingestuft, da die Flächennachfrage im Rahmen der Verlagerungen von Aktivitäten an physischen Standorten (z. B. Einkauf von Waren oder Arbeiten in einem Bürogebäude) auf E-Commerce oder virtuelle "Home/Mobile Offices" zurückgehen könnte.

Abbildung 1: Industrierisiko: Gewerbeimmobilienunternehmen

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

Quelle: Scope

Industrieausblick: Stabil

Der Ausblick 2018 von Scope für den Immobiliensektor ist stabil. Unsere Einschätzung basiert auf einer nach wie vor lebhaften Investoren- und Mieternachfrage, die sich positiv auf das Geschäftsrisikoprofil auswirkt. Darüber hinaus konnten die Unternehmen die anhaltende, extrem lockere Geldpolitik der EZB (mit einem Allzeithoch bei der Emission von Kapitalmarktanleihen zu sehr niedrigen Zinssätzen) nutzen, um ihr Finanzrisikoprofil zu verbessern. Scope sieht jedoch auch eine weitere Erhöhung der Sensibilität der Immobilienwirtschaft gegenüber Veränderungen im politischen, wirtschaftlichen und zinsbezogenen Umfeld.

Weitere Informationen sind im Corporate Outlook 2018 von Scope zu finden ([click here](#)).

Kleines Unternehmen mit begrenztem Zugang zum Kapitalmarkt

Die FCR hat seit der Gründung im Jahr 2012 ein starkes Wachstum des Bilanzvolumens verzeichnet. Allerdings ist die Gesellschaft weiterhin ein vergleichsweise kleines Unternehmen, was sich in einer Bilanzsumme von 80 Mio. Euro (Buchwert nach HGB) im Jahr 2017 und Funds From Operations von 2,1 Mio. Euro für das Geschäftsjahr 2017 zeigt.

Die geringe Größe erschwert den Zugang des Unternehmens zum Kapitalmarkt (nicht börsennotiert), wie i) die Abdeckung durch nur einen Tier-5-Aktienanalysten und ii) das vergleichsweise geringe auf dem Kapitalmarkt begebene Anleihevolumen von nur 33 Mio. Euro zum 31. März 2018 belegen.

Ambitioniertes Wachstum mit geplanten Investitionen in Höhe von 500 Mio. Euro -bis 2020- zur Erweiterung des Immobilienportfolios

Die FCR plant einen Börsengang im Jahr 2018, um die ehrgeizige Wachstumsstrategie für die nächsten drei Jahre mit Erweiterungsinvestitionen von netto 500 Mio. Euro zu finanzieren. Wir gehen jedoch davon aus, dass das angestrebte Wachstum im Nischenmarkt der tertiären Einzelhandelsimmobilien entweder zu höheren Kosten (mit niedrigeren Nettoanfangsrenditen), bedeutend langsamer oder durch den Verlust des Fokus auf Einzelhandelsimmobilien möglich sein wird. Letzteres zeigt sich bereits in den Portfoliobeimischungen von Studentenwohnungen und Hotelimmobilien.

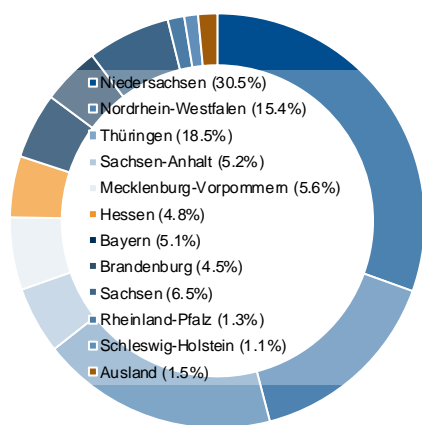
Geschäftsmodell mit hohen operativen Aufwendungen

FCRs Ankaufspolitik fokussiert sich vorwiegend auf zwei Quellen: i) geschlossene oder offene Fonds, die ihr Vermögen liquidieren, und ii) Insolvenzverwalter. Folglich benötigt FCR vergleichsweise mehr Mitarbeiter, um Immobilien zu akquirieren, die den Anforderungen des Unternehmens entsprechen. Die erhöhte Kostenstruktur führt zu einer hohen Abhängigkeit vom Handel mit Immobilien, um die Profitabilität und die Zinsdeckung aufrechtzuerhalten.

Gute geografische Diversifikation mit einem über Deutschland verteilten Immobilienportfolio

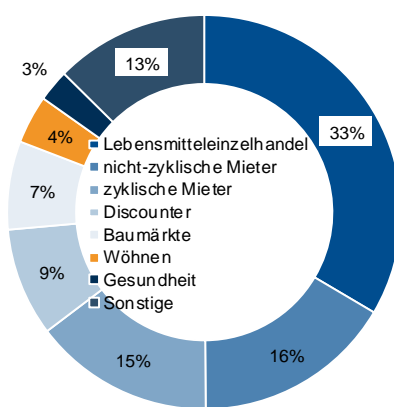
Die geografische Diversifikation der FCR unterstützt das Geschäftsrisikoprofil, da das Portfolio des Unternehmens über Deutschland verteilt ist (Abbildung 2), einschließlich einer Beimischung in Österreich (Kitzbühel). Dadurch kann FCR von leicht unterschiedlichen Nachfragemustern profitieren, die durch die unterschiedlichen Branchenexponierungen dieser Regionen beeinflusst werden. Diese Diversifizierung sollte dazu beitragen, die Auswirkungen zyklischer Schwankungen bis zu einem gewissen Grad abzumildern.

Abbildung 2: Geografische Diversifizierung der Mieterlöse (März 2018)



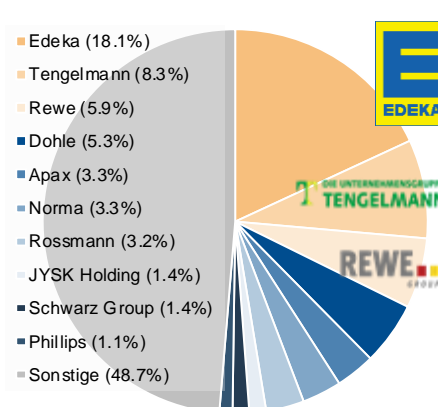
Quelle: FCR, Scope

Abbildung 3: Diversifizierung Mieterlöse nach Mieterbranchen (März 2018)



Quelle: FCR, Scope

Abbildung 4: Mieterdiversifizierung nach Anteil an Gesamtmieterlösen (%) 2017



Quelle: FCR, Scope

Laut FCR stehen insbesondere Österreich und Spanien im Fokus einer zukünftigen internationalen Expansion. Die internationale Expansion dürfte sich positiv auf die Diversifizierung des Unternehmens auswirken, da sich die Nachfragestruktur

Moderate Diversifizierung der Mieterbranchen auf vornehmlich nichtzyklische Segmente

insbesondere in Spanien von der in Deutschland unterscheidet. Scope geht jedoch davon aus, dass FCR in den nächsten zwei Jahren, angesichts der derzeitigen Größe des Unternehmens, kein nennenswertes Portfolio in Spanien aufbauen kann.

Die Diversifizierung der Mieterbranchen wird als moderat eingeschätzt, wobei 33% der Mieterlöse aus dem Lebensmitteleinzelhandel stammen, gefolgt von 16% von nicht-zyklischen Mietern und 15% von zyklischen Mietern (Abbildung 3). Das Gesamtexposure des Unternehmens in nicht-zyklischen Branchen (nicht-zyklische Branchen beinhalten den Lebensmitteleinzelhandel, Baumärkte, Drogerien, Bäckereien, Wohnen und Gesundheitswesen) beträgt 64% der Mieterlöse und wird von Scope als positiv eingeschätzt. Der verbleibende Anteil an Mieterlösen ist nach Scopes Ansicht jedoch zyklischeren Branchen ausgesetzt oder von Ankermietern abhängig, die für eine ausreichende Kundenfrequenz sorgen. Somit wäre ein relativ hoher Anteil der Mieteinnahmen der FCR bei einer Abschwächung der Konjunktur gefährdet.

Konzentriertes Mieterportfolio, in dem die Top-3-Mieter 32% der Mieterlöse beisteuern, abgeschwächt durch gute Mieterbonität

Die Mieterdiversifikation der FCR wird als nicht ausgewogen eingeschätzt, da die Top-3-Mieter 32,3% und die Top-10-Mieter 51,3% zu den Gesamtmietnerlösen zum Jahresende 2017 beitragen (Abbildung 4). Damit ist das Unternehmen sehr anfällig für Ausfälle einzelner Mieter bzw. die Transformation derer Vertriebskanäle, die durch den Wandel der deutschen Einzelhandelslandschaft bedingt ist. Die schwache Mieterdiversifikation wird durch den Investment-Grade-Charakter der Mieter, die 37% der Mieterlöse beisteuern, einschließlich der Top-3-Mieter Edeka Group, Tengemann und Rewe Group, abgeschwächt.

Immobilienportfolio weitgehend in illiquiden D-Lagen, jedoch mit überwiegend robuster Mieternachfrage

Aus Investorensicht befindet sich das Immobilienportfolio der FCR in eher illiquiden D-Lagen. Derzeit profitieren diese Standorte von einer aus besseren Lagen übergreifenden Investorennachfrage. Diese dürfte jedoch stark zurückgehen, sofern aktueller Zyklus am Immobilienmarkt endet. Daher erwarten wir entweder: i) eine deutliche Erhöhung der Preisabschläge im Falle einer Zwangsliquidation oder ii) einen Rückgang der möglichen Verkaufserlöse unter normalen Marktgegebenheiten. Letztgenanntes würde sowohl die Profitabilität, wie auch das Geschäftsmodell des Unternehmens belasten.

Aus Sicht der bestehenden und potenzieller Mieter beurteilen wir die Standorte des Immobilienportfolios jedoch positiv, zumal Fachmarktzentren und Nahversorgungszentren von einem begrenzten Wettbewerb mit strengen Zonierungs- und Planungsregeln profitieren und somit die Zukunftsfähigkeit der bestehenden Lebensmitteleinzelhandelsstandorte sicherstellt.

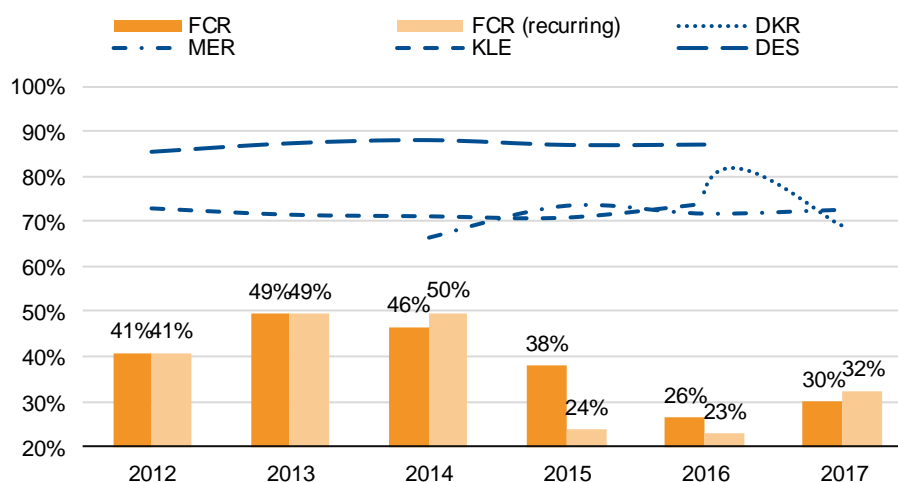
Immobilienportfolio mit relativ hohem Investitionsbedarf entsprechend dem Geschäftsmodell des Unternehmens

Das Immobilienportfolio der FCR leidet unter einem relativ hohen wirtschaftlichen Alter von rund 30 Jahren, was zu: i) potenziell höheren Investitions- und Instandhaltungskosten und ii) geringerer Attraktivität für die Mieter führt. Obwohl FCR im ersten Quartal 2018 von einem moderaten Vermietungsstand von 87% profitierte, steht dem eine relativ niedrige gewichtete durchschnittliche Mietvertragsrestlaufzeit von nur 3,6 Jahren gegenüber. Letzteres resultiert aus der vergleichsweise geringen Attraktivität des Portfolios für die Mieter sowie - laut FCR - aus dem erheblichen Managementbedarf, der durch die Vorbesitzer der Immobilien entstanden ist.

Generell gehen wir davon aus, dass die Immobilienqualität des Portfolios im aktuellen Zustand verbleibt, da FCR zur Umsetzung des Geschäftsmodells auf Objekte mit relativ geringer Qualität abzielt, um mit kleineren Investitionen, Mietvertragsverlängerungen oder ein Aufmietung zu erzielen (unterstützt wird dies durch das gute Netzwerk des Unternehmens zum Einzelhandel) um die Immobilien anschließend zu verkaufen. Da Objekte, die dem Ankaufprofil von FCR entsprechen, jedoch nur begrenzt verfügbar sind, bezweifeln wir, dass FCR in dem angestrebten Umfang in den nächsten Jahren wachsen wird.

Volatile und vergleichsweise niedrige EBITDA-Marge durch Geschäftsmodell mit begrenzten Skaleneffekten

Abbildung 5: EBITDA-Marge vs. peers¹



Quelle: FCR, öffentlich verfügbare Informationen, Scope

Die Rentabilität der FCR ist bei EBITDA-Margen zwischen 25% und 50% als volatil einzuschätzen. Diese Volatilität resultiert aus dem Geschäftsmodell des Unternehmens, das sich auf den Handel von Immobilien konzentriert. Die EBITDA-Marge ohne die Handelsaktivitäten des Unternehmens (recurring EBITDA-Marge) zeigt das gleiche volatile Muster mit noch niedrigeren Margen. Hierin spiegeln sich die vergleichsweise hohen operativen Aufwendungen wider, die durch die Größe und das Geschäftsmodell des Unternehmens verursacht werden und die daraus resultierenden marginalen Skaleneffekte. Scope geht davon aus, dass FCR auch in Zukunft den größeren Anteil des EBITDA mit dem Immobilienhandel erzielen wird, so dass die Profitabilität zwischen 25% und 50% verbleiben sollte. Infolgedessen ist auch die EBITDA-Marge des Unternehmens schwächer als die der Wettbewerber (Abbildung 5).

Finanzrisikoprofil

Unser 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

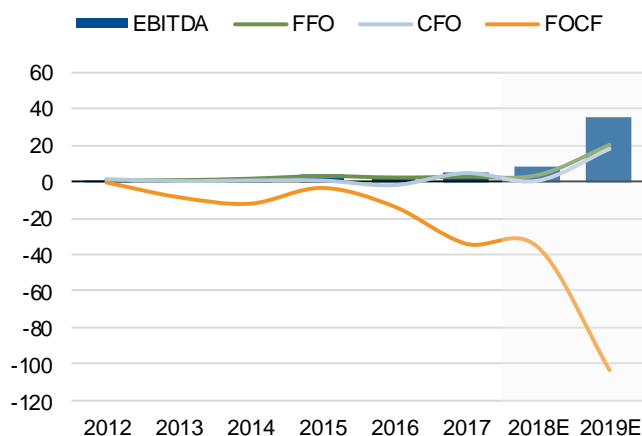
Nach ihrer Gründung im Jahr 2012 baute die FCR ihr Vermögensportfolio langsam auf, was zu anhaltend negativen freien Cashflows führte (Abbildung 6). Laut FCR soll das Expansionstempo mit Erweiterungsinvestitionen in Höhe von 310 Mio. Euro (netto) für den Zeitraum bis zum Jahr 2019 weiter steigen (Scopes Ratingszenario: 118 Mio. Euro). Damit ist das Unternehmen weiterhin stark auf externe Finanzierung angewiesen, um seine Wachstumspläne umzusetzen. Aufgrund der guten Beziehungen zu lokalen Banken (Sparkassen und Volksbanken) und einem relativ niedrigen gewichteten durchschnittlichen LTV für Bankenfinanzierungen von 38,9% im März 2018, halten wir eine gesicherte Bankfinanzierung für möglich. Der Zugang zu unbesicherten oder nachrangigen Finanzierungen ist jedoch eng mit dem wirtschaftlichen Umfeld und der positiven Stimmung

Negativer freier operativer Cashflow als Folge des aggressiven Wachstums, was zu Abhängigkeit von externen Finanzierungen führt

¹ FCR = FCR Immobilien AG | DKR = Deutsche Konsum REIT-AG | MER = Merlin Properties SOCIMI SA | KLE = Klépierre SA | DES = Deutsche Euroshop AG

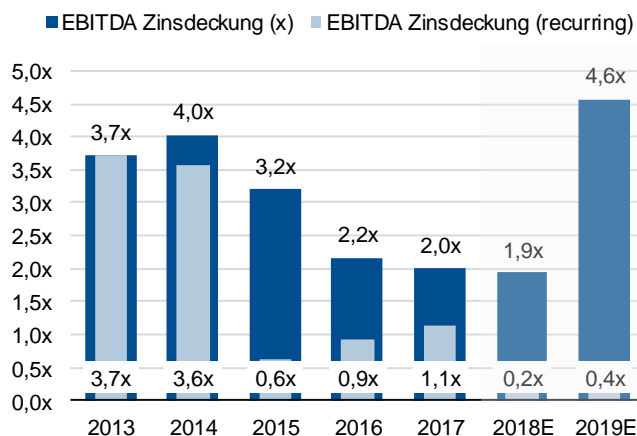
auf dem deutschen Immobilienmarkt verbunden, da das Unternehmen nur über ein geringes unbelastetes Vermögen von 14% verfügt.

Abbildung 6: Cashflows



Quelle: FCR, Scope

Abbildung 7: EBITDA Zinsdeckung



Quelle: FCR, Scope

Volatile EBITDA-Zinsdeckung stark abhängig von Immobilienhandelsaktivitäten

FCR ist stark von erfolgreichen Immobilienveräußerungen abhängig, da das aus wiederkehrenden Einnahmen gespeiste EBITDA (recurring) nicht ausreicht, um die laufenden Zinszahlungen zu erfüllen (Abbildung 7). Die Abhängigkeit von Anlagenabgängen resultiert aus vergleichsweise hohen operativen Aufwendungen bei einem relativ hohen gewichteten Durchschnittszinssatz von 4,11% per März 2018. Zur Kompensation der hochverzinslichen Unternehmensanleihen (gewichteter Durchschnittszinssatz von 7,17%) und zur Vermeidung von Vorfälligkeitsentschädigungen im Rahmen der Veräußerungsaktivitäten, sind fast 60% der Verbindlichkeiten der FCR variabel verzinst und damit vollständig einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Eine sofortige Refinanzierung des gesamten Portfolios zu festen Zinssätzen sollte nach Ansicht der Gesellschaft bei steigenden Zinsen jedoch möglich sein. Sollten die Zinsen steigen, wäre eine Deckung der Zinszahlungen mit wiederkehrenden Erträgen aus Scopes Sicht mit Unsicherheiten behaftet, was aller Voraussicht nach zu einer höheren Umschlagshäufigkeit des Immobilienbestandes führen würde.

Moderate Leverage, gemessen am LTV des Unternehmens, welcher aufgrund der Wachstumspläne wahrscheinlich ansteigen wird

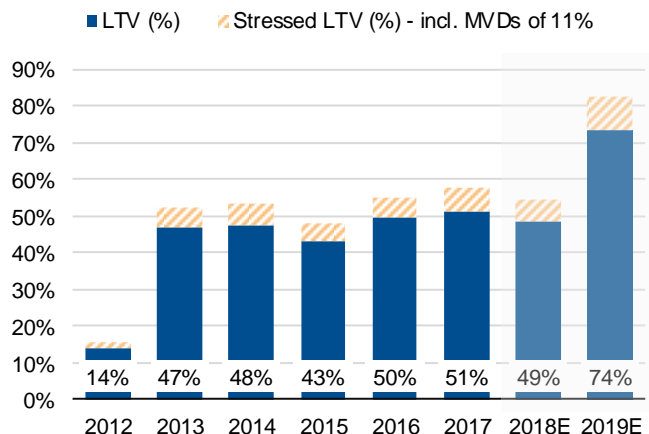
Aufgrund der Anwendung der deutschen Rechnungslegungsvorschriften (HGB) hat Scope die Buchwerte des Immobilienportfolios um die von der Gesellschaft aufgedeckten stillen Reserven angepasst. Scope hat die stillen Reserven in Abhängigkeit der Art des Nachweises mit Abschlägen von 0% für eine vollständige Bewertung bis zu 25% für Berechnungen des Emittenten versehen. Für die Zeit vor 2017 haben wir einen Asset-Value-Multiplikator verwendet, der auf den Ergebnissen der angepassten stillen Reserven für 2017 basiert.

Das Unternehmen zeigt eine moderate Verschuldung, gemessen am Loan-to-Value (LTV) von rund 50% seit der Unternehmensgründung im Jahr 2012 (Abbildung 8). Unterstützt durch den geplanten Börsengang im Jahr 2018, gehen wir davon aus, dass der LTV in 2018 bei rund 50 % verbleiben wird. Aufgrund des erwarteten aggressiven Wachstums, das in Scope Ratingszenario ohne weitere Kapitalerhöhungen berücksichtigt wurde, gehen wir jedoch von einem Anstieg des LTV auf über 60% im Jahr 2019 aus. Dieser vergleichsweise hohe LTV würde FCR anfällig für einen zyklischen Abschwung machen und somit die Refinanzierungswahrscheinlichkeit der Verbindlichkeiten reduzieren.

As Verhältnis zwischen den Scope adjustierten Nettofinanzverbindlichkeiten (SaD) zum EBITDA (SaD/EBITDA) des Unternehmens liegt bei rund 13x und ist damit

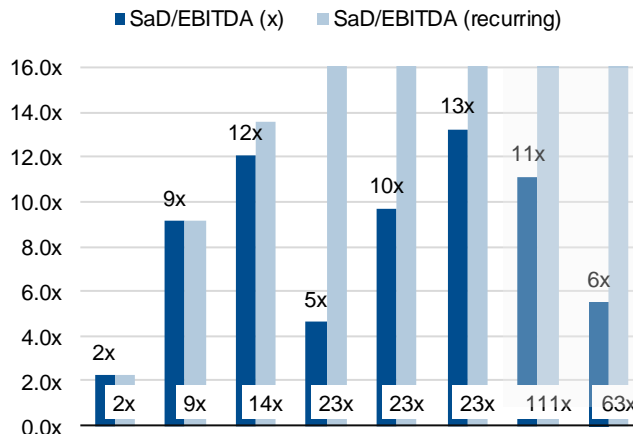
vergleichsweise niedrig. Dennoch hängt dieses Verhältnis von der Veräußerungsaktivität der FCR ab, die mit der Abhängigkeit der EBITDA Zinsdeckung von ebendieser vergleichbar ist (Abbildung 9).

Abbildung 8: Verschuldung – LTV (%)



Quelle: FCR, Scope

Abbildung 9: Verschuldung – SaD/EBITDA



Quelle: FCR, Scope

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) ²	0,5 Mio. Euro
• Getätigte Objektan- und verkäufe ³	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.

² Exkl. diskretionärer Erweiterungsinvestitionen von 69,4 Mio. Euro

³ Immobilienverkäufe 8,9 Mio. Euro // Immobilienankäufe (exkl. des durch Bankdarlehen finanzierten Anteils) 2,3 Mio. Euro.

Besicherte Verbindlichkeiten:
BB-

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: Stabil

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.



Scope Ratings GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin
Phone +49 30 27891 0

London

Suite 301
2 Angel Square
London EC1V 1NY
Phone +44 203-457 0 4444

Oslo

Haakon VIII's gate 6
N-0161 Oslo
Phone +47 21 62 31 42

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main
Phone +49 69 66 77 389-0

Madrid

Paseo de la Castellana 95
Edificio Torre Europa
E-28046 Madrid
Phone +34 914 186 973

Paris

33 rue La Fayette
F-75009 Paris
Phone +33 1 82885557

Milan

Via Paleocapa 7
IT-20121 Milan
Phone +39 02 30315 814

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Disclaimer

© 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: Torsten Hinrichs.