



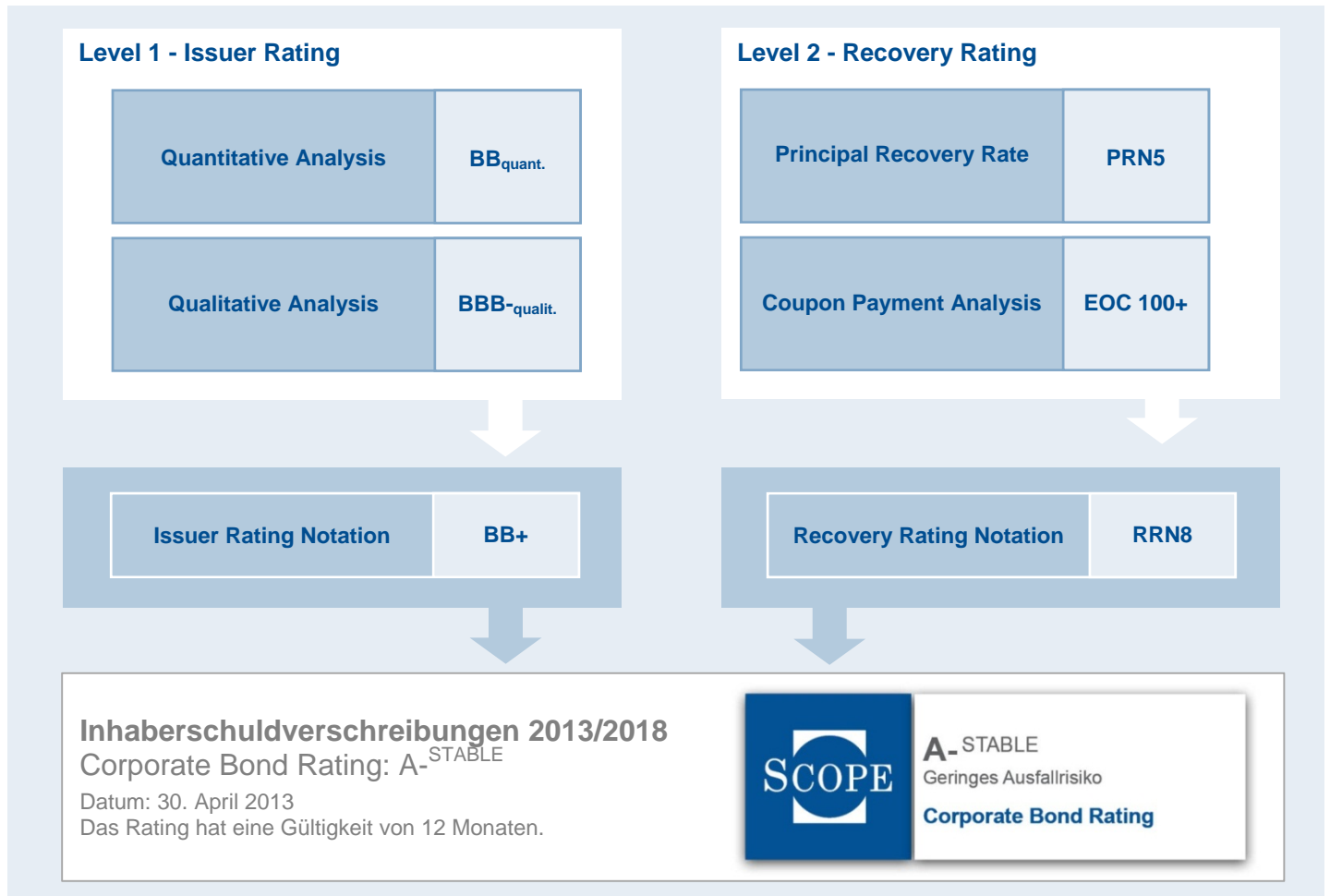
Corporate Bond Rating

6,25% - Anleihe 2013/2018

Stern Immobilien AG (Konzern)

Stand: 30. April 2013

I. Executive Summary



A. Summary

Gegenstand der Analyse sind die zu 6,25% verzinslichen Inhaberschuldverschreibungen („Stern Anleihe“) im Gesamtnennbetrag von bis zu 20 Mio. EUR mit Fälligkeit zum 23. Mai 2018, die die Stern Immobilien Aktiengesellschaft, Grünwald („Gesellschaft“, „Emittentin“) begeben wird. Die Inhaber-Teilschuldverschreibungen begründen unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und im Hinblick auf den Rückzahlungsanspruch und die Zinszahlung dinglich besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin und stehen im gleichen Rang untereinander und mindestens im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin, ausgenommen solche Verbindlichkeiten, denen aufgrund zwingender gesetzlicher Vorschriften Vorrang zukommt.

Im Rahmen der Gesamtanalyse fand sowohl eine Bewertung der Emittentin (Issuer Rating) als auch eine Bewertung der Anleihe (Recovery Rating) statt. Im Bereich des Issuer Ratings erreicht die Emittentin eine Ratingnotation von BB+. Im Bereich des Recovery Ratings erreicht die Emission eine Ratingnotation von RRN8.

Insgesamt beurteilt Scope die Emission mit einem Rating von A- mit einem stabilen Ausblick. Die Emission weist somit unter Rating- und Risikogesichtspunkten eine gute Qualität mit geringem Ausfallrisiko auf. Für die Umsetzung der Analyse wurde die Rating-Methodik für Corporate Bonds angewendet. Die detaillierte Methodikbeschreibung kann auf der Homepage der Rating-Agentur unter www.scooperatings.com eingesehen werden.

B. Key Rating Drivers

Key Security Driver	Key Risk Driver
<ul style="list-style-type: none"> • Langjährige Branchenerfahrung • Lokales Netzwerk • Positive Markttendenz • Flexibilität durch Outsourcing an etablierte Partner • Hohe Rentabilität • Schlanke Organisation 	<ul style="list-style-type: none"> • Intensiver Wettbewerb • Hohe Umsatzvolatilität • Geringe Diversifikation • Vorhandenes Key Man Risk • Überwiegend kurzfristige Verbindlichkeitenstruktur

II. Ratingobjekt

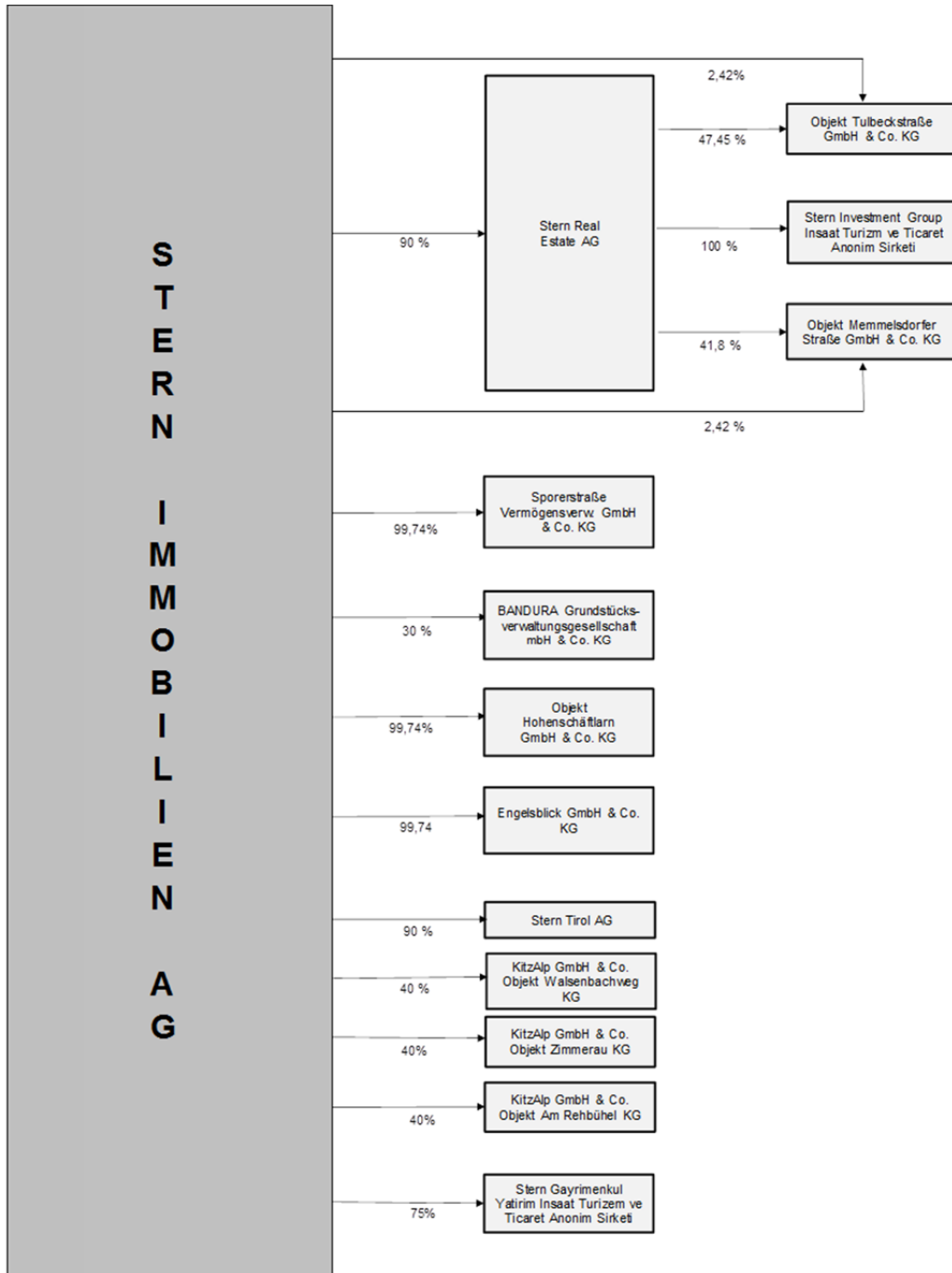
A. Issuer

Gegenstand des Issuer Ratings ist die Stern Immobilien AG mit Sitz in Grünwald, Deutschland als Emittentin der Anleihe sowie deren konsolidierte Tochtergesellschaften. Die Stern Immobilien AG ist Konzernobergesellschaft, die Holding-Funktionen und die zentrale Verwaltung wahrnimmt.

Die Stern Immobilien AG ist 2007 gegründet worden, zur Gründung von sowie Beteiligungen an Personen- und Kapitalgesellschaften, Erwerb, Halten, Verwalten und Verwerten von Beteiligungen jeder Rechtsform und Vermögensanlagen aller Art, insbesondere steht dies im Zusammenhang mit Immobilien, sowie Erbringung von Dienstleistungen im Zusammenhang damit.

Über die Jahre wurde die Emittentin erfolgreich auf den prosperierenden Immobilienmärkten München, Kitzbühel und Istanbul tätig und verfügt dort jeweils über einen umfangreichen und positiven Track Record. Über Tochtergesellschaften hält das Unternehmen Immobilien und Grundstücke. Im Rahmen von Umnutzungen und Baurechtsumwandlungen veredelt die Stern Immobilien AG die Objekte und verkauft sie anschließend. Im Fokus der Geschäftstätigkeit stehen die Wert- und Ertragsoptimierung sowie die anschließende Veräußerung von qualitativ hochwertigen Wohnobjekten, Geschäftshäusern sowie Grundstücken. Die Tochtergesellschaft Stern Real Estate AG generiert zudem laufende Einnahmen aus ausgewählten renditestarken Immobilien, die mittelfristig im Bestand sind. Im Jahr 2012 konnte der Konzernüberschuss deutlich auf 5,8 Mio. Euro gesteigert werden.

Die nachfolgende Abbildung gibt in vereinfachter Form einen aktuellen Überblick über die direkten und indirekten Beteiligungen der Stern Immobilien AG zum Datum der Analyse:



Organigramm des Stern Konzerns, Quelle: Stern Immobilien AG

B. Bond

Gegenstand der Inhaberschuldverschreibung ist ein festverzinsliches Wertpapier mit einem Gesamtnennbetrag von bis zu 20 Mio. Euro, welches zum Zweck der Finanzierung der Emittentin in verbriefter Form begeben wird. Das Papier weist folgende Eckdaten auf:

B.1 Stammdaten

Produktname	6,25%-Anleihe von 2013/2018	Emittent	Stern Immobilien AG
ISIN	DE000A1TM8Z7	Börse	Börse München

B.2 Rahmendaten

Anleihewährung	EUR	Kündigungsrechte	Keine ordentlichen
Gesamtnennwert	20.000.000 EUR	Steuern	Deutschland: Zinsen und Gewinne unterliegen der Abgeltungsteuer
Mindestzeichnung	1.000 EUR	Verwendungszweck	<ul style="list-style-type: none"> • Projektfinanzierung • Ausgleich von Verbindlichkeiten
Stückelung	1.000 EUR	Verkaufsbeschränkung	US-Personen im Sinne des Securities Act von 1933 sowie alle anderen Personen, an die ein Vertrieb gesetzlich ausgeschlossen ist
Kupon	6,25 %		
Kupontyp	Fixed		
Ausgabebetrag	100 %		
Aufgeld	-		
Zinszahlung	Jährlich		
Zinstermine	23. Mai (nachträglich)		
Rückzahlung	100 %		
Zeitpunkt Rückzahlung	23. Mai 2018		
Zeichnungsphase	02. Mai 2013 bis 17. Mai 2013		
Ausgabedatum	23. Mai 2013		
Form	Inhaberschuldverschreibung		

B.3 Mittelverwendungsplan

Die Gesellschaft beabsichtigt, den erzielten Nettoemissionserlös für folgende Zwecke zu verwenden:

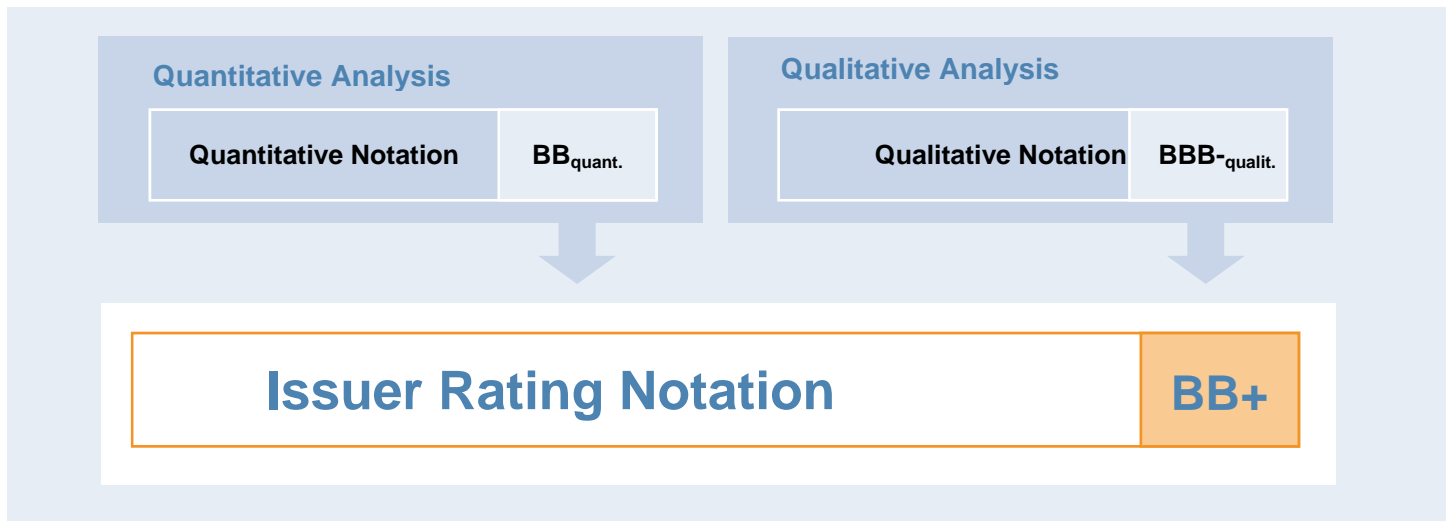
- Stärkung Unabhängigkeit von Banken und anderen Kreditgebern
- Stärkung im Wettbewerb durch deutliche Ausweitung der Kapitalbasis
- Mehr Flexibilität und höhere Geschwindigkeit bei Durchführung von neuen Projekten
- Zwischenzeitliche Rückführung bestehender Linien

B.4 Waterfall Priority of Payments

Die Inhaber-Teilschuldverschreibungen begründen unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und im Hinblick auf den Rückzahlungsanspruch und die Zinszahlung dinglich besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin und stehen im gleichen Rang untereinander und mindestens im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin, ausgenommen solche Verbindlichkeiten, denen aufgrund zwingender gesetzlicher Vorschriften Vorrang zukommt. Die Anleihe unterliegt deutschem Recht.

III. Auswertung

A. Level 1 – Issuer Rating



A.1 Erläuterung

Die Bewertung der Stern Immobilien AG im Rahmen der Issuer Analyse basiert sowohl auf quantitativen als auch auf qualitativen Kriterien.

Der quantitativen Auswertung liegen die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2010 bis 2012 der Stern Immobilien AG zugrunde, jeweils mit Bilanzstichtag zum 31. Dezember. Bei der Analyse wurden Kennzahlen zur Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage ermittelt und in ihrer Qualität systemgestützt bewertet.

Die qualitative Bewertung basiert auf einem Managementinterview mit Vertretern der Unternehmensleitung, das am 16. April 2013 abgehalten wurde sowie auf den vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und öffentlich zugänglichen Informationen. Die qualitativen Kriterien beleuchten sowohl externe Faktoren wie Markt und Branche als auch interne Faktoren wie Strategie, Management, Organisation, Prozesse, Planung, Controlling und Finanzpolitik.

A.2 Ergebnis

A.2.1 Qualitative Analyse

A.2.1.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Als Ergebnis der qualitativen Analyse kam es zur folgenden Bewertung der relevanten Kategorien:

Kriteriengruppe	Bewertung	Gewichtung
Produkte und Branche	75 Punkte	10,20 %
Marktdynamik	66 Punkte	7,14 %
Strategie	65 Punkte	8,16 %
Unternehmensstruktur und -führung	64 Punkte	20,41 %
Management und Partner	83 Punkte	4,08 %
Organisation und Prozesse	73 Punkte	8,16 %
Marktbearbeitung	77 Punkte	6,12 %
Informationspolitik und Unternehmensplanung	75 Punkte	10,20 %
Controlling und Risikosteuerung	71 Punkte	5,10 %
Finanzierungsstruktur und Finanzpolitik	71 Punkte	20,41 %

Anmerkungen zu den Punkten: "100 Punkte = beste mögliche Wertung"

A.2.1.2 Markt

Zurzeit beschränkt sich das Unternehmen mit seinen Projekten auf die drei Märkte München, Kitzbühel und Istanbul. München wird dabei als der Heimatmarkt des Unternehmens bezeichnet. Der Marktzugang ist durch die lange Tätigkeit der Unternehmensführung in ihm sehr gut erschlossen. Potentielle Projekte werden größten Teils als off-market-deals akquiriert, so daß die Kostenstruktur in den meisten Fällen sehr interessant ist und keine großen Bieterverfahren mitgemacht werden müssen.

Kitzbühel profitiert durch die gute Lage zu München, was im Immobilienmarkt dazu führt, daß die Anzahl der potentiellen Projekte zurückgeht und die Preise stetig steigen. Durch langjährige Kontakte in den lokalen Markt und regelmäßige Anwesenheit der Unternehmensführung besteht auch hier eine gute Möglichkeit Projekte ankaufen zu können, die nicht dem gesamten Markt bekannt sind.

Istanbul erarbeitet sich das Unternehmen seit einigen Jahren als neuen Markt und ist momentan mit zwei Projekten dort vertreten. Geleitet wird die lokale Gesellschaft durch einen türkischstämmigen Geschäftsführer, der seine Ausbildung in Deutschland erhalten hat. Er ist für die Stern Immobilien AG das Bindeglied zwischen den Märkten und kann eine langjährige und tiefgreifende Marktkenntnis vorweisen.

Trotz der sehr guten Kontakte ist zu bedenken, daß die Emittentin an sämtlichen Standorten ihrer derzeitigen Geschäftstätigkeit einem intensiven Wettbewerb gegenüber anderen Immobiliengesellschaften, die sich ebenfalls auf die Entwicklung und Vermarktung von Wohn- und Geschäftshäusern konzentrieren, ausgesetzt sieht. Auch im Bereich der Grundstücksentwicklung sind Wettbewerber auf die Ausnutzung eines Optimierungspotentials zum Zwecke der optimalen Verwertung des entwickelten Immobilienbestandes fokussiert. Die Emittentin bemüht sich ebenso wie auch der Wettbewerb, sich von vergleichbaren Immobilien durch entsprechende Alleinstellungsmerkmale sowie individuelle Nutzungskonzepte

deutlich zu unterscheiden, um die negativen Wirkungen einer Wettbewerbssituation möglichst durch eine Unterbrechung der unmittelbaren Vergleichbarkeit herzustellen.

A.2.1.3 Geschäftsmodell und Strategie

Über Tochtergesellschaften hält das Unternehmen Immobilien und Grundstücke. Im Rahmen von Umnutzungen und Bau-rechtsumwandlungen veredelt die Stern Immobilien AG die Objekte und verkauft sie anschließend. Im Fokus der Ge-schäftstätigkeit stehen die Wert- und Ertragsoptimierung sowie die anschließende Veräußerung von qualitativ hochwertigen Wohnobjekten, Geschäftshäusern sowie Grundstücken. Die Tochtergesellschaft Stern Real Estate AG generiert zu-dem laufende Einnahmen aus ausgewählten renditestarken Immobilien, die mittelfristig im Bestand sind.

Die Anleihe wird durch die Emittentin als Zwischenfinanzierung für zukünftige Projekte genutzt. Damit soll auf dem Markt ein Vorsprung vor den Wettbewerbern erreicht werden. Da ein passendes Objekt nach erfolgreicher Prüfung innerhalb kürzester Zeit mit dem Eigenkapital aus der Anleihe bezahlt werden kann, sind keine lang andauernden Finanzierungs-gespräche mit Banken zu führen. Erst im Nachhinein der Vertragsunterzeichnung muß mit den Banken eine Finanzierung ausgehandelt werden, wobei aber kein Zeitdruck die Entscheidung beeinflusst.

A.2.1.4 Unternehmensstruktur und -führung

Die Emittentin wurde im Jahr 2007 von Hans Kilger gegründet. Über die Stern Capital Management AG und die BT Cor-porate Finance AG hält er mittelbar die Mehrheit an den Aktien der Emittentin. Weiterhin halten die beiden Vorstände der Emittentin Frau Iram Kamal und Herr Ralf Elender ebenfalls mittelbar Aktien an der Emittentin, welche zusammen mit den mittelbar von Herrn Kilger gehaltenen Aktien eine Stimmenmehrheit von ca. 67 % ergeben. Damit hat Herr Hans Kilger gemeinsam mit den Vorständen wesentlichen Einfluss auf die Hauptversammlung der Emittentin.

Hans Kilger, geboren am 04.05.1963, WP/StB, ist Mehrheitsgesellschafter und Managing Partner der Bayern Treuhand Obermeier & Kilger KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die derzeit rund 60 Mitarbeiter hat und deren Schwerpunkt in der Beratung mittelständischer Unternehmen im In- und Ausland liegt. Weiterhin ist er Partner der Rechtsanwaltskanzlei Gründel Kilger & Partner Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer mit Kanzleien in München und Bad Reichenhall, die in Form einer Partnerschaftsgesellschaft organisiert ist.

Das Unternehmen wird geführt von Frau Iram Kamal und Herrn Ralf Elender. Gemeinsam mit Hans Kilger sind sie für die Ausrichtung der Stern Immobilien AG verantwortlich und führen die Prozesse im Vier- bzw. Sechsaugenprinzip.

Iram Kamal, geboren am 29.03.1971, ist Rechtsanwältin und Master of Business Law & Taxation. Sie hat an der Universi-tät Freiburg Rechtswissenschaften studiert und mit dem Ersten und Zweiten Staatsexamen abgeschlossen. Seit 1999 ist sie als Rechtsanwältin zugelassen. Nach Tätigkeiten in einem Konzernunternehmen und einer international ausgerichte-ten mittelständischen Rechtsanwaltskanzlei ist Frau Kamal seit 2002 in der Bayern Treuhand Obermeier & Kilger KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig. Seit 2006 ist Frau Kamal Gesellschafterin in der Bayern Treuhand Obermeier & Kilger KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Ralf Elender, geboren am 17.09.1972, Rechtsanwalt, hat an der Universität Regensburg Rechtswissenschaften studiert und mit dem Ersten und Zweiten Staatsexamen abgeschlossen. Er ist seit 2002 als Rechtsanwalt zugelassen. Seit 2000 ist Herr Elender in der Bayern Treuhand Obermeier & Kilger KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig. Seit 2007 ist Herr Elender Gesellschafter in der Bayern Treuhand Obermeier & Kilger KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

A.2.2 Quantitative Analyse

A.2.2.1 Zusammenfassung der Auswertung

Im Rahmen eines Issuer Ratings wurde der Konzern Stern Immobilien AG (konsolidiert) als Risikoverantwortlicher der Stern Anleihe betrachtet und mit der quantitativen Note BB_{quant} bewertet. Für sich genommen signalisiert die rein bilanzielle Analyse damit grundsätzlich bereits eine befriedigende Bonität mit geringem Ausfallrisiko. Der Beurteilung liegt die Auswertung der Konzernabschlusszahlen für die drei Geschäftsjahre 2010, 2011 und 2012 (testiert) zugrunde. Bilanzstichtag war jeweils der 31. Dezember.

Ausschlaggebend für diese Bewertung sind zunächst die positiven Ertragswerte in allen drei Jahren der Analyse. Alle Profitabilitätskennzahlen, die Eigenkapitalrendite mit 47%, die Gesamtkapitalrendite mit 16% als auch die Umsatzrendite mit 58% liegen auf einem sehr hohen Niveau. Das Unternehmen steigerte seinen Gewinn nach Steuern von 2,3 Mio. EUR in 2010 auf 2,6 Mill. EUR in 2011 und schließlich auf knapp 5,8 Mio. EUR im letzten Jahr der Analyse 2012.

Schwach ist hingegen momentan die negative Cashflow Rendite zu bewerten, die sich 2012 im operativen Geschäft ergibt. Nach positiven operativen Cashflows in den Vorjahren 2010 und 2011, generierte die Stern Immobilien AG (Konzern) hier einen Wert von knapp -2,0 Mio. EUR.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, daß im Jahr 2012 der Netto-Immobilienbestand ausgeweitet wurde, was den Cash Flow belastet hat. Damit wurde jedoch die Grundlage für künftige positive Geschäfte geschaffen.

Die wichtige Eigenkapitalquote kann im Zeitverlauf trotz eines kontinuierlichen Bilanzwachstums verdoppelt werden und beträgt Ende 2012 über 30%. Positiv ist ebenso die Entwicklung der Gewinnrücklagen, was auf eine gute Innenfinanzierungskraft schließen lässt. In Relation zum Eigenkapital zeigt das Unternehmen einen guten Wert über die gesamte Betrachtungsperiode hinweg.

Hingegen ist bezüglich der Finanzlage des Unternehmens eine deutliche Abschwächung von 2010 auf 2012 erkennbar, die vor allem in einer signifikanten Verschlechterung sämtlicher Liquiditätsgrade zum Ausdruck kommt. Dies sowie der jährlich stark variierende Umsatz sind jedoch vor dem speziellen Branchenhintergrund des Unternehmens zu sehen. Die für Finanzinvestoren wichtige EBIT-Zinsdeckung verbessert sich auf ein gutes Level in 2012, was vor allem auf den höheren Vorsteuergewinn aber auch auf die Reduktion der Zinsaufwendungen basiert.

Auffallend sind die signifikant gestiegenen kurzfristigen Verbindlichkeiten über die Betrachtungsperiode. Im Verhältnis zu den gesamten Verbindlichkeiten betragen diese am Ende des Analysehorizontes knapp 84%.

Zusammenfassend ergibt sich für die Stern Gruppe aus derzeitiger Sicht eine befriedigende – wenngleich im dynamischen Zeitverlauf der Einzeljahresbewertungen abnehmende – wirtschaftliche Stabilität ohne bilanzielle Indikatoren für ein akutes Ausfallrisiko.

A.2.2.2 Kennzahlen-Übersicht Stern Immobilien AG (Konzern)

RATING-OBJEKT:

Stern Immobilien AG (Konzern), Deutschland

BRANCHE:

Grundstücks- und Wohnungswesen

RATING 2010:

BBB-quant.



I Vermögenslage	
I.1 Sachanlagen zu Umsatz	1,9604
I.2 Vorräte zu Umsatz	0,1738
I.3 Forderungen aus L.u.L. zu Umsatz	0,3389
I.4 Eigenkapitalquote	0,1396
I.5 Verbindlichkeiten aus L.u.L. zu Materialaufwand	0,9351
I.6 Gewinnrücklagen zu Eigenkapital	0,4397

Bewertung								
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		

Branchenwerte in Umsatzklassen in Mio. €		
<2,5	2,5-50	>50
0,243	0,169	0,128
0,147	0,156	0,111
0,107	0,106	0,067
0,100	0,245	0,299
0,190	0,125	0,081

II Ertragslage	
II.1 Außerbetriebliche zu betriebliche Erträge	-0,0045
II.2 Eigenkapitalrendite (nach Steuer)	0,5776
II.3 Gesamtkapitalrendite	0,1014
II.4 Umsatzrendite (nach Steuer)	0,3040
II.5 Cash Flow - Rendite	0,1430

Bewertung								
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		

Branchenwerte in Umsatzklassen in Mio. €		
<2,5	2,5-50	>50
0,429	0,173	0,136
0,078	0,066	0,058
0,028	0,025	0,032

III Finanzlage	
III.1 Anlagendeckungsgrad A	0,2257
III.2 Anlagendeckungsgrad B	1,2565
III.3 Liquiditätsgrad 1	1,1469
III.4 Liquiditätsgrad 2	1,6591
III.5 Liquiditätsgrad 3	1,8916
III.6 Dynamischer Verschuldungsgrad	22,0377
III.7 EBIT Zinsdeckung	5,7301
III.8 Kurzfristige Verschuldungsintensität	0,3107
III.9 Cash Flow operativ	1.089.549 EUR

Bewertung								
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		
A	A	B	B	C	C	C		

Branchenwerte in Umsatzklassen in Mio. €		
<2,5	2,5-50	>50
0,265	0,763	0,714
1,324	1,480	1,202
0,176	0,157	0,132
0,884	0,928	1,197
1,393	1,522	1,583
2,637	3,511	4,095
1,238	2,503	5,378

Spalte AAA, AA, A: Das Ergebnis der Kennzahl ist als sehr gut bis gut einzuschätzen; fast kein Risiko für das Unternehmen aus dieser Kennzahl ersichtlich.

Spalte BBB, BB: Das Ergebnis der Kennzahl ist als befriedigend bis ausreichend zu klassifizieren. Erste Risikomerkmale lassen sich aus einzelnen Kennzahlen bereits ableiten.

Spalte B: Das Ergebnis der Kennzahl ist unbefriedigend aber noch akzeptabel, sofern sich in anderen Kennzahlen bessere Ergebnisse erreichen lassen; Risikopositionen sind hier bereits deutlich erkennbar, eine Verbesserung ist notwendig.

Spalte CCC, CC, C: Ergebnis der Kennzahl ist ungenügend; Risikopositionen müssen als hoch eingeschätzt werden und Maßnahmen zur Verbesserung der Position sind dringend erforderlich.



Grau hinterlegte Zeilen: Diese Kennzahlen haben reinen informativen Charakter und fließen bei der Ermittlung der Rating-Note nicht in die Auswertung ein.

A.2.2.3 Finanzaufstellungen Stern Immobilien AG (Konzern)

DATEN AUS DER BILANZ: AKTIVA

	2010 EUR	2011 EUR	2012 EUR
Anlagevermögen	17.770.580	28.386.414	26.010.448
davon: Sachanlagen	14.935.521	25.514.093	15.011.515
Umlaufvermögen	10.767.742	9.958.259	14.598.689
davon: Vorräte	1.323.769	1.299.961	3.153.153
davon: Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	2.915.515	5.505.279	10.086.166
<i>davon: Forderungen aus L.u.L.</i>	<i>2.581.736</i>	<i>5.041.669</i>	<i>9.234.340</i>
davon: Wertpapiere im Umlaufvermögen	0	0	0
davon: Kasse, Schecks und Bankguthaben	6.528.458	3.153.019	1.359.370
Bilanz Summe	28.719.844	38.480.584	40.664.594

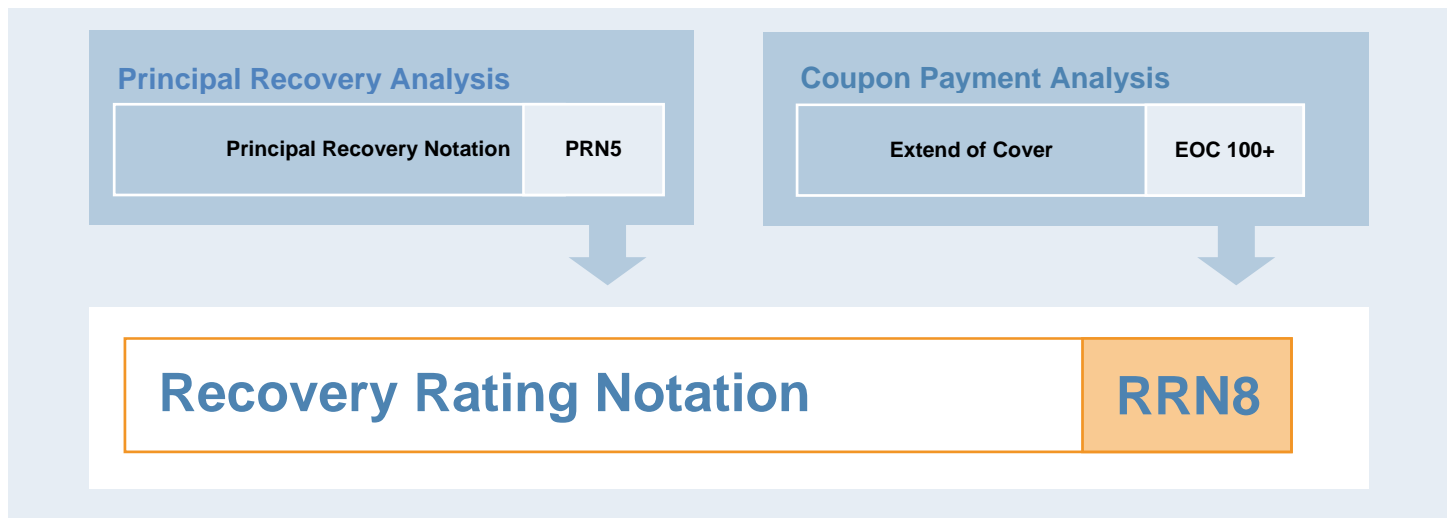
DATEN AUS DER BILANZ: PASSIVA

	2010 EUR	2011 EUR	2012 EUR
Eigenkapital	4.010.559	8.851.219	12.297.111
davon: Gewinnrücklage	1.763.600	3.413.581	7.714.978
Sonderposten mit Rücklageanteil	0	0	0
Verbindlichkeiten (gesamt)	24.011.173	27.808.005	25.938.664
davon: Verbindlichkeiten bis 1 Jahr	5.692.301	14.906.797	21.703.613
davon: Verbindlichkeiten aus L.u.L.	3.302.551	2.628.006	481.921
Rückstellungen	554.948	1.652.854	2.084.897
davon: langfristige Rückstellungen	0	0	0

DATEN AUS DER GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

	2010 EUR	2011 EUR	2012 EUR
Umsatzerlöse	7.618.800	15.631.899	10.017.212
Materialaufwand	3.531.809	12.371.917	11.821.640
Zinsaufwendungen des laufenden Jahres	594.446	1.143.100	793.685
Abschreibungen des laufenden Jahres	134.907	146.095	368.591
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2.824.537	3.477.585	6.365.054
Außerordentliches Ergebnis	-12.738	-1.260.423	-404.822
Gewinn vor Steuer	2.811.799	2.217.162	5.960.232
Gewinn nach Steuer	2.316.427	2.614.452	5.786.608

B. Level 2 – Recovery Rating



B.1 Erläuterung

Die Recovery Rate ist definiert als potenzielle Erlösquote bei Forderungsausfällen. Für die Bestimmung dieser Erlösquote werden mögliche Anleihebesicherungen untersucht. Darüber hinaus wird die Cashflow-Planung des Unternehmens einem Stresstest unterzogen.

Die zu erreichenden Recovery Rates sind primär abhängig von der bestehenden Besicherung (Collateral) der Anleihe, zum anderen von der Vorrangigkeit der Bedienung der Anleihegläubiger im Falle eines Zahlungsausfalls. Die Besicherung kann dinglicher Art oder persönlicher Art sein.

B.2 Principal Recovery Analysis

Der Anspruch auf Rückzahlung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen wird laut der Anleihebedingungen durch Verpfändung von 90.000 Inhaberaktien an der Stern Real Estate AG abgesichert. In der Stern Real Estate AG liegen drei Objekte, die als langfristige Renditeobjekte geplant sind. Dabei handelt es sich um:

Verpfändungsgegenstand 1

Objekt	NAV
Tulbeckstraße, München	5.117.483
Memmeldorferstraße, Bamberg	286.770
Bomonti, Istanbul	4.105.000
	<u>9.509.253</u>
	Verbindlichkeit ggü. SI AG 4.150.000
	Forderung ggü. SI AG 1.935.000
	<u>Saldierung 2.215.000</u>
	<u>Zwischensumme 7.294.253</u>
	Bereinigung um Steuerlatenzen 943.978
	<u>6.350.275</u>
	Anteil Stern Immobilien AG 90 % 5.715.248

Gegenüber der Stern Real Estate AG bestehen weiterhin Forderungen, die an die Anleihegläubiger verpfändet werden:

Verpfändungsgegenstand 2

SI gegenüber SRE	2.215.000
SI gegenüber Objekt Tulbeckstr. GmbH & Co. KG	157.000
SI gegenüber Objekt Memmeldorferstr. GmbH & Co. KG	320.000
SI gegenüber Stern Investment Group	805.000
	<u>3.497.000</u>

Zusätzlich wird aus dem Emissionserlös ein Darlehen durch die Stern Immobilien AG an die Stern Real Estate AG ausgereicht. Die Forderung wird ebenfalls an den Treuhänder verpfändet:

Verpfändungsgegenstand 3

SI gegenüber SRE	1.828.253
	<u>1.828.253</u>

Die oben genannten Verpfändungsgegenstände bilden die gesamte Basis des Sicherungskonzeptes:

Verpfändungsgegenstand 1	5.715.248
Verpfändungsgegenstand 2	3.497.000
Verpfändungsgegenstand 3	1.828.253
	<u>11.040.501</u>

Die Summe aus den drei Verpfändungsgegenständen muss einen Gesamtwert von 55% des platzierten Anleihevolumens und damit bei Vollplatzierung der Anleihe von EUR 20 Mio. einen Gesamtwert von EUR 11 Mio. erreichen. Die Prüfung der Höhe des Verpfändungsgesamtwertes bzw. die vollständige bzw. teilweise Freigabe von Forderungen der Verpfändungsgegenstände 2 und 3 im Falle der Überschreitung des Verpfändungsgesamtwertes werden in einem gesonderten Treuhandvertrag geregelt. Als Treuhänder wurde die Kanzlei Mayrhofer + Partner Partnerschaftsgesellschaft, München, bestellt. Der Treuhänder ist zur Rückgabe bzw. Mitwirkung bei der Löschung der dinglichen Sicherungsrechte verpflichtet.

B.3 Coupon Payment Analysis

Im Rahmen der Coupon Payment Analysis wird die Fähigkeit des Emittenten untersucht, den vereinbarten Kupon während der Laufzeit der Anleihe zu bedienen. Hierbei werden die verfügbaren Cashflows den Kuponzahlungen der Anleihe gegenübergestellt, um die Deckungshöhe für die Kuponzahlungen zu ermitteln.

Grundlage für das Modell ist die von der Stern Immobilien AG zu Verfügung gestellte Liquiditätsplanung.

Im Modell wurde von einer Vollplatzierung der Anleihe ausgegangen und als Absicherung wurden Mittel auf einem Treuhandkonto in Höhe einer Kuponzahlung berücksichtigt.

Für den nicht investierten Anteil der eingesammelten Mittel wurde eine Verzinsung von null Prozent angenommen.

Da für die Stern Immobilien AG keine gesetzlichen oder satzungsmäßigen Ausschüttungssperren bestehen, wurde im Modell angenommen, dass die kompletten Überschüsse ausgeschüttet werden.

Aufgrund der Abhängigkeit des Immobilienmarktes von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, besteht Unsicherheit bezüglich der angenommenen Verkaufspreise und Verkaufszeitpunkte der Wohn- und Geschäftsimmobilien sowie der Projektentwicklungen. Da zu realisierende Verkaufserlöse sowie die Verkaufszeitpunkte in den einzelnen Projekten für die Bedienung des Kupons ausschlaggebend sind, wurde im Modell eine Verschiebung der Verkaufszeitpunkte angenommen sowie die Höhe der Verkaufserlöse variiert.

Auf Basis dieser Modellannahmen wurde mittels einer Monte-Carlo-Simulation der Extent of Cover (der Deckungsgrad des Kupons) berechnet. Als Ergebnis wurde ein EOC (Extent von Cover) von 100% ermittelt, was der höchsten und damit sichersten Klasse entspricht.

IV. Pflichtangaben

Verantwortlichkeit

Unternehmen

Scope Ratings GmbH
Lennéstraße 5
D – 10785 Berlin

Tel +49 (0) 30 - 27891 – 0
Fax +49 (0) 30 - 27891 - 100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Geschäftsführer: Thomas Morgenstern
Amtsgericht Stuttgart HRB 354390
USt.-Identifikationsnummer DE 222618588

Analysten

Primary Analysten

Botho v. Hülsen	(Lead Analyst)
Kai Zimmermann	(Corporate Analyst)
Matthias Koch	(Corporate Analyst)
Ingo Büch	(Financial Analyst)
Guido Nölke	(Analyst tax & legal)

Rating-Komitee

Thomas Morgenstern	(Managing Director)
Jan-Hein Peek	

Informationsquellen

- Liquiditäts-Modell bis 2018
- Anleihebedingungen
- Konzernjahresabschlüsse 2010 bis 2012 (teilweise nicht testiert)
- Ausgewählte Verträge und qualitative Dokumente
- Direkte Auskünfte des Managements

Durchführung

- Die Analyse wurde von der Scope Ratings GmbH unabhängig nach erfolgter Beauftragung erstellt.
- Der Auftraggeberin wurde ermöglicht, die Analyse vor der Veröffentlichung einzusehen und eine Stellungnahme abzugeben.
- Bei der Umsetzung des Ratings wurde die zum Zeitpunkt der Analyse aktuelle und gültige Ratingmethodik für Corporate Bonds der Scope Ratings GmbH angewendet.
- Die Rechte der Veröffentlichung liegen ausschließlich bei der Scope Ratings GmbH.

Geschäftliche Verbindungen

- Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings GmbH an der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings GmbH.
- Die im Rahmen der Analyse beteiligten Analysten sowie die Geschäftsführung der Scope Ratings GmbH besitzen keine Anteile der vorliegenden Beteiligung oder an der Anbieterin.
- Weder die Scope Ratings GmbH noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung von Neuemissionen analysierter Produkte beteiligt oder in den Vertrieb des vorliegenden Produktes involviert.
- Eine fakultativ entgeltliche Nutzung der Scope-Analyseergebnisse durch die Anbieterin liegt vor.
- Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings GmbH und der Anbieterin.

Haftungsausschluss

Das vorliegende Dokument wurde von der europäischen Rating Agentur Scope Ratings im Rahmen eines Ratings erstellt. Dieses Dokument unterliegt damit den Bestimmungen der EU Verordnung Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates. Basierend auf diesen Regelungen beschränkt Scope Ratings die Verwendungsmöglichkeiten dieses Dokuments durch folgende Bestimmung: die Weitergabe des Rating-Dokuments, auch in Teilen, ist erst nach schriftlicher Genehmigung durch Scope Ratings gestattet. Alle in diesem Gutachten vorgenommenen Bewertungen beruhen auf Angaben, Dokumenten und Informationen, die öffentlich zugänglich waren oder vom Rating-Objekt oder dessen Umfeld zur Verfügung gestellt wurden. Das Rating wurde mit größtmöglicher Sorgfalt und nach bestem Wissen verfasst. Inhalt und Ergebnis stellen jedoch lediglich eine Meinungsäußerung der Scope dar. Für aufgrund des Rating-Gutachtens getroffene Entscheidungen und deren mögliche Schäden wird keine Haftung übernommen.



Kontakt

Scope Ratings GmbH

Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5

10785 Berlin

T: +49 (0)30 27891-0

F: +49 (0)30 27891-100

Service: +49 (0)30 7891-300

info@scoperatings.com

www.scoperatings.com