

# RATINGBERICHT

## **SeniVita Social Estate AG**

16. März 2016

# Inhalt

<b>Ratingbegründung</b>	<b>1</b>
<b>Unternehmen</b>	<b>2</b>
<b>Geschäftsrisikoprofil</b>	<b>3</b>
Marktumfeld	3
Strategie	5
<b>Finanzrisikoprofil</b>	<b>8</b>
Ertragskraft	8
Kapitalstruktur	10
Cashflow / Finanzielle Flexibilität	11
<b>Ankerrating</b>	<b>13</b>
<b>Modifizierung</b>	<b>13</b>
Operationelle Risiken	13
Externer Einfluss	13
<b>Durchführung des Ratings</b>	<b>14</b>
<b>Anlagen</b>	
Anlage 1	Ratingnotationen
Anlage 2	Gruppenorganigramm
Anlage 3.1	Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung (2015 - 2017)
Anlage 3.2	Strukturbilanz (2015 - 2017)
Anlage 4	Definition Finanzkennzahlen

# Ratingbegründung

<b>Rating vom 16. März 2016</b>	
<b>Emittentenrating:</b>	<b>BB-</b>
<b>Ausblick:</b>	<b>stabil</b>
<b>Ratingobjekt:</b>	
Die SeniVita Social Estate AG (SSE) ist ein Joint Venture der SeniVita Sozial gGmbH und der Ed. Züblin AG. Die aus der Verschmelzung der Vorgängergesellschaften hervorgegangene Gesellschaft ist für die Projektierung, den Bau und die Vermietung bzw. den Verkauf von Pflegeeinrichtungen sowie für das Franchiseprogramm im Rahmen des von SeniVita entwickelten Konzeptes AltenPflege 5.0 verantwortlich. Zurzeit verfügt die SSE über eine Projektpipeline von etwa zwölf Projekten, von denen sich zwei bereits im Bau befinden. Darüber hinaus wurden drei Bestandsobjekt erworben. Die ersten beiden Projekte (ein Bestandsobjekt, ein Neubauprojekt) befinden sich im Vertrieb.	
<b>Stärken:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung von Einrichtungen mit modularem Pflegeangebot</li> <li>Erfahrene Joint Venture Partner und Gesellschafter</li> </ul>	
<b>Schwächen:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Hohe Personenabhängigkeiten</li> <li>Im Aufbau befindliche Steuerungsinstrumente</li> </ul>	
<b>Chancen:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoher Bedarf an Pflegeplätzen und zunehmendes Bedürfnis der Pflegebedürftigen auf Selbstbestimmung und eigene Wohnung</li> <li>Überregionale Ausweitung der Betreuung von Pflegeeinrichtungen durch Franchisekonzept</li> </ul>	
<b>Risiken:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Bau- und Projektierungsrisiken</li> <li>Gewinnung geeigneter Franchisenehmer</li> <li>Regulatorische Risiken</li> <li>Wettbewerber, die mit ähnlichen Konzepten auftreten</li> </ul>	

**Euler Hermes Rating bestätigt die Bewertung der Bonität der SeniVita Social Estate AG mit BB- (Unternehmensrating). Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratings.**

Das **Geschäftsrisiko** der SeniVita Social Estate AG schätzen wir als **leicht erhöht** ein. Positiv bewerten wir hierbei das starke Wachstum des Pflegemarktes bei noch stärkerer Etablierung professioneller Pflegestrukturen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten. Das modular aufgebaute Konzept „AltenPflege 5.0“ verbindet aus unserer Sicht die veränderten Bedürfnisse der (potenziellen) Pflegekunden mit der erforderlichen Flexibilität von seniorenerechten Wohnformen und Pflegestrukturen. Durch die Aufgabenteilung der beiden Hauptgesellschafter der SeniVita Social Estate AG reduzieren sich unseres Erachtens die Umsetzungsrisiken, insbesondere aus der Standortwahl, Projektierung und dem Bau. Als Marktrisiken betrachten wir die starke Regulierung des Pflegemarktes in Verbindung mit den – demografisch bedingt – knapper werdenden finanziellen Mitteln der Pflege- bzw. Krankenkassen sowie den sich mit steigendem Arbeitskräftebedarf verschärfenden Fachkräftemangel.

Das **Finanzrisiko** der SeniVita Social Estate AG bewerten wir als **leicht erhöht**. Die Bewertung des Finanzrisikos erfolgt aufgrund des Beginns der Geschäftstätigkeit der Emittentin im abgelaufenen Geschäftsjahr im Wesentlichen auf Basis der aufgestellten Planung, deren Umsetzung noch mit Risiken behaftet ist. Die auf Basis des aktualisierten Businessplanes ermittelte Ertragskraft und Finanzierungsstruktur bewerten wir insgesamt als befriedigend. Der Unternehmensaufbau und das geplante Wachstum sollen aus dem Eigenkapital und Emissionserlös der Wandelanleihe finanziert werden. Die finanzielle Flexibilität bewerten wir insbesondere vor dem Hintergrund der revolvingierenden Inanspruchnahme der Anleihe als gut. In der Planung wurden die geplanten Eigenkapitalmaßnahmen (IPO, Wandlung der Anleihe) noch nicht berücksichtigt, die das Finanzrisiko der SeniVita Social Estate AG verbessern würden.

Die **operationellen Risiken** sehen wir im Einklang mit dem aktuellen Ratingniveau. Ratingrelevante **externe Einflüsse** liegen nicht vor. Es wurden daher **keine Modifikationen** des Ratings vorgenommen.

<b>Finanzkennzahlen *</b>	<b>2015 vorl.</b>	<b>Plan 2016</b>	<b>Plan 2017</b>
EBITDA-Marge	-22,6	30,8	66,2
Return on Capital employed (ROCE)	-17,7	62,3	71,7
Eigenkapitalquote	11,2	18,1	25,1
Verschuldungsgrad	71,1	33,9	0,0
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	-14,4	4,7	4,0
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	-4,5	0,5	0,0
EBIT-Zinsdeckung	-2,3	3,9	4,9
EBITDA-Zinsdeckung	-2,1	4,0	5,0

\* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

# Unternehmen

Die SeniVita Social Estate AG (SSE) entstand 2015 durch die Verschmelzung der SeniVita Bau GmbH und der SeniVita Management GmbH. Die SSE ist ein Joint Venture zwischen der SeniVita Sozial gGmbH und der Ed. Züblin AG. Die SeniVita Social Estate AG projektiert neue Standorte für das Pflegekonzept „AltenPfleger 5.0“, plant und baut neue Wohnanlagen für Pflegebedürftige bzw. baut bestehende Einrichtungen um, vermietet oder verkauft die Wohnungen an Dritte und ist Franchisegeber für das neue Pflegekonzept „AltenPfleger 5.0“. Das modulare Pflegekonzept besteht aus drei Bausteinen: Seniorengerechte Wohnungen, ambulante Pflege und Tagespflege. Die neuen „AltenPfleger 5.0“-Einrichtungen sollen in verschiedenen Städten in Bayern errichtet werden. Zukünftig sind weitere Einrichtungen in Baden-Württemberg und Österreich geplant.

An der SeniVita Social Estate AG sind die SeniVita Sozial gGmbH, Bayreuth mit 50 %, die Ed. Züblin AG, Stuttgart mit 46 % sowie die grosso holding GmbH, Wien mit 4 % beteiligt. Die SeniVita Sozial gGmbH ist dabei Knowhow-Geber für das neue Pflegekonzept und übernimmt operative und administrative Aufgaben. Die Ed. Züblin AG und deren Tochtergesellschaft Eberhard Pöhner Unternehmen für Hoch- und Tiefbau GmbH aus Bayreuth sind für die Bauleistungen verantwortlich.

Dem Vorstand der SeniVita Social Estate AG gehören die Herren Dr. phil. Horst Wiesent (CEO), Eberhard Jach (CFO/COO Pflege) sowie Uwe Seifen (Bau) an. Der Aufsichtsrat ist auch in beratender Funktion tätig. Der Aufsichtsrat setzt sich aus Dr. Alexander Tesche (Vorsitzender, Vorstand der Ed. Züblin AG), Anton Kummert (Stellvertretender Vorsitzender, Steuerberater in eigener Kanzlei) und Prof. Dr. Arnold Weissman (Geschäftsführender Gesellschafter Weissmann-Gruppe) zusammen.

Die SeniVita Social Estate AG wurde erstmalig am 16. März 2015 von Euler Hermes Rating mit BB-, stabil bewertet.

# Geschäftsrisikoprofil

## Marktumfeld

Derzeit sind etwa 2,6 Millionen Menschen in Deutschland pflegebedürftig. Davon werden etwa 30 % in vollstationären Pflegeeinrichtungen versorgt. Rund 47 % der Pflegebedürftigen werden durch Angehörige zu Hause gepflegt, die verbleibenden etwa 23 % zusammen mit oder durch ambulante Pflegedienste. Bis zum Jahr 2030 wird unter Zugrundelegung stabiler Pflegequoten (Anteil der Pflegebedürftigen an der Bevölkerung) infolge der Altersstruktur der Bevölkerung mit einem Anstieg der pflegebedürftigen Menschen auf etwa 3,4 Millionen und bis 2050 auf etwa 4,5 Millionen gerechnet. Aufgrund zunehmender Frauenerwerbstätigkeit, kleinerer Familien und einer steigenden Anzahl von Single-Haushalten wird sich nach unserer Einschätzung der Anteil der durch Angehörige versorgten Pflegebedürftigen zunehmend verringern, sodass sich die professionelle Pflege noch stärker etablieren wird.

Der deutsche Markt für Pflegedienstleister ist stark fragmentiert. Es gibt jeweils etwa 12.400 stationäre Pflegeheime und ambulante Pflegedienste. Bei den Anbietern stationärer Pflegeheime ist seit einigen Jahren ein Konzentrationsprozess zu beobachten, der aktuell insbesondere von den führenden französischen Betreibergruppen Korian und Orpea getrieben wird. Korian ist nach der Übernahme von Curanum, Phönix und Casa Reha mit mehr als 210 Einrichtungen und rd. 27.500 Pflegeplätzen in Deutschland der führende Anbieter, vereint jedoch nur rd. 3 % der Marktanteile (nach Pflegeplätzen) auf sich. Insgesamt verfügen derzeit fünf Anbieter über jeweils mehr als 100 Pflegeheime, sechs weitere Betreiber verfügen über jeweils etwa 50 bis 90 Einrichtungen. Wir gehen davon aus, dass der Konzentrationsprozess aufgrund des steigenden Kosten- und Leistungsdrucks und Investitionsbedarfs anhalten und sich mittelfristig verstärken wird sowie die Grenzen zwischen ambulanter und stationärer Pflege zunehmend verschwimmen werden.

Bei der stationären Altenpflege waren in den vergangenen Jahrzehnten verschiedene grundlegende Entwicklungen bezüglich der Versorgungsformen zu beobachten. Seit den 1980er Jahren etablierten sich Altenheime mit Zimmern und Nasszelle sowie pauschalem All-Inclusive-Angebot (Grund- und Behandlungspflege, Betreuung, Essensversorgung, hauswirtschaftliche Dienstleistungen etc.), diese Einrichtungen gehören der sogenannten dritten Generation an. Die vierte Generation hatte Wohngemeinschaftsmodelle zum Leitbild, die sich wegen des hohen organisatorischen Aufwandes jedoch nicht durchsetzen konnten. Entsprechend dominieren derzeit die Pflegeheime der dritten Generation den stationären Pflegemarkt. Aktuell geht die Entwicklung zur individuelleren, modularen Altenpflege. Hierbei können verschiedene Elemente (eigene, seniorengerechte Mietwohnung, Tagespflegeabteilung im Haus sowie Dienstleistungen eines ambulanten Pflegedienstes) in einem Seniorenhaus kombiniert werden. Aufgrund der langen Nutzungsdauern der Immobilien und der begrenzten bzw. aufwendigen Umbaumöglichkeiten sowie der verschiedenen Wünsche der Pflegebedürftigen werden immer mehrere Versorgungsformen parallel existieren. Vor diesem Hintergrund ist nach unserer Auffassung für Betreiber von Pflegeeinrichtungen eine entsprechende Flexibilität ihrer Konzepte und der Immobilien vorteilhaft.

Neben den Leistungen der Pflegeversicherung werden die Ausgaben der Pflege zu etwa 35 % durch private Ausgaben finanziert. Bei den Entgelten für stationäre Pflege wurden bis 2013 Preiserhöhungen überwiegend durch einen steigenden Eigenanteil getragen, während die Versicherungsleistungen stagnierten. Der größte Preistreiber sind die Personalaufwendungen. Die Entwicklung steigender Eigenanteile für stationäre Pflege wird sich aus unserer Sicht vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung und der begrenzten Finanzmittel der Pflegeversicherung fortsetzen. Wir gehen davon aus, dass sich die Voraussetzungen für die Einstufung bzw. den Wechsel in höhere Pflegegrade verschärfen

***Pflegemarkt mit hohem Wachstum in den kommenden Jahrzehnten***

***Stärkere Etablierung professioneller Pflege erwartet***

***Stark fragmentierter Markt für Pflegedienstleister***

***Zunehmende Erosion der Grenze zwischen ambulanter und stationärer Pflege erwartet***

***Unterschiedliche Entwicklungen („Pflege-Generationen“) in der Pflege***

***Aktuelle Entwicklung geht zur individuell kombinierbaren, modularen Pflege***

***Weiter steigender Eigenanteil für Pflege erwartet***

werden. Deshalb erwarten wir, dass sich zukünftig insbesondere ambulante Pflegeformen in Verbindung mit neuen Wohnformen im Alter noch stärker durchsetzen werden.

Mit dem ersten Pflegestärkungsgesetz (PSG I; 2015) wurden die Leistungen der Pflegekassen für ambulante und stationäre Pflege um etwa 4 % erhöht. Die Pflegesätze für teilstationäre Leistungen wurden verdoppelt. Zudem wurden die Betreuungs- und Entlassungsangebote rund um die ambulante Betreuung zu Hause gestärkt, z. B. in Form höherer Zuschüsse für Umbaumaßnahmen und bessere Leistungen der Verhinderungs- und Kurzzeitpflege. Mit der Stärkung der ambulanten und teilstationären Pflege wird neben der finanziellen Attraktivität gegenüber vollstationären Angeboten auch dem Wunsch der Versicherten nach einem möglichst langen Verbleib in einer eigenen Wohnung (Selbstbestimmtheit, Privatsphäre etc.) Rechnung getragen. Mit dem ab 2017 geltenden PSG II werden ein neues Begutachtungsverfahren, das neben körperlichen auch geistige und psychische Einschränkungen (z. B. Demenz) erfasst und somit den Pflegebedürftigkeitsbegriff erweitert, sowie die Umstellung von bislang drei Pflegestufen auf künftig fünf Pflegegrade wirksam. Finanziert werden die verbesserten Leistungen sowie die Einrichtung eines Pflegevorsorgefonds zur Abfederung zukünftiger Beitragssteigerungen über eine Beitragserhöhung zur Pflegeversicherung.

**PSG I: ambulante und teilstationäre Pflege gewinnt an Bedeutung**

**PSG II: Erweiterung des Pflegebedürftigkeitsbegriffs**

Die Themen rund um die Pflege werden von verschiedenen Gesetzen geregelt. Während Pflegeleistungen und deren Kostenübernahme im bundesweit geltenden Sozialversicherungsgesetzbuch geregelt sind, obliegt die Gesetzgebung der Genehmigung des Betriebs von Heimen oder anderen Wohnformen für ältere, pflegebedürftige Menschen sowie die personelle und bauliche Ausstattung der Einrichtungen den Bundesländern. Entsprechend regeln die Länder-Heimgesetze insbesondere, wann eine Pflegeeinrichtung als stationäres Pflegeheim eingestuft wird, was Auswirkungen auf die Abrechnung der Leistungen hat. Während stationäre Pflegeheime pauschale Pflegesätze in Abhängigkeit von der Pflegestufe erhalten und entsprechend pauschale Pflegeleistungen erbringen, erfolgt die Abrechnung bei Tagespflegeleistungen (teilstationär) und ambulanter Pflege modular und nach Inanspruchnahme.

**Regulierung fördert neue Konzepte**

Nach unserer Auffassung hängt die Reputation eines Pflegedienstes maßgeblich von der Qualifizierung, Freundlichkeit und Zugewandtheit des Pflegepersonals ab. Bei stationären Heimen bzw. Wohneinrichtungen spielt ergänzend die unmittelbare Wohn- sowie Umgebungssituation nebst Verpflegung und Servicedienstleistungen eine bedeutende Rolle. Entsprechend müssen Betreiber von Pflegeeinrichtungen und ambulanten Pflegediensten – auch wegen der unterdurchschnittlichen Vergütung in der Altenpflege – attraktive Arbeits- und Rahmenbedingungen (Vereinbarkeit von Familie und Beruf, Gesundheitsprävention, Weiterbildungsmöglichkeiten etc.) bereitstellen, um das zumeist weibliche Pflegefachpersonal rekrutieren und langfristig halten zu können.

**Große Herausforderung: zunehmender Bedarf an Pflegekräften bei gleichzeitig verbesserungswürdiger Attraktivität des Altenpflege-Berufes**

**Der Pflegemarkt ist einer der wachstumsstärksten Märkte in Deutschland, der zugleich einer starken Regulierung durch den Staat unterliegt. Aufgrund der demografischen Entwicklung wird die Zahl der Pflegebedürftigen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten massiv ansteigen. Hierbei wird aus unserer Sicht ein wachsender Anteil in professionellen Pflegestrukturen versorgt werden. Seit Januar 2015 werden insbesondere teilstationäre Leistungen deutlich besser vergütet. Darüber hinaus werden für zahlreiche Pflegebedürftige bessere Pflegeleistungen zugänglich gemacht. Marktrisiken für Betreiber von Pflegeeinrichtungen ergeben sich insbesondere aus dem schon bestehenden Fachkräftemangel in Verbindung mit dem steigenden Arbeitskräftebedarf und der verbesserungswürdigen Attraktivität des Berufsfeldes bei einer gleichzeitig hohen Bedeutung des Personalfaktors für die Reputation der Pflegedienstleister. Aufgrund knapper Mittel der Pflegeversicherung werden die Eigenanteile weiter steigen, weshalb aus unserer Sicht die Attraktivität und Flexibilität der Versorgungsform erfolgskritisch sind.**

## Strategie

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Projektierung, Planung und (Um-)Bau von Pflege-Immobilien nach dem Konzept „AltenPfleger 5.0“</li> <li>■ Verkauf der seniorengerechten Wohnungen an Kapitalanleger</li> <li>■ Betrieb des Seniorenhauses durch ambulante Pflegedienste (Franchisenehmer)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Errichtung von 5 bis 10 Einrichtungen pro Jahr</li> <li>■ regionaler Schwerpunkt in Bayern</li> <li>■ Fokussierung auf bislang ambulant versorgte Pflegebedürftige als Alternative zur klassischen stationären Pflege</li> </ul>
Organisation	Finanzen
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Nutzung der jeweiligen Kompetenzen der Gesellschafter in den Bereichen Pflege und Bau</li> <li>■ Aufbau des Risikomanagements</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Steigende Jahresüberschüsse durch den Verkauf der Seniorenwohnungen sowie Franchisegebühren</li> <li>■ IPO in 2018 geplant</li> </ul>

Die SeniVita Gruppe positioniert sich als ein qualitätsführender Betreiber von Einrichtungen zur Alten- und Behindertenhilfe sowie zur Intensivbetreuung von schwerstpflegebedürftigen Kindern und Jugendlichen in Bayern. Ziel der Gruppe ist es, sich durch innovative Konzepte und Versorgungsformen von Wettbewerbern zu differenzieren und durch eine hohe Attraktivität ihrer Angebote weiter zu wachsen. Insbesondere wird durch Alleinstellungsmerkmale eine höhere Durchdringung des Wachstumsmarktes Altenpflege angestrebt.

SeniVita hat gemeinsam mit einem universitären Partner ein neuartiges Pflegekonzept (AltenPfleger 5.0) entwickelt und erprobt, mit dem innerhalb der eigenen Gruppe die bisher weit verbreitete vollstationäre Pflege insbesondere der dritten Generation (vgl. Marktumfeld) weitgehend ersetzt werden soll. Mit diesem Konzept können Pflegebedürftige aller Pflegestufen einschließlich Schwerstpflege und Demenz versorgt werden. Dieses Konzept wird durch die Politik und die Krankenkassen unterstützt. Das Konzept AltenPfleger 5.0 besteht aus drei Bausteinen, die alle unter einem Dach angeboten werden: die eigene, seniorengerechte Wohnung, die häusliche Pflege sowie eine Tagespflegeabteilung. Die (auch temporär) frei wählbaren Pflegeleistungen werden hierbei von einem ambulanten Pflegedienst erbracht, der frei ausgewählt werden kann. Hauswirtschaftliche Dienstleistungen können als Wahlleistung in Anspruch genommen werden. Damit bietet dieses Konzept für Pflegekunden eine hohe Flexibilität und Wahlfreiheit. Seit dem vergangenen Jahr werden Neubauten der SeniVita Gruppe ausschließlich auf das modulare Pflegekonzept ausgerichtet und betrieben. Die Kostenführerschaft soll insbesondere durch die Standardisierung und Modularität der Bauten (idealerweise 24, 48 oder 72 Wohneinheiten) und der damit einhergehenden Optimierung der Prozesse erreicht werden.

Geplant sind zunächst verschiedene Standorte in Bayern. Die Standortauswahl erfolgt nach definierten Kriterien, wie z. B. Wachstum der Bevölkerungsgruppe der >65-Jährigen, Bedarf bzw. Angebot an barrierefreien Immobilien und Kaufkraftindex. Bevorzugt werden Städte/Gemeinden mit rd. 4.000 bis 7.000 Einwohnern angesprochen, die erfahrungsgemäß einen Bedarf von etwa 50 bis 60 Pflegeplätzen haben und in vielen Fällen kein Angebot vorweisen können. Die SeniVita Social Estate AG strebt bei Erfüllung der Investitions- und Standortkriterien die Errichtung von 5 bis 10 Einrichtungen pro Jahr an. Perspektivisch ist neben Bayern auch die Entwicklung von Standorten für Pflegeeinrichtungen in Baden-Württemberg und Österreich vorgesehen.

SeniVita Social Estate ist darüber hinaus für die Vermietung bzw. den Verkauf der Wohnungen an Dritte verantwortlich und tritt zugleich als Franchisegeber für das Pflegekonzept

**Wachstumsstrategie durch innovative Versorgungskonzepte**

**SeniVita entwickelte modulares Pflegekonzept AltenPfleger 5.0, das durch Politik und Krankenkassen unterstützt wird**

**Mehr Selbstbestimmung der Pflegebedürftigen**

**Kostenführerschaft durch standardisierte, modulare Bauten und optimierte Prozesse**

**Planung und Entwicklung verschiedener Pflegeeinrichtungen mit modularem Pflegekonzept in Bayern**



auf. Das Konzept soll an den jeweiligen Standorten einem lokal etablierten ambulanten Pflegedienst als Franchisenehmer angeboten werden. Der Verkauf der Wohnungen erfolgt über lokale Sparkassen und Raiffeisenbanken an vorwiegend private Kapitalanleger. Die Vermietung an Pflegebedürftige erfolgt über den Franchisenehmer, der wiederum als Generalmieter gegenüber den Kapitalanlegern auftritt. Die SeniVita Social Estate AG übernimmt gegenüber den Kapitalanlegern die Verwalterfunktion. Die SeniVita Sozial gGmbH hat einen Großteil ihrer Häuser auf das modulare Pflegekonzept umgestellt und in diesem Zusammenhang auch bereits in mehreren Häusern die einzelnen Wohneinheiten an Kapitalanleger verkauft.

**Verkauf der einzelnen Wohneinheiten an Kapitalanleger**

SeniVita Social Estate verfügt über eine Projektpipeline von etwa zwölf konkreten Projekten, die in den nächsten drei Jahren umgesetzt werden können. Davon befinden sich die beiden Projekte in Maisach und Bad Wiessee bereits im Bau. Das Projekt in Maisach soll im Mai 2016 planmäßig eröffnet werden. Im Projekt Bad Wiessee kam es aufgrund eines "schwarzen" Öltanks zu einem Ölschaden, der die Abrissarbeiten verzögert und entsprechend die Fertigstellung auf 2017 verschiebt. Neben den beiden im Bau befindlichen Projekten hat die SSE insgesamt drei Objekte (2015 in Hummeltal und 2016 in Gernlinden und Emmering) von der SeniVita Sozial gGmbH (Muttergesellschaft) erworben. Diese Objekte werden ebenfalls im Rahmen der "Altenpflege 5.0" geführt und die Wohneinheiten veräußert. Der Vertrieb von Hummeltal und Maisach läuft bereits, Angabe gemäß ist Hummeltal zu 50 % und Maisach zu etwa 10 % bereits verkauft. Die beiden weiteren erworbenen Objekte sollen in der zweiten Jahreshälfte 2016 vertrieben werden.

**Projektpipeline mit 12 konkreten Projekten**

**Bauverzögerungen in Bad Wiessee**

**Vertrieb der fertigen Objekte in Hummeltal und Maisach läuft**

Wir sehen eine hohe Attraktivität des Konzeptes „AltenPfleger 5.0“ sowohl für die Pflegebedürftigen aufgrund der verbesserten Finanzierung von ambulanten und teilstationären Leistungen als auch für Franchisenehmer, da sich deren Geschäftsmöglichkeiten bei erhöhter Wirtschaftlichkeit durch entfallende bzw. kürzere Wege zu den Kunden erweitern. Zudem gehen wir davon aus, dass die erforderlichen Immobilien-Konzepte für ambulante Pflegedienste allein in der Regel nicht finanzierbar sind. Im Falle eines Ausfalls des ambulanten Pflegedienstes soll die SeniVita Sozial gGmbH bis zur Verpflichtung eines neuen, geeigneten Pflegedienstes vorübergehend dessen Aufgaben übernehmen und den Betrieb des Seniorenhauses und der angeschlossenen Tagespflege sicherstellen.

**Betrieb der Einrichtungen durch ambulante Pflegedienste über Franchisemodell**

SeniVita will AltenPfleger 5.0 darüber hinaus kontinuierlich weiterentwickeln. Derzeit gibt es schon eine Konzeption AltenPfleger 5.1, die beispielsweise eine Optimierung der Wohnungen vorsieht (z. B. sollen alle Wohnungen rollstuhlgerecht gebaut werden). Die Tagespflege soll für externe Pflegebedürftige geöffnet werden und die Möglichkeit einer Nachtpflege beinhalten. Darüber hinaus soll die Vielfalt der ambulanten Pflegedienste innerhalb einer Einrichtung ausgeweitet werden.

**Weiterentwicklung des Pflegekonzeptes**

SeniVita ist dem strategischen Risiko ausgesetzt, dass das neue Pflegekonzept von Wettbewerbern kopiert wird. Es könnten außerdem neue Wettbewerber mit ähnlichen Konzepten am Markt auftreten. Allerdings hat die SeniVita Gruppe bereits langjährige Erfahrung mit dem neuen Pflegekonzept gesammelt, sodass sich unseres Erachtens der Knowhow-Vorsprung positiv für die SeniVita Gruppe auswirken sollte. Weiterhin bestehen regulatorische Risiken hinsichtlich der Akzeptanz des modularen Pflegekonzeptes, die ggf. zu Gesetzesänderungen oder den Widerruf von Genehmigungen führen könnten, wodurch insbesondere neue oder zukünftige Projekte nicht realisierbar werden können.

**Strategisches und regulatorisches Risiko können die geplante Entwicklung behindern**

**Die strategische Ausrichtung der SeniVita Social Estate AG erscheint uns vor dem Hintergrund der Entwicklung des Marktumfeldes plausibel. Dennoch verbleiben Risiken aus der Standortauswahl, Projektierung und dem Bau. Mögliche Konflikte zwischen den Joint-Venture-Partnern können die zukünftige Entwicklung der SeniVita Social Estate AG negativ beeinflussen. Weitere Risiken können aus dem Betrieb der Pflegeeinrichtungen durch externe Franchisenehmer und hier insbesondere Reputationsschäden für SeniVita entstehen. Darüber hinaus können Änderungen im regulatorischen Rahmen (insbesondere bezüglich der Abrechnung von Leistungen) zu**



**einer geringeren Attraktivität des Geschäftsmodells für Franchisenehmer/Betreiber und potentielle Kapitalanleger führen.**

#### **Fazit**

Das **Geschäftsrisiko** der SeniVita Social Estate AG schätzen wir als **leicht erhöht** ein. Positiv bewerten wir hierbei das starke Wachstum des Pflegemarktes bei noch stärkerer Etablierung professioneller Pflegestrukturen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten. Das modular aufgebaute Konzept „AltenPflege 5.0“ verbindet aus unserer Sicht die veränderten Bedürfnisse der (potenziellen) Pflegekunden mit der erforderlichen Flexibilität von seniorenrechtlichen Wohnformen und Pflegestrukturen. Durch die Aufgabenteilung der beiden Hauptgesellschafter der SeniVita Social Estate AG reduzieren sich unseres Erachtens die Umsetzungsrisiken, insbesondere aus der Standortwahl, Projektierung und dem Bau. Als Marktrisiken betrachten wir die starke Regulierung des Pflegemarktes in Verbindung mit den – demografisch bedingt – knapper werdenden finanziellen Mitteln der Pflege- bzw. Krankenkassen sowie den sich mit steigendem Arbeitskräftebedarf verschärfenden Fachkräftemangel.

# Finanzrisikoprofil

## Ertragskraft

	2015 vorl.		Plan 2016		Plan 2017		Plan 2018		Plan 2019	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Umsatzerlöse	53	0,4	38.530	92,2	29.899	121,4	25.809	80,1	40.455	95,3
<b>Gesamtleistung</b>	12.921	100,0	41.775	100,0	24.626	100,0	32.232	100,0	42.455	100,0
Materialaufwand	12.866	99,6	24.328	58,2	4.693	19,1	5.000	15,5	6.000	14,1
<b>Rohrertrag</b>	55	0,4	17.447	41,8	19.933	80,9	27.232	84,5	36.455	85,9
Sonstige betriebl. Ertrag	23	0,2	11	0,0	15	0,1	20	0,1	24	0,1
Personalaufwand	347	0,2	542	1,3	678	2,8	809	2,5	907	2,1
Sonstige betriebl. Aufwend.	2.656	2,7	4.033	9,7	2.969	12,1	2.986	9,3	3.852	9,1
<b>EBITDA</b>	-2.925	20,6	12.883	30,8	16.301	66,2	23.457	72,8	31.720	74,7
Abschreibungen	342	-22,6	350	0,8	447	1,8	380	1,2	484	1,1
<b>EBIT</b>	-3.267	2,6	12.533	30,0	15.854	64,4	23.077	71,6	31.236	73,6
Finanzergebnis	-1.416	-25,3	-3.181	-7,6	-3.250	-13,2	-3.250	-10,1	-3.250	-7,7
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	-4.683	-11,0	9.352	22,4	12.604	51,2	19.827	61,5	27.986	65,9
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-4.683	-36,2	9.352	22,4	12.604	51,2	19.827	61,5	27.986	65,9
<b>Jahresüberschuss</b>	-4.683	-36,2	7.986	19,1	8.823	35,8	13.879	43,1	19.590	46,1

Die SeniVita Social Estate AG generiert Umsätze im Wesentlichen durch den Verkauf der einzelnen Mieteinheiten an Kapitalanleger, aus den Mieterlösen für die Tagespflege sowie aus den Franchisegebühren. In 2015 wurde der geplante Umsatz in Höhe von € 7,0 Mio. aus dem Verkauf des Objektes Piding nicht erzielt, weil dieses zum Umbau vorgesehene Projekt wegen technischer Mängel, insbesondere im Brandschutz, verworfen wurde. Dennoch liegt die Gesamtleistung aufgrund des Fortschritts im Bauprojekt Maisach und den Kauf des Objektes in Hummeltal deutlich über dem Plan. Das Jahr 2015 war insgesamt von hohen Vorlaufkosten geprägt, die erst in den Folgeperioden zur Vereinnahmung der geplanten Gewinnmargen führen sollen.

Mit Fertigstellung des im Bau befindlichen Projektes in Maisach, dem Verkauf der drei von der SeniVita Sozial gGmbH erworbenen Objekte sowie dem geplanten Baufortschritt bei den Projekten in Bad Wiessee und Ebelsbach soll die Gesamtleistung 2016 sprunghaft auf € 41,8 Mio. ansteigen. In den Folgeperioden sind vier (2017) bzw. sechs (2018 ff.) Bauprojekte eingeplant, sodass die Gesamtleistung weiter ansteigen soll. 2016 war die Gesamtleistung dabei durch den Sondereffekt der ursprünglich nicht geplanten Käufe von insgesamt drei Objekten überproportional gestiegen, während in den Jahren 2017 ff nur Neubauprojekte geplant werden. Wenngleich eine konkrete Projekt-Pipeline besteht, wurden für die Finanzplanung unbenannte, pauschaliert kalkulierte Projekte angenommen. Wegen der Standardisierung der Bauten und mit Züblin vereinbarter fester Baupreise halten wir diese Vorgehensweise für angemessen.

Im Materialaufwand werden im Wesentlichen Kaufpreise und Bauleistungen für die Bauprojekte abgebildet, sodass sich im Rohrertrag die von SSE realisierten bzw. geplanten Erlösmargen widerspiegeln. Trotz schwankender Gesamtleistung sollen der Rohrertrag sowie

**2015 durch Absage eines geplanten Projektes noch keine Umsatzerlöse**

**Durch Neubautätigkeit und Erwerb von Objekten hohe Gesamtleistung**

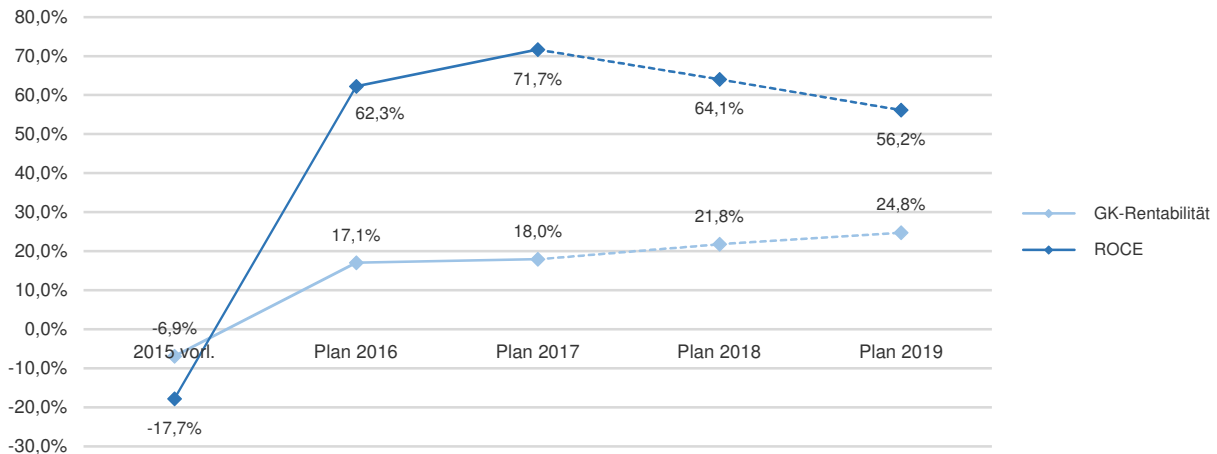
**2016 durch Sondereffekt überproportional steigende Umsätze**

**Rohrertrag spiegelt Marge wider**

auch EBITDA und EBIT mit der sukzessiven Fertigstellung und dem Abverkauf der Mieteinheiten und entsprechender Margenvereinnahmung ansteigen. Das negative Finanzergebnis steigt im laufenden Jahr aufgrund der ganzjährigen Zinsbelastung für die im Mai 2015 emittierte Anleihe auf € 3,2 Mio. an und verbleibt in den Folgejahren auf diesem Niveau. Das Jahresergebnis soll nach einem infolge von Vorlaufkosten bedingten Jahresfehlbetrag in 2015 im laufenden Geschäftsjahr auf € 8,0 Mio. und in den Folgeperioden kontinuierlich weiter ansteigen. Durch Verzögerungen beim Abverkauf von Wohneinheiten, bei der Projektierung und/oder beim Bau kann es sowohl zu Verschiebungen bei Umsatz bzw. Gesamtleistung sowie auch bei Ergebnissen in Folgeperioden kommen.

**2016 steigende Zinsbelastung durch Jahreseffekt aus der emittierten Anleihe**

**Projektierungsrisiken können zu Verschiebungen im Ertrag führen**

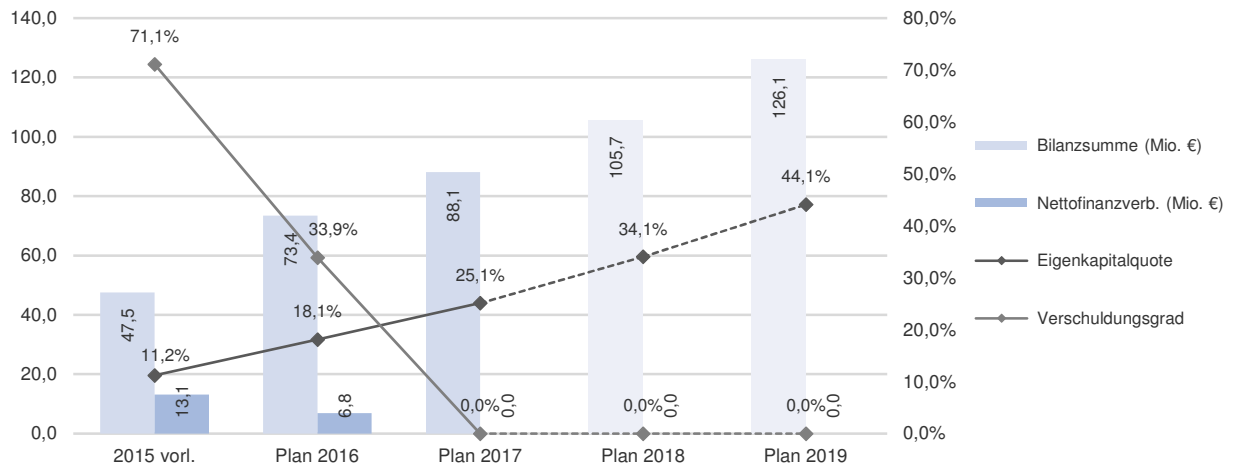


Aufgrund der Verschiebungen im Umsatz und den hohen Vorlaufkosten stellt sich die Ertragskraft im abgelaufenen Geschäftsjahr als nicht mehr befriedigend dar. Für die Folgeperioden erwarten wir entsprechend der Planungen eine stark befriedigende bis gute Ertragskraft.

**Insgesamt noch befriedigende Ertragskraft**

**Die Ertragskraft im Geschäftsjahr 2015 bewerten wir vor dem Hintergrund der Vorlaufkosten und Umsatzverschiebungen im Projektgeschäft als noch befriedigend. Die Ertragskraft soll sich zukünftig auf ein stark befriedigendes Niveau verbessern. Risiken für die geplante Ertragskraft bestehen aus unserer Sicht maßgeblich durch Verzögerungen in der Projektierung bzw. beim Bau und einem verzögerten Abverkauf der Wohneinheiten.**

## Kapitalstruktur



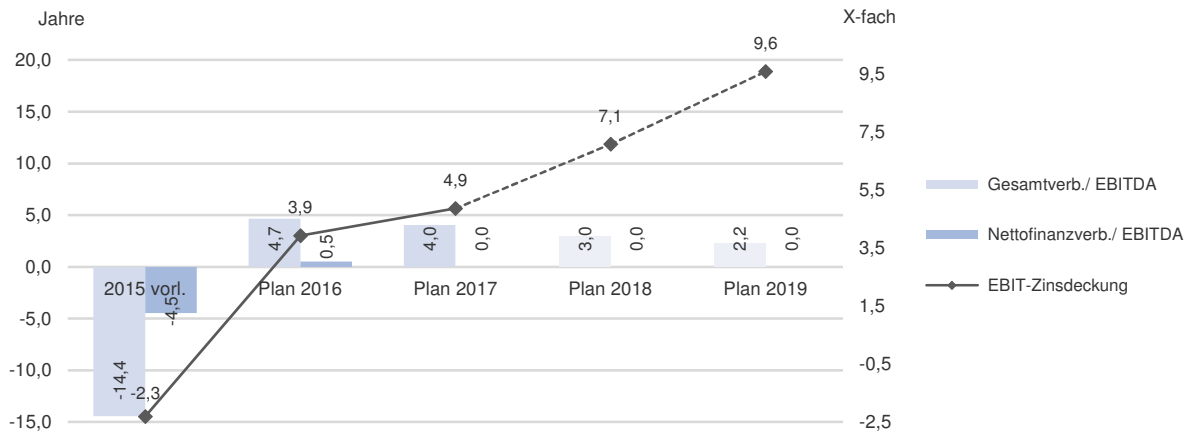
Ende 2015 setzt sich die Aktiva der SeniVita Social Estate AG maßgeblich aus den im Bau befindlichen Projekten bzw. den gekauften Objekten (Vorräte; € 18,8 Mio.) sowie liquiden Mitteln (€ 23,8 Mio.) aus der Anleiheemission zusammen. Die Anleihe wurde bis zum Stichtag 31. Dezember 2015 in Höhe von € 36,9 Mio. platziert. Das Eigenkapital beträgt € 5,3 Mio. und liegt mit einer Eigenkapitalquote von 11,2 % nach unserer Einschätzung auf einem schwach befriedigenden Niveau.

**schwach befriedigende Eigenkapitalquote**

Die Bilanzsumme soll in den Folgejahren entsprechend des Baufortschritts der geplanten Neubauprojekte kontinuierlich ansteigen. Neben den Vorräten sollen aber insbesondere die liquiden Mittel mit dem Abverkauf der Wohneinheiten anwachsen. Ende 2019 sollen die liquiden Mittel € 70,7 Mio. betragen, sodass hieraus die Tilgung der Anleihe im Jahr 2020 erfolgen kann. Die Anleihe soll im laufenden Geschäftsjahr auf den vollen Emissionsbetrag von € 50,0 Mio. nachplatziert werden. Per Ende Februar waren bereits mehr als € 45,0 Mio. platziert. Die Nettofinanzverschuldung soll im laufenden Geschäftsjahr auf € 6,8 Mio. sinken, ab 2017 sollen die liquiden Mittel die Finanzschulden vollständig decken. Das Eigenkapital soll durch Thesaurierung der erwarteten Jahresüberschüsse kontinuierlich ansteigen. Bei weitgehend planmäßiger Entwicklung bewerten wir die Kapital- und Finanzierungsstruktur insgesamt als stark befriedigend. Der geplanten Nettoliquidität steht jedoch eine Blockfälligkeit der Finanzverschuldung gegenüber, die somit eine weitgehend planmäßige Entwicklung insbesondere der Abverkäufe erfordert. Unberücksichtigt in der Business Planung bleibt, dass das Management der SSE für 2018 einen IPO plant. Entsprechend ist in der Planung eine vollständige Rückzahlung der Wandelanleihe unterstellt. Eine Wandlung in Aktien würde mit einer weiteren Stärkung des Eigenkapitals und gleichzeitiger Reduzierung der Rückzahlungsverpflichtung einhergehen.

**Plangemäß soll die Wandelanleihe 2020 aus den liquiden Mitteln getilgt werden**

**Insgesamt stark befriedigende Kapitalstruktur**



Die für das laufende Geschäftsjahr geplanten Zinsdeckungsrelationen erreichen unter Berücksichtigung der Zinsdeckungsreserve (€ 10,0 Mio.) ein gutes Niveau. In den Folgejahren sollen die Zinsdeckungen mit der geplanten Verbesserung der Ertragskraft ansteigen.

**Unter Berücksichtigung der Barreserve gute Zinsdeckung.**

Die SeniVita Social Estate AG verfügt nach unserer Einschätzung über eine insgesamt stark befriedigende Kapital- und Finanzierungsstruktur. Die geplante Nettoliquidität ab 2018 sowie auch die ggf. vollständige Rückzahlung der blockfälligen Wandelanleihe setzen einen weitgehend planmäßigen Abverkauf der Mieteinheiten voraus. Positiv bewerten wir die unter Berücksichtigung der Zinsdeckungsreserve guten Zinsdeckungsrelationen.

## Cashflow / Finanzielle Flexibilität

Cashflow (Mio. €)	2015 vorl.	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-18.517,0	6.523	12.538	7.161	16.786
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-5.200,0	-250	-6	-3.022	-5.959
Free Cashflow	-23.717,0	6.273	12.532	4.139	10.827
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	46.759,0	13.141	0	0	0

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit war 2015 deutlich negativ. Zum einen ist der Cashflow entsprechend der Ertragskraftentwicklung von Vorlaufkosten geprägt. Zum anderen sind hier die Baukosten sowie die Zahlung des Kaufpreises für die Objekte in Maisach, Bad Wiessee und Hummeltal enthalten. Mit den ersten realisierten Verkaufs-, Miet- und Franchiseerlösen in 2016 werden trotz der fortgesetzten Bautätigkeit positive operative sowie auch Free Cashflows erwartet, die analog zur Volatilität des Projektgeschäftes schwanken. Im Cashflow aus Investitionstätigkeit ist der Aufbau des Eigenbestandes (ab 2018) abgebildet.

**2015 deutlich negativer Free Cashflow durch Vorlaufkosten und Erwerb- bzw. Baukosten**

Die SeniVita Social Estate AG verfügt aktuell über keine Kontokorrentlinien bei Kreditinstituten. Die Finanzierung erfolgt – neben dem Eigenkapital – aus der emittierten Wandelanleihe, die revolving in Anspruch genommen werden kann, sofern der vereinbarte Sicherheitenpool (siehe auch Emissionsbedingungen) entsprechend zur Deckung des Anleihekapitals ausreicht. Außerdem sieht die Businessplanung vor, dass mindestens € 10,0 Mio. an liquiden Mitteln im Unternehmen gehalten werden sollen. Das Unternehmen wird unserer Meinung nach im aktuellen Finanzierungsumfeld insbesondere für Bestandsobjekte in

**Barreserve von € 10,0 Mio.**

der Lage sein, zusätzliche Finanzierungsmittel von Banken aufzunehmen und gegebenenfalls hierfür entsprechende Sicherheiten zu stellen. Die Anleihebedingungen lassen die weitere Fremdkapitalaufnahme zu.

**Die SeniVita Social Estate AG verfügt aus unserer Sicht über ein befriedigendes Innenfinanzierungspotenzial. Die Finanzierung der Neubautätigkeit erfolgt aus dem Emissionserlös der Wandelanleihe, wobei diese revolving in Anspruch genommen werden kann. Ferner werden der SSE insbesondere aus den Verkäufen der einzelnen Einheiten liquide Mittel zufließen. Die zur Verfügung stehenden Finanzierungsmittel bieten der SSE eine gute finanzielle Flexibilität, um den Unternehmensaufbau und das geplante Wachstum zu finanzieren.**

## Fazit

Das **Finanzrisiko** der SeniVita Social Estate AG bewerten wir als leicht erhöht. Die Bewertung des Finanzrisikos erfolgt aufgrund des Beginns der Geschäftstätigkeit der Emittentin im abgelaufenen Geschäftsjahr im Wesentlichen auf Basis der aufgestellten Planung, deren Umsetzung noch mit Risiken behaftet ist. Die auf Basis des aktualisierten Businessplanes ermittelte Ertragskraft und Finanzierungsstruktur bewerten wir insgesamt als befriedigend. Der Unternehmensaufbau und das geplante Wachstum sollen aus dem Eigenkapital und Emissionserlös der Wandelanleihe finanziert werden. Die finanzielle Flexibilität bewerten wir insbesondere vor dem Hintergrund der revolving in Anspruchnahme der Anleihe als gut. In der Planung wurden die geplanten Eigenkapitalmaßnahmen (IPO, Wandlung der Anleihe) noch nicht berücksichtigt, die das Finanzrisiko der SeniVita Social Estate AG verbessern würden.

# Anker-Rating

Die SeniVita Social Estate AG verfügt nach unserer Einschätzung über ein leicht erhöhtes Geschäftsrisiko und ein leicht erhöhtes Finanzrisiko, sodass wir das die Unternehmensgruppe mit BB- (Anker-Rating) bewerten

**Anker-Rating: BB-**

# Modifizierung

## Operationelle Risiken

Der Vorstand der SeniVita Social Estate AG besteht aus den Herren Dr. phil. Horst Wiesent (CEO), Eberhard Jach (CFO/COO Pflege) sowie Uwe Seifen (COO Bau). Alle Vorstandsmitglieder verfügen über langjährige Berufserfahrung in verschiedenen Bereichen der Finanz-, Pflege oder Baubranche. Dr. Horst Wiesent ist als CEO der SeniVita Sozial gGmbH und Mehrheitsgesellschafter der SeniVita Gruppe insbesondere für die Strategie und die Weiterentwicklung des Pflegekonzeptes „AltenPflege 5.0“ verantwortlich. Nicht zuletzt aufgrund seines guten Netzwerks – insbesondere zu Pflegediensten, Gemeinden und Kommunen (im Wesentlichen in Bayern) sowie politischen Entscheidungsträgern – ist Dr. Wiesent unseres Erachtens eine Schlüsselperson in der SeniVita Social Estate AG und in der von ihm gegründeten SeniVita Gruppe.

**Erfahrenes Führungsteam**

**Große Personenabhängigkeit**

Die Planungs- und Steuerungssysteme der SeniVita Social Estate AG befinden sich noch im Aufbau. Für die nicht operativen Themen, insbesondere Rechnungswesen und Controlling wird sich zurzeit noch der Ressourcen der Muttergesellschaft SeniVita Sozial gGmbH bedient. Aufgrund der noch geringen Geschäftstätigkeit der SSE und der noch überschaubaren Anzahl von Projekten ist dies unserer Ansicht nach in der Aufbauphase eine angemessene Vorgehensweise. Im Zusammenhang mit dem Ausbau der Geschäftstätigkeit der SeniVita Social Estate AG soll insbesondere das Risikomanagement professionalisiert und entsprechende Prozesse sowie Systeme mit externer Unterstützung aufgebaut werden.

**Planungs- und Steuerungssysteme im Aufbau**

**Nutzung der Ressourcen der Muttergesellschaft**

**Risikomanagementsystem noch im Aufbau**

**Die Aufbauphase des Unternehmens und die damit verbundenen Risiken sind bereits in unsere Bewertung des Geschäftsrisikos und des Finanzrisikos berücksichtigt, sodass wir keine weitere Anpassung für operationelle Risiken vornehmen und die SeniVita Social Estate AG mit BB- (Stand-Alone) bewerten.**

**Stand-Alone Rating BB-**

## Externer Einfluss

Die Aktien der SeniVita Social Estate AG werden zu 50 % von der SeniVita Sozial gGmbH und zu 46 % von der Ed. Züblin AG gehalten. Die beiden Gesellschafter unterstützen die SSE in der Gründungs- und Aufbauphase wirtschaftlich, personell und organisatorisch. Darüber hinaus bestehen keine weiteren Garantien seitens der Gesellschafter.

**Kein externer Einfluss**

**Wir nehmen keine Modifikationen des Stand-Alone-Ratings vor und bewerten die SeniVita Social Estate AG mit BB-.**



# Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmens- und Emissionsratings wurde am 09. Januar 2015 durch die SeniVita Social Estate AG (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 29. Februar 2016 statt. Am 07. April 2016 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 16. März 2016 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Rating auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratings auf den Internetseiten der Ratingagentur ([www.eulerhermes-rating.com](http://www.eulerhermes-rating.com)) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingbeurteilung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der Auftraggeberin. Die Auftraggeberin hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle Informationen des Berichts in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der Auftraggeberin mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Auftraggeberin übernimmt jedoch keine Garantie dafür, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, von der Auftraggeberin gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Auftraggeberin übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitsklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 07. April 2016

## **Analysten**

Maike Holzhauer, Senior Analystin und Projektleiterin  
Gundel Bergknecht, Senior Analystin

## **Ratingkomitee**

Holger Ludewig, Direktor  
Dr. Sascha Heller, Senior Analyst

## **Wesentliche Informationsquellen**

- Jahresabschlüsse 2012 bis 2014 der SeniVita Bau GmbH (Vorgängerin der SeniVita Social Estate AG)
- Vorläufiger Jahresabschluss 2015 der SeniVita Social Estate AG
- Businessplanung für die Jahre 2016 bis 2019
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen  
(z. B. Geschäftsentwicklung 2015, Projektpipeline, Vertriebsübersicht, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräch mit dem Management

## **Ratingmethodik**

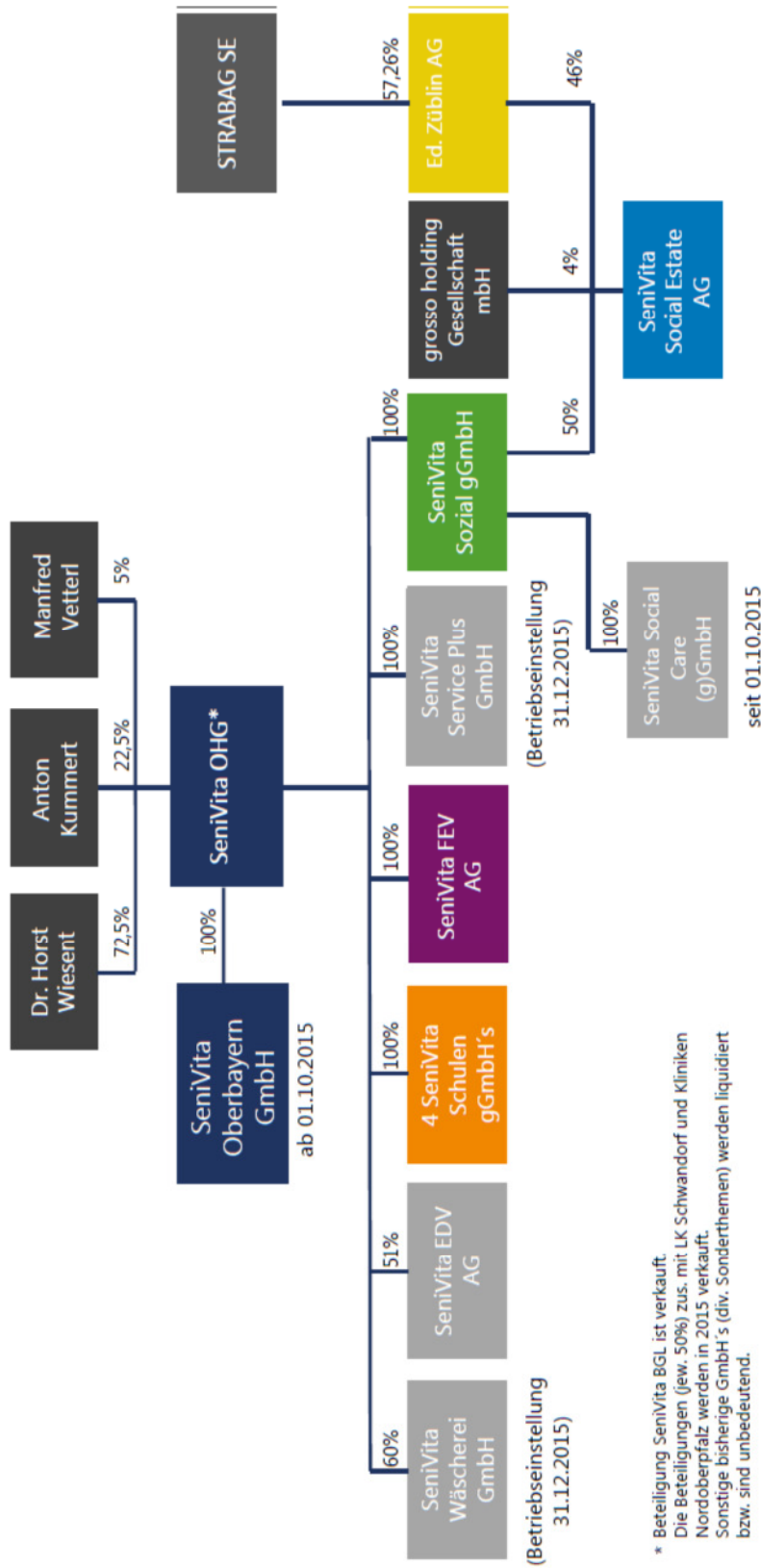
Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014  
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2014.pdf>)

## Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
<b>AAA</b>	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als „erstklassig“ bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
<b>AA</b>	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Gütekategorie". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
<b>A</b>	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
<b>BBB</b>	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
<b>BB</b>	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
<b>B</b>	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
<b>CCC</b>	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
<b>C</b>	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
<b>D</b>	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
<b>SD</b>	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
<b>NR</b>	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
<b>PLUS (+) MI- NUS (-)</b>	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

## Anlage 2 Gruppenorganigramm

# Gruppenorganigramm SeniVita



Stand: 01.12.2015

### 3.1: Struktur- Gewinn- und Verlustrechnung

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung	2015		Plan 2016		Plan 2017		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2016	2017
Umsatzerlöse	53	0,4	38.530	92,2	29.899	121,4	72.598,1	-22,4
<b>Gesamtleistung</b>	12.921	100,0	41.775	100,0	24.626	100,0	223,3	-41,1
Materialaufwand	12.866	99,6	24.328	58,2	4.693	19,1	89,1	-80,7
<b>Rohertrag</b>	55	0,4	17.447	41,8	19.933	80,9	31.621,8	14,2
Sonstige betriebliche Erträge	23	0,2	11	0,0	15	0,1	-52,2	36,4
Personalaufwand	347	2,7	542	1,3	678	2,8	56,2	25,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.656	20,6	4.033	9,7	2.969	12,1	51,8	-26,4
<b>EBITDA</b>	-2.925	-22,6	12.883	30,8	16.301	66,2	-540,4	26,5
Abschreibungen	342	2,6	350	0,8	447	1,8	2,3	27,7
<b>EBIT</b>	-3.267	-25,3	12.533	30,0	15.854	64,4	-483,6	26,5
Finanzergebnis	-1.416	-11,0	-3.181	-7,6	-3.250	-13,2	124,6	2,2
<i>davon Zinsaufwand</i>	1.416	11,0	3.181	7,6	3.250	13,2	124,6	2,2
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	-4.683	-36,2	9.352	22,4	12.604	51,2	-299,7	34,8
Außerordentliches Ergebnis	0	0,0	0	0,0	0	0,0	n/a	n/a
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-4.683	-36,2	9.352	22,4	12.604	51,2	-299,7	34,8
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	-4.683	-36,2	7.986	19,1	8.823	35,8	-270,5	10,5

Quelle: vorläufiger Jahresabschluss und Businessplan der SeniVita Social Estate AG - bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHR

## Anlage 3.2: Strukturbilanz

Strukturbilanz	31.12.2015		Plan 31.12.2016		Plan 31.12.2017		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2016	2017
<b>Aktiva</b>	47.496	100,0	73.436	100,0	88.061	100,0	54,6	19,9
Anlagevermögen	4.873	10,3	4.773	6,5	4.332	4,9	-2,1	-9,2
<i>davon Immaterielle Anlagen</i>	4.553	9,6	4.227	5,8	4.274	4,9	-7,2	1,1
<i>davon Sachanlagen</i>	320	0,7	546	0,7	58	0,1	70,6	-89,4
Umlaufvermögen (inkl. RAP)	42.623	89,7	68.663	93,5	83.729	95,1	61,1	21,9
<i>davon Vorräte</i>	18.775	39,5	25.470	34,7	28.003	31,8	35,7	9,9
<i>davon zum Verkauf best. GuG</i>	13.411	28,2	16.656	22,7	11.384	12,9	24,2	-31,7
<i>davon gel. Anzahlungen</i>	5.361	11,3	8.811	12,0	16.616	18,9	64,4	88,6
<i>davon Forderungen und sonstige VG</i>	69	0,1	0	0,0	1	0,0	-100,0	n/a
<i>davon Kasse/Bank</i>	23.770	50,0	43.183	58,8	55.715	63,3	81,7	29,0
<b>Passiva</b>	47.496	100,0	73.436	100,0	88.061	100,0	54,6	19,9
Eigenkapital	5.317	11,2	13.303	18,1	22.126	25,1	150,2	66,3
Rückstellungen	144	0,3	3.592	4,9	4.184	4,8	2.394,4	16,5
Verbindlichkeiten (inkl. RAP)	42.035	88,5	56.541	77,0	61.751	70,1	34,5	9,2
<i>davon Anleihen</i>	36.859	77,6	50.000	68,1	50.000	56,8	35,7	0,0
<i>davon erhaltene Anzahlungen</i>	0	0,0	5.041	6,9	9.971	11,3	n/a	97,8
<i>davon Finanzverbindlichkeiten</i>	36.859	77,6	50.000	68,1	50.000	56,8	35,7	0,0

Quelle: vorläufiger Jahresabschluss und Businessplan der SeniVita Social Estate AG - bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHR

## Anlage 4: Kennzahldefinitionen

### Ertragskraft und Rentabilität

#### EBITDA-Marge

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

#### Renditen

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

<b>Gesamtkapitalrentabilität</b>
<b>Zähler</b>
bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand
<b>Nenner</b>
bereinigtes Gesamtkapital

#### Cashflow-Return on Investment

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



## Kapitalstruktur und Verschuldung

### 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)

### Nettofinanzverbindlichkeiten

Nettofinanzverbindlichkeiten
Anleihen
+ Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
+ Wechselverbindlichkeiten
+ sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten
+ Leasingverbindlichkeiten (operating lease)
+ Anpassungen durch ABS/Factoring-Transaktionen
- liquide Mittel

### Entschuldungsdauern

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

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

### Zinsdeckungen

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

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