

Euler Hermes Rating GmbH

**Methodik:  
Projektrating (Immobilien)**

30. Juni 2017



# Inhalt

<b>Einführung</b>	<b>1</b>
<b>Projektrisiko</b>	<b>1</b>
Standortrisiko	2
Objektrisiko	3
Vermietungsrisiko	3
Gewichtung	4
<b>Finanzrisiko</b>	<b>4</b>
Cashflow und Ertrag	4
Kapitalstruktur und Kapaldienstfähigkeit	5
Stressszenario-Analyse	6
Gewichtung	6
<b>Anker-Rating</b>	<b>7</b>
Gewichtung der Risikoprofile	7
EHR-Ratingmatrix	7
<b>Stand-Alone-Rating</b>	<b>8</b>
Operationelle Risiken	8
Modifizierung 1	9
<b>Projektrating</b>	<b>9</b>
Öffentlicher Sektor	9
Modifizierung 2	9
<b>Anlagen</b>	
Anlage 1	Herleitung Projektrating (Immobilien)
Anlage 2	Definition Finanzkennzahlen

# Einführung

## **Transparente Darstellung der Ratingmethodik**

Die vorliegende Methodik für Immobilienprojektratings (Immobilienprojektrating-Methodik) verfolgt insbesondere das Ziel, die Vorgehensweise im Rahmen der Erstellung von Immobilienprojektratings durch die Euler Hermes Rating GmbH (EHR) transparenter darzustellen, sodass die relevanten Ratingkriterien und deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation für Kunden, Investoren und interessierte Dritte nachvollziehbarer werden. Mit der Einführung und Anwendung dieser Methodik sind keine Veränderungen von Ratingnotationen, die auf Basis der Projektrating-Methodik aus dem März 2012 erstellt wurden, verbunden.

## **Keine Auswirkungen auf bestehende Rating- notationen**

## **Spezifizierung der allgemeinen Projekt- rating-Methodik**

Die hier vorliegende Immobilienprojektrating-Methodik ist eine Ergänzung der Grundlagen für die Vergabe von Ratings sowie für weitere Dienstleistungen und eine Spezifizierung der Methodik Projektrating (allgemein), die auf unserer Website verfügbar sind. Die Immobilienprojektrating-Methodik adressiert grundsätzlich sämtliche Projekt- bzw. Zweckgesellschaften, deren Geschäftsgegenstand eine i. d. R. unbefristete Haltedauer (fremd-)finanzierter Immobilien vorsieht. Typische Projekte fallen regelmäßig in die Kategorien Gewerbeimmobilien und Wohnungsbau. Für das Emissionsrating eines Finanzinstrumentes ist darüber hinaus die Emissionsrating-Methodik, die ebenfalls auf unserer Website verfügbar ist, relevant. Die Immobilienrating-Methodik bezieht sich nicht auf das Rating strukturierter Finanzierungen, bei denen die Emission mit einem zugrunde liegenden Forderungspool verbunden ist.

## **Einzelfallbezogene Einschätzungen sind integraler Bestandteil der Methodik**

Wie bei jeder ihrer Ratingmethodiken verwendet die Euler Hermes Rating GmbH die nachfolgenden methodischen Grundlagen als Orientierung und Leitlinie für den Ratingprozess. Das Ergebnis des Entscheidungsprozesses im Einzelfall liegt jedoch im Ermessen des Ratingkomitees. Da jedes Rating eine Meinung der Analysten und der Ratingagentur darstellt, sind einzelfallabhängige Einschätzungen und Bewertungen ein integraler Teil der Methodik. Dies erfordert auch, dass die Immobilienprojektrating-Methodik unterschiedliche Projektstadien, Objektarten und Organisationsformen zulässt, die individuell bewertet werden. Die vorliegende Methodik stellt somit die Rahmenbedingungen für die Analyse dar und wird kontinuierlich weiterentwickelt.

## **Gewichtung von Projektrisiken und Finanzrisiken**

Die Methodik für das Rating von Immobilienprojekten ist in die beiden Kernanalysebereiche Projektrisiko und Finanzrisiko unterteilt. In den folgenden Abschnitten werden diese Analysebereiche sowie die einzelnen ratingrelevanten Faktoren erläutert. Zudem erfolgen eine Darstellung der Gewichtungen dieser Faktoren sowie deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation unter Berücksichtigung von Modifikationen für projektspezifische operationelle Risiken und externe Einflüsse. Eine Übersicht aller Faktoren und die Herleitung des Immobilienprojektratings sind in Anlage 1 dargestellt.

# Projektrisiko

## **Interne und externe Analysen als Ausgangs- punkt der Risikoanalyse**

Ausgangspunkt für die Analyse des Projektrisikos sind im Hinblick auf das Standortrisiko zum einen vom Emittenten oder verbundenen Dienstleistern zur Verfügung gestellte Informationen, zum anderen interne und externe Marktanalysen. Externe Informationen umfassen hierbei im Wesentlichen Analysen und Marktberichte, ergänzende Informationen oder Expertengutachten sowie Informationsmaterial von Wirtschaftsinstituten und -verbänden. Informationen zur Projektstruktur und bezüglich des Objekt- und Vermietungsrisikos erhalten die Analysten aus der Dokumentation zum betreffenden Projekt sowie im Rahmen von Managementgesprächen und Objektbesichtigungen.

## Standortrisiko

Bei der Analyse des Standortes werden Rahmenbedingungen und Veränderungen im Markt- und Wettbewerbsumfeld, die Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung insbesondere der Cashflows des jeweils betrachteten Objektes haben können, analysiert. Hierbei werden übergeordnete Standortkriterien der Region (Makrostandort) sowie die unmittelbare Umgebung des Projektstandorts (Mikrostandort) betrachtet.

### Makrostandort

#### *Analyse der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und des Immobilienmarktes*

Bei der Analyse der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen am Makrostandort wird insbesondere die Entwicklung des entsprechenden wirtschaftlichen Umfeldes untersucht. Im Vordergrund stehen quantitative Indikatoren, die Aussagen über die zukünftig zu erwartende Nachfrage von Mietern oder Käufern ermöglichen. Hierzu gehören neben der Analyse volkswirtschaftlicher Kennzahlen insbesondere auch die Entwicklung des jeweiligen Immobilienmarktes sowie die wirtschaftliche Entwicklung spezifischer Branchen, die für die Nutzung der Immobilien bzw. deren Mieter relevant sind.

#### *Bewertung der strukturellen Rahmenbedingungen und der Infrastruktur*

Ferner wird in diesem Zusammenhang auch das strukturelle Umfeld des Standortes, z. B. im Hinblick auf die Bevölkerungsstruktur bzw. gewerbliche Strukturen / Branchenmix, sowie die überregionale Infrastruktur untersucht. Außerdem erfolgt auch die Analyse der übergeordneten regulatorischen Rahmenbedingungen, wie z. B. das Bau- und Mietrecht, Steuerrecht oder Umweltschutzrichtlinien.

#### *Einfluss der regulatorischen Rahmenbedingungen*

Darüber hinaus wird in der Regel der Einfluss rechtlicher, politischer und technologischer Rahmenbedingungen auf die zukünftige Entwicklung des Immobilienprojektes untersucht. Dies umfasst insbesondere auch mittel- bis langfristige strukturelle Veränderungen, die wesentliche Anpassungen des Immobilienprojektes erforderlich machen können.

Eine erhöhte Zyklizität bzw. Volatilität innerhalb einer relevanten Branche, im Wesentlichen der Branche der Mieter bzw. Pächter, führt beispielsweise in der Regel zu erhöhten Risiken für die Ertragskraft und die Cashflows der Objektgesellschaft und verändert somit das Anforderungsprofil im Hinblick auf die Objektqualität und Mieterstruktur sowie die finanzielle Flexibilität des Immobilienprojektes.

#### *Analyse der Diversifizierung*

Identifizierte Risiken können sich bei Standortkonzentration stärker materialisieren als in regional verteilten Immobilienportfolios. Vor diesem Hintergrund wird die Diversifizierung des Projektes insbesondere im Hinblick auf die Anzahl der Makrostandorte im Portfolio analysiert

### Mikrostandort

Besteht das Immobilienprojekt aus mehreren Einzelobjekten an unterschiedlichen Standorten oder unterschiedlicher Assetklassen, erhöht sich entsprechend die Anzahl der zu analysierenden (Teil-)Märkte.

#### *Analyse der Lage, Infrastruktur und Wettbewerbsposition*

Bei der Analyse der Rahmenbedingungen am Mikrostandort werden insbesondere die Lage des Objektes, die relevante Infrastruktur am Standort sowie der relevante Wettbewerb untersucht. Der Vergleich mit Wettbewerbsobjekten umfasst – soweit möglich – neben quantitativen auch qualitative Faktoren, aus denen sich Wettbewerbsvorteile oder -nachteile insbesondere im Hinblick auf die Lage, Objektspezifikation sowie den Mietermix ableiten lassen. Hierbei werden differenzierende Merkmale herausgearbeitet, die eine wesentliche Relevanz für die Marktposition des betrachteten Objektes haben können.

### **Analyse der Diversifizierung**

Identifizierte Risiken können sich bei Standortkonzentration stärker materialisieren als in regional verteilten Immobilienportfolios. Vor diesem Hintergrund wird die Diversifizierung des Projektes insbesondere im Hinblick auf die Anzahl der Mikrostandorte im Portfolio analysiert.

## Objektrisiko

### **Bewertung der Objektspezifikationen**

Die Analyse der Objektqualität basiert auf den wesentlichen Zielsetzungen des Immobilienprojektes. Die Objektqualität wird vorrangig von den Objektspezifikationen (z. B. bauliche oder technische Ausstattung, Grundrisse, etc.) und dem Instandhaltungszustand bestimmt. Die Objektspezifikationen werden insbesondere im Hinblick auf die (zukünftigen) Anforderungen der Nutzer bzw. Mieter der Immobilie analysiert. Die Kriterien werden auch vor dem Hintergrund der erwarteten Marktentwicklung und der Wettbewerbsposition des Objektes plausibilisiert und bewertet.

### **Plausibilisierung der Objektqualität**

Die Plausibilisierung und Bewertung der Objektqualität erfolgt u. a. auf Grundlage von Gesprächen mit dem Asset Management bzw. den Eigentümern sowie ggf. den Betreibern der Immobilie. Außerdem werden Gutachten von anerkannten Sachverständigen über den Zustand und den Wert des Objektes herangezogen. Weiterhin führen die Analysten in der Regel eine Objektbesichtigung zur Bewertung der Projektqualität durch.

### **Bewertung der Diversifizierung**

Identifizierte Risiken können sich in Einzelobjekten stärker materialisieren als in Immobilienportfolios. Vor diesem Hintergrund wird die Diversifizierung des Projektes insbesondere im Hinblick auf die Anzahl der Einzelobjekte oder deren unterschiedlichen Nutzungsarten analysiert.

## Vermietungsrisiko

### Mieterstruktur

#### **Abhängigkeiten von einzelnen Mietern**

Bei der Analyse der Mieterstruktur wird insbesondere bewertet, ob und in welchem Ausmaß Abhängigkeiten von einzelnen Mietern oder Branchen bestehen. Weiterhin wird – soweit möglich – die Bonität etwaiger Anker- oder alleiniger Mieter bewertet. Im Zusammenhang mit der Analyse der Mieterstruktur erfolgt außerdem eine Bewertung der Mietvertragsstrukturen insbesondere auch im Hinblick auf die Mietvertragslaufzeiten.

Darüber hinaus besteht für Immobilienprojekte das Risiko, dass insbesondere durch die Mieter ein erhöhter Preisdruck entsteht. Dies kann bei einer schwachen Positionierung des betrachteten Objektes oder einer hohen Konzentration der Mieter (z. B. durch Ankermieter) der Fall sein. Im Rahmen der Analyse erfolgt eine Einschätzung, inwieweit sich derartige Strukturen auf die zukünftige Entwicklung des Projektes auswirken können.

### Betreiber

#### **Fokus auf die Operationalisierung der Projektbeteiligten**

Wesentliche Risiken können sich für das Immobilienprojekt auch durch den Betreiber der Immobilie (Betreiberimmobilien wie z. B. Hotels oder Pflegeheime), dessen Bonität, verfügbare Ressourcen und die jeweilige Vertragsgestaltung ergeben. Hierbei ist entscheidend, dass die vorhandenen Ressourcen an die Größe des gesamten Immobilienprojektes

angepasst und angemessen sind, um die zukünftig geplante Entwicklung des Immobilienprojektes bzw. des Immobilienportfolios ausreichend zu unterstützen. Die Bewertung dieser Risiken erfolgt grundsätzlich projektindividuell durch die Analysten.

## Gewichtung

### *Analystenbasierte Gewichtung der Teilbereiche*

Zur Bewertung des Projektrisikos erfolgt eine analystenbasierte Gewichtung der Teilbereiche Standort-, Objekt- und Vermietungsrisiko. Entscheidend ist hierbei, welche Merkmale als wesentlich für die zukünftige Entwicklung des Immobilienprojektes angesehen werden. Aus dieser Gewichtung folgt die Einordnung des Projektrisikos in fünf Bewertungskategorien:



## Finanzrisiko

### *Analyse der Einzel- und Konzernabschlüsse sowie des Businessplans*

Die Grundlage für die Finanzanalyse bilden in der Regel die jeweiligen Prüfungsberichte (Einzel- und Konzernabschlüsse) der vergangenen drei bis fünf Geschäftsjahre der relevanten Objektgesellschaften, sofern es sich um ein Bestandsobjekt handelt, sowie die Businessplanung / Planung des Emittenten. Die unterjährige Entwicklung wird im Wesentlichen anhand von Quartals- oder Monatsreportings bewertet. Die Einschätzung der finanziellen Flexibilität erfolgt insbesondere über die Analyse der Cashflows, der aktuellen Finanzierungsübersicht sowie der Liquiditätsvorschau. Darüber hinaus stellen die Initiatoren bzw. Eigentümer des Immobilienprojektes in der Regel Informationen zur finanziellen Planung sowie die zugehörigen Annahmen, die dieser Planung zugrunde liegen, zur Verfügung. Üblicherweise werden diese Informationen durch die Analysten durch eigene Simulationsrechnungen und Stresstests ergänzt.

### *Erstellung der Struktur- bilanz sowie der Struktur- Gewinn- und Verlust- rechnung*

Die Angaben in den Jahresabschlüssen und dem Businessplan werden durch Bereinigungen in eine Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung sowie Strukturbilanz überführt. Bei der Bilanz stehen dabei die Werthaltigkeit der ausgewiesenen Vermögensgegenstände sowie gegebenenfalls die Korrektur von bilanzpolitischen Maßnahmen im Vordergrund. Die Gewinn- und Verlustrechnung wird insbesondere um nicht nachhaltige Aufwendungen und Erträge bereinigt. Die Bewertung der auf dieser Basis ermittelten Kennzahlen erfolgt zyklusübergreifend (through-the-cycle) anhand eines EHR-internen Kennzahlenschemas.

## Cashflow und Ertrag

### *Analyse der Mittelherkunft und Mittelverwendung*

Die Analyse der Cashflows untersucht auf Basis einer Stufen-Cashflow-Rechnung die Mittelherkunft und die Mittelverwendung in den vergangenen und zukünftigen Perioden der Projektgesellschaft.

Hierbei werden folgende Bestandteile des Cashflows betrachtet:

Cashflow-Analyse
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</li> <li>▪ Cashflow aus der Investitionstätigkeit</li> <li>▪ Free Cashflow</li> <li>▪ Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</li> </ul>

Bei der Bewertung der finanziellen Planung zeigt die Analyse des Cashflows, in welchem Umfang sich die geplanten ertrags- und kapitalstrukturelevanten Maßnahmen auf die zukünftige Liquiditätsentwicklung des Immobilienprojektes auswirken können.

***Fokus auf die auf den Kapitaleinsatz bezogene Rentabilität***

Bei der Analyse der Ertragskraft einer Objektgesellschaft fokussiert sich EHR insbesondere auf die auf den Kapitaleinsatz bezogene Rentabilität. Im Rahmen der Analyse der finanziellen Planung liegt der Fokus im Wesentlichen auf der Bewertung der zukünftigen Entwicklung von Umsatz, Ertrag und Aufwendungen vor dem Hintergrund der erwarteten Marktentwicklung sowie der Projektstruktur.

## Kapitalstruktur und Kapitaldienstfähigkeit

***Bewertung der Kapitalstruktur und der Zins- bzw. Kapitaldienstdeckungsrelationen***

Die Bewertung der Kapitalstruktur erfolgt durch die Analyse der statischen Kapitalstruktur sowie der Verschuldung in Relation zu den erwirtschafteten Cashflows (dynamische Verschuldung). Bezüglich der Kapitalstruktur ist insbesondere das Verhältnis der wirtschaftlichen Eigenmittel zum Gesamtkapital sowie zu den Finanzverbindlichkeiten von Bedeutung. Hierbei wird auch die Struktur und Werthaltigkeit der ausgewiesenen Vermögensgegenstände betrachtet. Im Rahmen der Analyse der Kapitaldienstfähigkeit werden insbesondere die auf die Zinsaufwendungen bzw. den Kapitaldienst bezogenen Deckungsrelationen untersucht.

Wesentliche Kennzahlen im Zusammenhang mit der Bewertung der Kapitalstruktur und der Verschuldung sind:

Kapitalstruktur	Kapitaldienstfähigkeit
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigenkapitalquote</li> <li>▪ Loan to Value (LTV)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EBIT-Zinsdeckung</li> <li>▪ Cashflow-Kapitaldienstdeckung (DSCR)</li> </ul>

***Umsetzung möglicher Kapital- oder Investitionsmaßnahmen***

Die Analyse der zukünftigen Verschuldung erfolgt auf der Grundlage der finanziellen Planung und berücksichtigt neben der grundsätzlichen Entwicklung der Kennzahlen insbesondere auch die Umsetzung möglicher Kapital- oder Investitionsmaßnahmen. Hierbei ist entscheidend, dass diese Entwicklungen im Hinblick auf die Projektstruktur konsistent sind.

***Bewertung der finanziellen Flexibilität***

Ein weiteres relevantes Kriterium zur Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit ist die finanziellen Flexibilität unter Berücksichtigung der Entwicklung der unterjährigen Liquidität, der Bewertung der freien Kreditlinien sowie der Diversifizierung der Finanzierungspartner über Finanzintermediäre und den Kapitalmarkt. Wichtig sind in diesem Zusammenhang auch die Besicherung der Kredite sowie mögliche Financial Covenants.

***Bewertung von Refinanzierungsrisiken***

Des Weiteren wird im Rahmen der Bewertung der Kapitaldienstfähigkeit analysiert, inwiefern aus offenen Finanzierungen (z. B. Anschlussfinanzierungen) oder Zinsänderungen Risiken entstehen können.

## Stressszenario-Analyse

### *Kritische Würdigung wesentlicher Modell- parameter und Ableitung von Stressszenarien*

Im Rahmen der erweiterten Analyse des Finanzrisikos entwickelt EHR üblicherweise einen sogenannten Rating Case, bei dem für verschiedene Parameter Bandbreiten nach eigenen Annahmen definiert und deren Auswirkungen auf die Cashflows und Kapitaldienstfähigkeit des Projektes analysiert werden. Darüber hinaus werden üblicherweise alle wesentlichen Modellparameter einer kritischen Würdigung unterzogen und die Auswirkungen hieraus abgeleiteter Stressszenarien auf die Cashflows und Kapitaldienstfähigkeit bewertet.

In den Stressszenarien werden Abweichungen wesentlicher Erträge und Aufwendungen simuliert. Gegenstand dieser Abweichungsanalyse können beispielsweise Simulationsrechnungen hinsichtlich divergierender Preisentwicklungen oder Leerstände in den Immobilien sein. Hierbei wird maßgeblich das Ziel verfolgt, die Sensitivität der Projekt-Cashflows zu messen und zu bewerten, insbesondere gegenüber verschiedenen Szenarien in Bezug auf mögliche Standort-, Objekt- oder Vermietungsrisiken, wie z. B. der Entwicklung der Mietpreise und Leerstände oder die Höhe von Investitionskosten. Die Einschätzung von EHR basiert hierbei grundsätzlich auf konservativen Szenarien. In Einzelfällen werden darüber hinaus konkrete Break-Even-Werte ermittelt. Die Ergebnisse der Szenarioanalyse liefern wesentliche Erkenntnisse in Hinblick auf die Stabilität und Nachhaltigkeit der Kapitaldienstfähigkeit des Projektes.

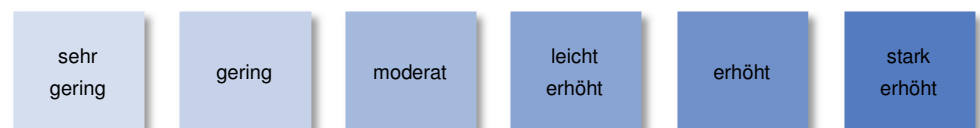
Wesentliche Instrumente der Stressszenario-Analyse sind:

Instrumente
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Marktpreisszenarien, Inflation, Zinsen</li><li>▪ Nachfrage- / Bedarfsszenarien</li><li>▪ Wahrscheinlichkeitsverteilungen / Monte-Carlo-Simulation</li><li>▪ Break-Even-Analyse</li><li>▪ Eventrisiken und Eintrittswahrscheinlichkeiten</li><li>▪ Kombination verschiedener Stressszenarien</li></ul>

## Gewichtung

### *Analystenbasierte Gewichtung der Analysebereiche*

Bei der Bewertung des Finanzrisikos werden insbesondere die Erkenntnisse aus der Szenarioanalyse genutzt. Die Auswirkungen auf die Deckungs-Kennzahlen haben dabei üblicherweise die höchste Gewichtung. Die Einordnung des Finanzrisikos erfolgt in sechs Bewertungskategorien:





# Anker-Rating

## Gewichtung der Risikoprofile

Auf der Grundlage der Einschätzung des Projekt- und Finanzrisikos wird das Anker-Rating des jeweiligen Emittenten bestimmt. Das Anker-Rating führt das Projekt- und Finanzrisiko zu einem (Teil-)Rating zusammen. Mögliche operationelle Risiken oder externe Einflüsse bleiben hierbei zunächst unberücksichtigt.

## EHR-Ratingmatrix

**Asymmetrische Gewichtung von Projekt- und Finanzrisiko**

Durch die vorangegangene Bewertung der beiden Risikoprofile wird das Anker-Rating bestimmt. Die Gewichtung der Risikoprofile hängt im Wesentlichen von der Ausprägung des Finanzrisikos ab. Bei einem erhöhten Finanzrisiko des betrachteten Immobilienprojektes ist das Finanzrisikoprofil für die Herleitung des Anker-Ratings von wesentlicher Bedeutung, bei einem geringeren Finanzrisiko nimmt die Bedeutung des Projektrisikos zu. Daraus ergibt sich eine asymmetrische Gewichtung. Für ein Anker-Rating im Investmentgrade sind daher insbesondere die Anforderungen an das Finanzrisikoprofil entsprechend hoch. In diesem Zusammenhang führt ein erhöhtes Finanzrisiko in der Regel auch zu einem (teilweise deutlich) unterdurchschnittlichen Anker-Rating.

Die Gewichtung des Projekt- und Finanzrisikoprofils erfolgt über die EHR-Ratingmatrix, in der die jeweiligen Bewertungen der Risikoprofile zu einem Anker-Rating verdichtet werden:

Projektrisiko	Finanzrisiko					
	sehr gering	gering	moderat	leicht erhöht	erhöht	stark erhöht
sehr gering	AAA / AA+	AA	A-	BBB-	BB-	B-
gering	AA	A+	BBB+	BB+	B+	CCC
moderat	AA-	A	BBB	BB	B	CCC-
leicht erhöht	A	BBB+	BB+	BB-	B-	CC
stark erhöht	BBB	BB+	BB-	B	CCC+	C

Die Matrix dient den Analysten als Anhaltspunkt. Begründete einzelfallbezogene Abweichungen von dieser Vorgehensweise sind somit grundsätzlich möglich.

# Stand-Alone-Rating

## Operationelle Risiken

### **Fokus auf Projekt-spezifische Strukturen und Prozesse**

Operationelle Risiken werden unabhängig vom Projekt- und Finanzrisiko identifiziert und bewertet. Diese beziehen sich hierbei vorrangig auf die projektspezifischen Strukturen und Prozesse.



### **Bewertung der Projektierungs-, Bau- und Vermarktungsrisiken**

Die Existenz typischer Projektierungs-, Bau- und Vermarktungsrisiken führt regelmäßig zu einer negativen Modifizierung des Anker-Ratings. Die Voraussetzungen hierfür können nach planmäßiger Fertigstellung und erfolgreichem Anlauf des Projektes entfallen. Bei der Bewertung werden insbesondere Instrumente zur Begrenzung der typischen Risiken aus Baukostenüberschreitungen, Zeitverzögerungen, Anlaufschwierigkeiten oder Liquiditätseingpässen während der Bauphase analysiert.

### **Bewertung des Managements, der Corporate Governance und der Organisation**

Bei der Bewertung des Managements werden insbesondere Personenabhängigkeiten sowie die Qualifikation externer Stakeholder analysiert. Bei Bedarf werden auch die Regelungen zur Corporate Governance bewertet. Hierbei stehen insbesondere die Interessen-, Aufsichts- und Anreizstrukturen sowie die Transparenz der Projektsituation und -entwicklung für externe Stakeholder im Vordergrund. Steuerungsfähigkeit, Transparenz, Effizienz und Nachhaltigkeit bilden den Fokus im Rahmen der Analyse der Organisation. Im Bereich der Planungs- und Steuerungsinstrumente wird bewertet, inwieweit die vorhandenen Planungs- und Steuerungsinstrumente sowie das Risikomanagementsystem den Projektbeteiligten eine angemessene Entscheidungsgrundlage für die Projektsteuerung bieten.

### **Analyse der leistungswirtschaftlichen Prozesse**

Bei der Bewertung der leistungswirtschaftlichen Prozesse stehen insbesondere die Projektbeteiligten (Asset Management, technisches Management) im Fokus der Analyse. Hierbei wird speziell die Qualifikation der beauftragten Unternehmen oder Personen bewertet. Bei der Bewertung von rechtlichen Risiken sind insbesondere Risiken aus laufenden Rechtsstreitigkeiten oder -verfahren von Bedeutung.

## Modifizierung 1

### *Stand-Alone-Rating als Modifizierung des Anker-Ratings*

Im Hinblick auf die Bewertung der operationellen Risiken und eine gegebenenfalls vorzunehmende Modifizierung des Anker-Ratings besteht die Grundannahme, dass sämtliche projektspezifischen Strukturen und Prozesse angemessen vom Projektmanagement beherrscht oder abgesichert werden, sodass sich eine Modifizierung in der Regel negativ auswirken wird. Das Ausmaß dieser Modifizierung wird individuell und analytensbasiert bestimmt und kann gegebenenfalls zu erheblichen (negativen) Anpassungen führen. In begründeten Einzelfällen kann die Modifizierung in einer geringfügigen Verbesserung des Stand-Alone-Ratings resultieren.

Als Ergebnis der Modifizierung ergibt sich das Stand-Alone-Rating, das eine Aussage über das eigenständige Rating des Projektes trifft.

## Projektrating

### Öffentlicher Sektor

#### *Einfluss durch den öffentlichen Sektor*

Ausgehend vom Stand-Alone-Rating kann die Bonität des zu bewertenden Projektes durch einen öffentlichen Hintergrund beeinflusst werden.

Bestehen qualifizierte Stimm- bzw. Kontrollrechte oder sind die Inhaber des Projektes mehrheitlich dem öffentlichen Sektor zuzuordnen, werden mögliche ratingbeeinflussende Sachverhalte überprüft. Hierbei ist zu unterscheiden, ob ein direkter / rechtlicher Einfluss besteht oder sich aus der vorhandenen Bedeutung des Projektes ein indirekter / faktischer Einfluss ableiten lässt. Bei einem faktischen Einfluss wird anhand verschiedener Kriterien einzelfallbezogen die Wahrscheinlichkeit und Fähigkeit abgeschätzt, dass gegebenenfalls temporäre Interventionen durch den öffentlichen Sektor unternommen werden.

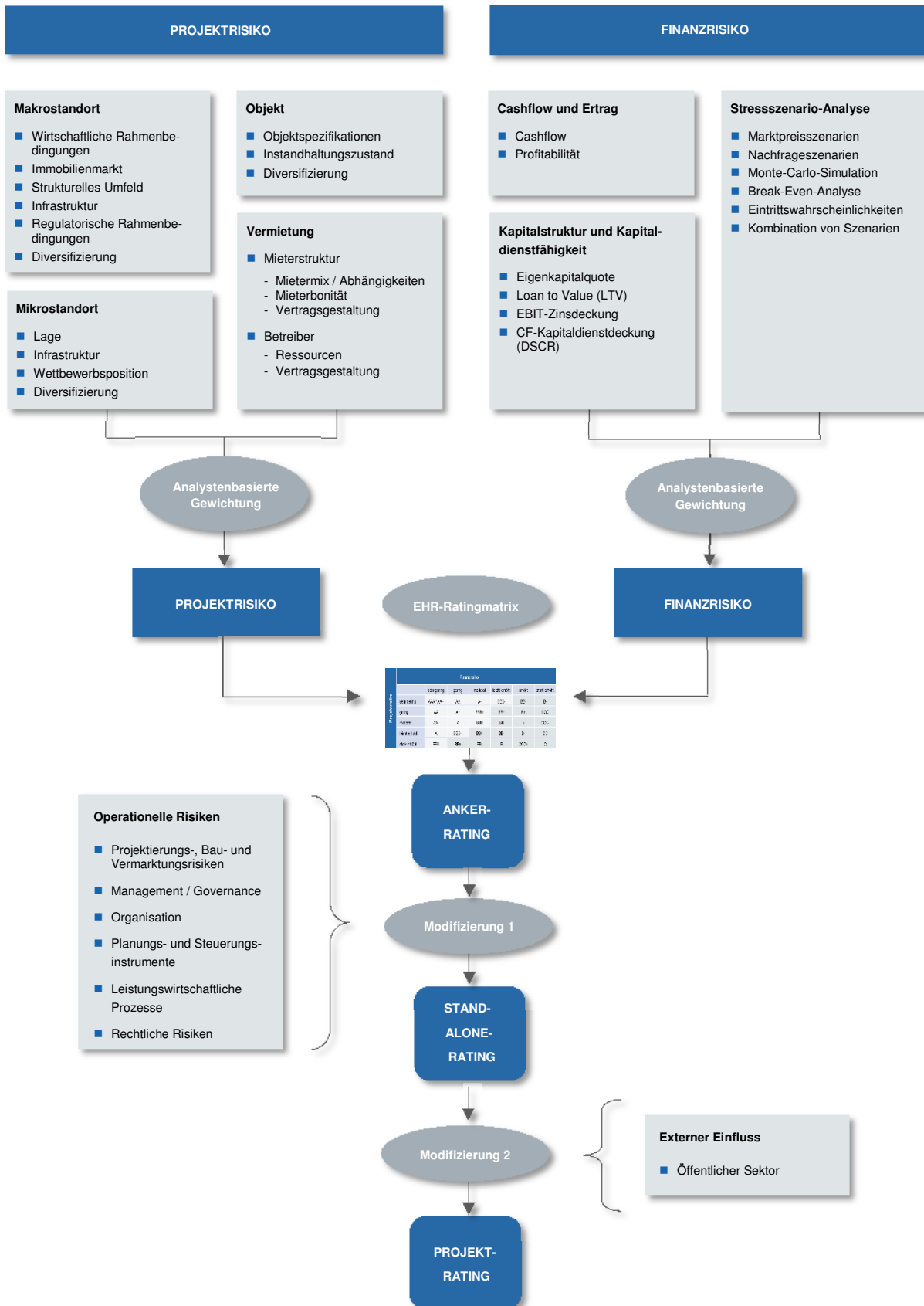
## Modifizierung 2

### *Projektrating als Ergebnis der Modifizierung des Stand-Alone-Ratings*

Nach der Bewertung möglicher externer Einflüsse durch den öffentlichen Sektor wird die entsprechende Modifizierung des Stand-Alone-Ratings vorgenommen. In Abhängigkeit der jeweiligen Ausgestaltungen kann die Modifizierung positiv oder negativ ausfallen. Ausschlaggebend ist hierbei auch das Rating des öffentlichen Sektors. Das jeweilige Ausmaß der Modifizierung wird grundsätzlich einzelfallbezogen und analytensbasiert festgelegt.

Als Ergebnis der Modifizierung 2 ergibt sich abschließend das Projektrating, das eine Aussage über das Rating des jeweiligen Projektes bzw. der jeweiligen Projektgesellschaft trifft.

# Anlage 1: Herleitung Projektrating (Immobilien)



## Anlage 2: Definition Finanzkennzahlen

### Ertragskraft

#### EBITDA-Marge

EBITDA-Marge
<b>Zähler</b>
EBITDA
<b>Nenner</b>
Gesamtleistung

#### Renditen

ROCE
<b>Zähler</b>
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
<b>Nenner</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)
<b>Zähler</b>
EBITDA
<b>Nenner</b>
bereinigtes Gesamtkapital

### Kapitalstruktur

#### Verschuldung

Eigenkapitalquote
<b>Zähler</b>
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
<b>Nenner</b>
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Loan to Value
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
aktueller Verkehrswert der Immobilie

## Entschuldungspotenzial

Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA
<b>Zähler</b>
Gesamtkapital - wirtschaftliches Eigenkapital (= Gesamtverbindlichkeiten)
<b>Nenner</b>
EBITDA

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
EBITDA

## Zins- und Kapitaldienstdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
EBITDA
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

Kapitaldienstdeckung
<b>Zähler</b>
Free Cashflow
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand + Tilgung von Finanzverbindlichkeiten

## Kontakt:

Kai Gerdes  
Direktor

Maike Holzhauer  
Senior Rating Analystin

## Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254  
22763 Hamburg  
Tel.: +49 (0) 40 88 34 - 640  
Fax.: +49 (0) 40 88 34 - 6413  
Website: [www.ehrg.de](http://www.ehrg.de)  
E-mail: [kai.gerdes@eulerhermes-rating.com](mailto:kai.gerdes@eulerhermes-rating.com)  
E-mail: [maike.holzhauer@eulerhermes-rating.com](mailto:maike.holzhauer@eulerhermes-rating.com)

## Disclaimer

© 2017 Euler Hermes Rating GmbH ("EHRG") and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

**CREDIT RATINGS ISSUED BY EHRG ARE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND EHRG'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. EHRG DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND, IN THE CASE OF ISSUANCE-LEVEL CREDIT RATINGS, ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S OPINIONS INCLUDED IN EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NEITHER A PROSPECTUS NOR A SUBSTITUTE FOR INFORMATION ASSEMBLED AND PRESENTED BY COMPANIES OR ISSUERS FOR INVESTORS REGARDING THE PURCHASE OF A SECURITY OR FOR ASSESSING THE CREDITWORTHINESS OF A RATED ENTITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR EHRG'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. EHRG ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, CONDUCT ITS OWN INDEPENDENT ANALYSES, CREDIT ASSESSMENTS AND OTHER VERIFICATIONS AND EVALUATIONS OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.**

EHRG'S CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE EHRG'S CREDIT RATINGS OR EHRG'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT EHRG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by EHRG from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. EHRG adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources EHRG considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, EHRG is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the EHRG publications.

Please note that summaries of contracts, laws and other documents contained in any EHRG publication, rating report or other materials cannot replace careful study of the relevant complete texts.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by EHRG. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, on the part of, or any contingency within or beyond the control of, EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY EHRG IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The dissemination and use of an EHRG rating report may be prohibited by law in certain jurisdictions. Any persons who come into the possession of such information should inquire about and comply with any prohibitions that may be in place. EHRG assumes no liability of any kind with respect to such dissemination and use of any rating in any jurisdiction whatsoever.

Euler Hermes Rating GmbH