

BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG

Deutschland, Versorger



Corporate profile

BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG ('BET') ist ein regionaler Wärmeversorger in der Gemeinde Taufkirchen, nahe München. Der Versorger liefert (1) Wärme für ca. 8.000 Haushalts-, Gewerbe, und Industriekunden und (2) Strom. Während die erzeugte Wärme in das firmeneigene Wärmenetz, welches eine Länge von ca. 43km umfasst, eingespeist wird, wird der erzeugte Strom in das vorgelagerte Netz eingespeist. Das Unternehmen generiert ca. 70% der Erlöse aus dem Wärmeabsatz und 30% aus dem Verkauf von Strom. BET hat im Juli 2013 eine 7-jährige erstrangig besicherte Anleihe mit einem Volumen von 15 Mio. Euro und einem Kupon von 6,5% emittiert.

Key metrics

Scope credit ratios	Scope estimates			
	2016	2017	2018F	2019F
EBITDA/interest cover (x)	2,6	2,4	2,4	2,4
SaD/EBITDA (x)	5,7	5,9	5,5	5,3
FOCF/SaD	5%	11%	8%	6%
Liquidity	>110%	>110%	>110%	>110%

Rating rationale

Scope Ratings bestätigt das BB- Emittentenrating der BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG mit stabilem Ausblick sowie das BBB- Anleiherating der besicherten Unternehmensanleihe.

Das BB- Emittentenrating reflektiert die Quasi-Monopolstellung der BET im regulierten Markt als Erzeuger von Wärme in Taufkirchen und angrenzenden Gemeinden. Trotz der grundsätzlichen Volatilität von Substratkosten wie biogenen Brennstoffen ist die operative Ertragskraft des Unternehmens weitestgehend robust und spiegelt sich in nachhaltig positiven operativen Kapitalflüssen wider. Das Unternehmensrating bleibt jedoch maßgeblich begrenzt durch die hohe Abhängigkeit von einem begrenzten Versorgungsgebiet sowie die fehlende Diversifizierung.

Das Emittentenrating wird weiterhin begrenzt durch BETs vergleichsweise schwaches Finanzrisikoprofil, welches durch einen dauerhaften Verschuldungsgrad – gemessen an einem Verschuldungsgrad bzw. Leverage (SaD/EBITDA) zwischen 5-6x – und einer EBITDA Zinsdeckung zwischen 2-3x reflektiert wird. Wesentliche Finanzkennzahlen dürften sich aufgrund der positiven freien Cashflows in den nächsten Jahren leicht verbessern, bleiben jedoch in der Spannbreite, die das aktuelle Emittentenrating begründen. Scope erwartet, dass die Amortisation bestehender Bankdarlehen sowie die Tilgung von Krediten nahestehender Personen vollumfänglich durch zur Verfügung stehende Finanzierungsquellen (freie operative Cashflows, Barmittel, Kreditlinien und Gesellschaftergarantien) für die nächsten 1,5 Jahre sichergestellt ist. Die Rückzahlung der 15 Mio. Euro Anleihe im Juli 2020 wird hingegen nur durch eine externe Anschlussfinanzierung, bspw. Bankkredite, gewährleistet werden können.

Ratings & Outlook

Corporate Rating	BB-/Stable
Senior Secured Rating	BBB-

Analysts

Sebastian Zank, CFA
+49 30 27891 225
s.zank@scoperatings.com

Investor Outreach

Martin Kretschmer
+49 69 6677389 86
m.kretschmer@scoperatings.com

Related methodology

Scope's Corporate Rating
Methodology 2018

Renewable Energy Corporates
methodology 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

Outlook

Der Ratingausblick ist stabil. Der stabile Ausblick reflektiert Scopes Erwartungen der weiteren Entschuldung durch Amortisierung bestehender Bankdarlehen und einer stabilen EBITDA-Zinsdeckung zwischen 2-3x.

Die Ratings werden durch BETs Unternehmensgröße stark begrenzt.

Eine Herabstufung der Ratings wäre im Falle der Verschlechterung der EBITDA/Zinsdeckung auf <2x oder absehbaren Refinanzierungsrisiken in Bezug auf die Mittelstandsanleihe begründet.

Anleiherating (ISIN DE000A1TNHC0)

Das BBB- Anleiherating für BETs erstrangig besicherte 15 Mio. Euro Anleihe (6,5% 2013/2020) reflektiert Scopes Erwartungen über die Überbesicherung mit werthaltigen Assets. Die bis zum 30.07.2020 laufende 15 Mio. Euro Anleihe verfügt über ein umfangreiches Sicherheitenkonzept (Teile eines Wärmedistributionsnetzes, Grunddienstbarkeiten, wesentliche Teile des Biomasseheizkraftwerks am Standort Taufkirchen sowie eine treuhänderisch verwaltete Liquiditätsreserve). Nach Einschätzung von Scope ist die Anleihe auch unter Ansatz von marktgerechten Sicherheitsabschlägen auf die gutachterlichen Vermögenswerte deutlich übersichert. Im Rahmen der ‚recovery analysis‘ erwartet Scope eine exzellente Recovery für die Anleihegläubiger, was sich in einem Ratingunterschied von 3 Notches zwischen Emittenten- und Anleiherating niederschlägt.

Rating drivers

Positive rating drivers	Negative rating drivers
<ul style="list-style-type: none"> • Quasi-Monopol in der Wärmeversorgung im Versorgungsgebiet Taufkirchen und angrenzenden Gemeinden • Hohe Investitionssicherheit durch hohe Eintrittsbarrieren durch das bestehende Wärmeversorgungsnetz und regulierte Abnahme in der Stromerzeugung • Robuste Profitabilität – EBITDA Marge zwischen 25-35% - trotz volatiler Preisentwicklung für Brennstoffe aufgrund des flexiblen und diversifizierten Materialeinsatzes • Flexibles Preismodell für Wärmeabsatz und Direktvermarktung für Strom 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmensgröße und Reichweite • Hohe Abhängigkeit von einem verhältnismäßig kleinen Versorgungsgebiet • Grundsätzliche Abhängigkeit von Preisentwicklungen für Brennholz und andere fossile Einsatzstoffe • Schlüsselpersonenrisiko • Konzentrationsrisiken bei einzelnen Zulieferern • Finanzrisikoprofil schwächer als Geschäftsrisikoprofil insbesondere aufgrund des hohen Verschuldungsgrades

Rating-change drivers

Positive rating-change drivers	Negative rating-change drivers
<ul style="list-style-type: none"> • Das Rating ist aufgrund der Unternehmensgröße und Reichweite begrenzt 	<ul style="list-style-type: none"> • Signifikante Verschlechterung der Finanzkennzahlen, resultierend in einer EBITDA Zinsdeckung unterhalb 2,0x • Signifikante Verschlechterung der Werthaltigkeit des für die Anleihe zur Verfügung stehenden dinglichen Sicherheiten

Financial overview

			Scope Schätzungen	
Scope credit ratios	2016	2017	2018F	2019F
EBITDA/interest cover (x)	2,6	2,4	2,4	2,4
Scope-adjusted debt/EBITDA (x)	5,7	5,9	5,5	5,3
Free cash flow/Scope-adjusted debt (%)	5%	11%	8%	6%
Liquidity	>110%	>110%	>110%	>110%
Scope-adjusted EBITDA in EUR m	2016	2017	2018F	2019F
EBITDA	4,0	2,9	3,7	3,7
Other (One-offs)	-	0,7*	-	-
Scope-adjusted EBITDA	4,0	3,6	3,7	3,7
Cash flows in EUR m	2016	2017	2018F	2019F
Adjusted EBITDA	4,0	3,6	3,7	3,7
Zinsen	1,5	1,5	1,5	1,5
Operativer Cashflow	3,0	3,1	2,1	2,1
Cashflow aus Investitionen (netto)	-1,9	-0,6	-0,5	-1,0
Ausschüttungen/Entnahmen	0,3	0,3	0,3	0,3
Diskretionärer Cashflow	0,7	2,1	1,2	0,8
Scope-adjusted debt (SaD) in EUR m	2016	2017	2018F	2019F
Bruttofinanzschulden	23,1	22,6	20,6	19,0
Barmittel	1,7	2,7	2,0	1,1
Nicht frei verfügbare Barmittel	1,0	1,0	1,0	1,0
Scope-adjusted debt	22,4	20,9	19,7	18,9

Quelle: BET, Scope Schätzungen

Gering diversifizierter Energieversorger mit Quasi-Monopolstellung

Geschäftsrisikoprofil

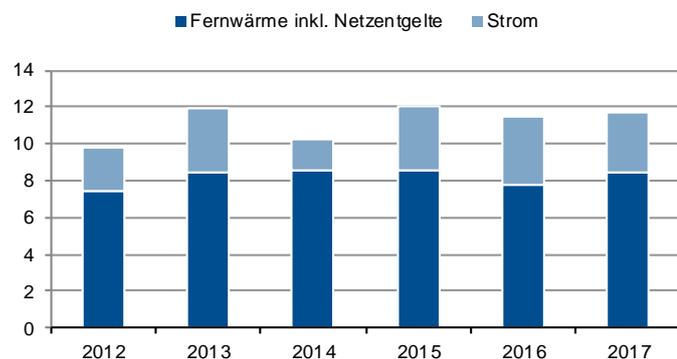
Mit der Abhängigkeit von einem Kraftwerksstandort in einem kleinem Versorgungsgebiet bestehen grundsätzlich hohe operative Risiken für BET. Mit dem firmeneigenen, sich über rund 43km erstreckenden Wärmeverteilungsnetz sieht Scope BET jedoch als Quasi-Monopolisten mit abgesichertem Absatz für Fernwärme am Standort Taufkirchen und angrenzenden Gemeinden. Zusätzlich kann BET durch den über das Erneuerbare-Energien-Gesetz garantierten Verkauf von Strom das Geschäftsmodell weiter stabilisieren. Mit Verweis auf den erfolgreichen Zuschlag im Ausschreibungsverfahren der Bundesnetzagentur für Biomasseanlagen profitiert BET auch über das Jahr 2020 hinaus über einen Vergütungsanspruch einer Marktprämie für Strom aus Biomasseanlagen für weitere 10 Jahre.

Die aus dieser Marktposition resultierenden Umsätze und Margen betrachtet Scope als weitestgehend planbar sowie unelastisch gegen externe Schocks.

Robuste Profitabilität

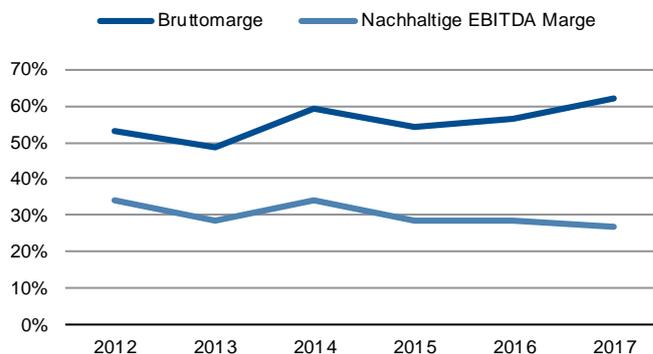
Trotz hoher Abhängigkeit von volatilen Preisen für Brennstoffe und Wettereffekten zeigt sich BETs Marge im Vergleich mit anderen Betreibern von Biomassekraftwerken robust. Scope erwartet, dass BET das Margenniveau von über 25% (EBITDA-Marge) abgesehen von Sondereffekten halten kann. Mögliche negative Tarifierpassungen können durch verbesserte Einkaufskosten größtenteils kompensiert werden.

Figure 1: Umsätze aus Strom- und Wärmeproduktion (in EUR Mio.)



Quelle: BET, Scope

Figure 2: Margenprofil



Quelle: BET, Scope

Schlüsselpersonenrisiko

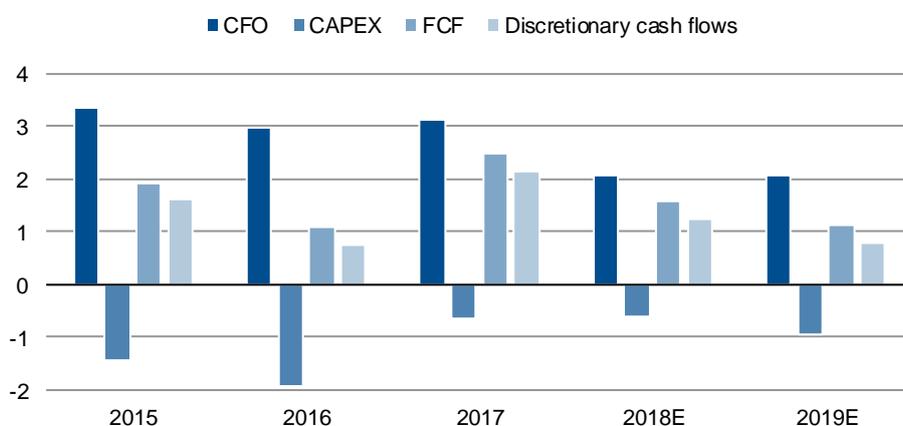
Scope bewertet BETs Abhängigkeit vom Kommanditisten Josef Leserer als wesentliches Risiko. Während die Gesellschaft insbesondere in Bezug auf den Materialeinkauf vom weitreichenden Netzwerk des Kommanditisten profitiert, bleiben starke Abhängigkeiten im Hinblick auf Finanzierungsaktivitäten bspw. durch Kapitaleinschüsse mit Eigenkapital oder Gesellschafterdarlehen.

Positive freie operative Cash Flows ermöglichen graduellen Schuldenabbau

Finanzrisikoprofil

Durch den weitestgehend planbaren Absatz von Wärme und Strom weist BET stabile und stets positive operative Cash Flows im Zeitverlauf auf mit einer durchschnittlichen Cash Flow Rendite von mehr als 20%. Überschüssige freie Cash Flows konnten in den vergangenen Jahren für die Rückführung insbesondere von Bankdarlehen und Darlehen nahestehender Personen verwendet werden. Nachdem der Großteil der geplanten Netzerweiterungen in 2016 abgeschlossen worden ist, dürften BETs freie Cash Flows in den nächsten Jahren deutlich positiv ausfallen, so dass ein weiterer Verschuldungsabbau erwartet werden dürfte.

Figure 3: Kapitalflüsse (in Mio. Euro)

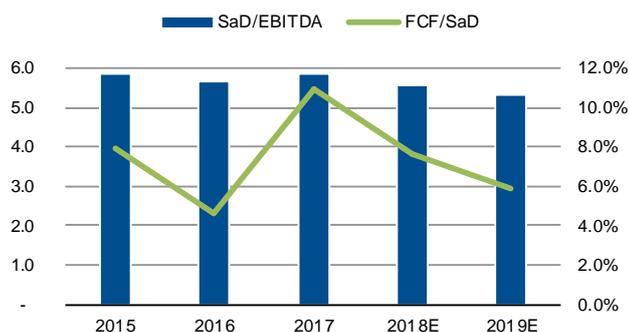


Quelle: BET, Scope

Adäquate Zinsdeckung und Verschuldungsgrad typisch für einen Energieversorger

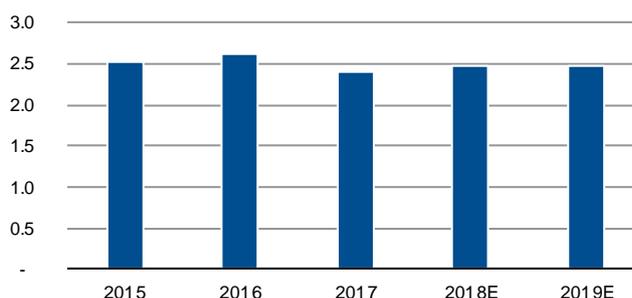
BET weist einen für Energieversorger typischen, jedoch weiterhin hohen Verschuldungsgrad/Leverage (Scope-adjusted debt/EBITDA) zwischen 5-6x aus (2017: 5.9x; 2016: 5.7x). Scope erwartet aufgrund der weiteren planmäßigen Rückführung von Bankdarlehen und stabilen operativen Ergebnissen eine graduelle Verbesserung des Leverage über die nächsten 2 Jahre. Eine Leverage von circa 5x dürfte dem Unternehmen nach Ansicht von Scope einen hinreichenden Spielraum zur Anschlussfinanzierung der 15 Mio. Euro Mittelstandsanleihe ermöglichen. Die operative Ertragskraft spiegelt sich in BETs adäquater Zinsdeckung – gemessen an EBITDA/Zinsen – in einer Spanne zwischen 2-3x wider (2017: 2.4x; 2016: 2.6x). Scope erwartet, dass Zinszahlungen auch über die nächsten Jahre mit einem Faktor von mindestens 2x durch BETs operatives Ergebnis abgedeckt werden können.

Figure 4: Leverage



Quelle: BET, Scope

Figure 5: EBITDA Zinsdeckung



Quelle: BET, Scope

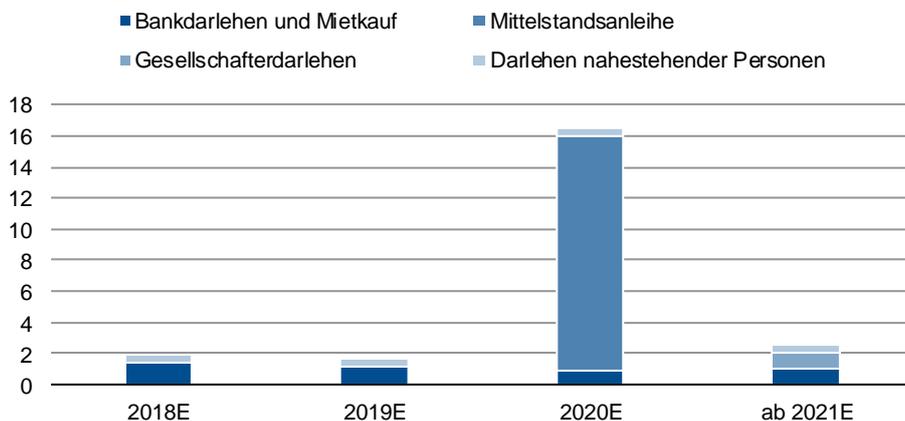
Solide Liquiditätsprofil in 2018/19

BETs kurzfristiges Liquiditätsprofil in 2018/19 ist solide (Liquiditätsquote >110%). Die fortlaufende Entschuldung durch Rückführung der Bankdarlehen erfolgt nach Ansicht von Scope über das operative Geschäft. Im Hinblick auf BETs Fälligkeitsprofil bestehen nach Ansicht von Scope über die nächsten 1,5 Jahre keine signifikanten Liquiditätsrisiken. Positive freie Cash Flows in Höhe von mehr als 1 Mio. Euro per annum, das bestehende Liquiditätspolster (2,7 Mio. Euro zum Jahresende 2017) sowie BETs Zugang zu externer Finanzierung dürften vollumfänglich die erwarteten Fälligkeiten in Bezug auf Bankdarlehen und andere Kredite in 2018 und 2019 abdecken (<2 Mio. Euro per annum).

Anschlussfinanzierung notwendig für Mittelstandsanleihe in 2020

Für die Rückführung der 15 Mio. Euro Anleihe ist BET im Juli 2020 ist BET jedoch auf eine externe Anschlussfinanzierung angewiesen. Mit Ablösung der Bankdarlehen und Ablösung der Mittelstandsanleihe dürfte BET nach Ansicht von Scope über ein attraktives Sicherheitenprofil über das Wärmenetz, das Kraftwerk sowie unbelastete Grundstücke verfügen wird, dürfte die Anschlussfinanzierung auch bei einem erwarteten Verschuldungsgrad über von ca. 5x mit geringen Refinanzierungsrisiken verbunden sein.

Figure 6: Darlehensprofilprofil (in Mio. Euro)



Quelle: BET, Scope



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 VII'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.