

Corporate Bond Rating

6,75% Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) Deutschland, Real Estate



Unternehmensprofil

Die Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH ist ein 100%iges Tochterunternehmen der IMMOVATION Immobilien Handels AG. Das Geschäftsmodell der über Ergebnisabführungsverträge verbundenen IMMOVATION-Gruppe basiert auf dem An- und Verkauf sowie der Projektierung und dem Bestandsmanagement von Wohn- und Gewerbeimmobilien, wobei eine wesentliche Kernkompetenz in der Revitalisierung und Entwicklung urbaner Brachen und Kasernen sowie denkmalgeschützter Objekte liegt.

Rating		Analysts	
Corporate Bond Rating		Philipp Wass	(Lead Analyst)
DE000A1RFBP5:	BBB	E-mail	p.wass@scoperatings.com
Outlook:	Stable	Timo Schilz	(Backup Analyst)
Sector:	Real Estate/Developer	E-mail	t.schilz@scoperatings.com
Monitoring:	Monitored		

Ratingbegründung

Scope bestätigt das BBB Anleiherating der IPSAK mbH, Ausblick stabil

Scope Ratings (Scope) bestätigt das BBB Rating der 30 Mio. Euro Anleihe (6,75% 2012/2019) der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK), ein in Kassel ansässiges Immobilienunternehmen. Der Rating-Ausblick ist stabil.

Das BBB Rating der 30 Mio. Euro Anleihe der IPSAK spiegelt unter anderem die hohen Marktanteile des Unternehmens im Bauträgergeschäft in Ludwigsburg, Kornwestheim und Kassel wider. Über die vorhandene, stabile Einnahmenbasis aus Vermietungsaktivitäten sowie der Wärme und Energieproduktion in Höhe von zurzeit 8 Mio. Euro p.a., wird die Volatilität aus dem benannten Bauträgergeschäft teilweise kompensiert. Das Unternehmen verfügt darüber hinaus über solide Finanzkennzahlen mit einem vergleichsweise niedrigen LTV, einer moderaten FFO Fixed Charge Cover und einer soliden Liquidität.

Die positiven Ratingfaktoren werden zum Teil durch IPSAKs Größe, die starke Abhängigkeit von den Hauptmietern, der konzentrierten Projektentwicklungspipeline, dem Fokus auf wenige regionale Märkte und das Schlüsselpersonenrisiko abgeschwächt.

Das Anleiherating profitiert von der Übersicherung von 1,6x.

Ausblick

Der stabile Ausblick für das 30 Mio. Euro Anleihe-Rating beruht hauptsächlich auf der Einnahmenbasis in Höhe von ca. 8 Mio. Euro p.a. und der damit verbundenen Stabilität der Finanzkennzahlen.

Eine Heraufstufung des Ratings wäre zu erwarten, wenn es IPSAK gelingt, (i) den LTV nachhaltig auf oder unter einen Wert von 30% zu senken, (ii) den Beitrag der TOP10-Mieter auf unter 20% der Gesamtmieteinnahmen zu reduzieren und (iii) den FFO auf nachhaltig über EUR 7m zu belassen.

Eine Herabstufung des Ratings wäre zu erwarten, wenn die Verschuldung des Unternehmens nachhaltig auf einem LTV von über 50% und die Profitabilität bei einer EBITDA Marge von unter 30% verbleibt (derzeit 27%).

Rating drivers

Positive	Negative
Stabile Einnahmenbasis in Höhe von ca. 8 Mio. Euro p.a., welche sich aus den Vermietungs-, Wärme- und Energieerzeugungsaktivitäten des Unternehmens speist, schwächt Volatilität des Bauträgergeschäfts teilweise ab.	Kleines Immobilienunternehmen mit einem Bilanzvolumen von 153 Mio. Euro (kons.) und FFO von 9 Mio. Euro in 2015 im stark fragmentierten deutschen Immobilienmarkt
Moderater Loan-to-Value (LTV) von 53% in 2015. Scope geht von einem Rückgang des LTV auf unter 50% in den nächsten zwei Jahren aus.	Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektgesellschaften-Portfolio. Verzögerungen der Projekte oder Kostenüberschreitungen können den künftigen Cashflow somit erheblich beeinträchtigen.
Hohe FFO Fixed Charge Cover von 4,1x in 2015. Somit verfügt das Unternehmen über genügend Puffer, um seine wiederkehrenden Ausgaben zu decken.	Starke Abhängigkeit von Hauptmietern mit 82% der Gesamtmieteinnahmen von den TOP10 Mietern. Einhergehendes Risiko eines Mietausfalls wird über die teilweise sehr hohe Kreditqualität einzelner Mieter abgeschwächt.
Marktführer für Wohnraumentwicklung in Kassel und Kornwestheim/ Ludwigsburg mit einem Marktanteil von bis zu 30% ab 2016.	Geografischer Fokus auf nur wenige regionale Märkte, IPSAKs Portfolio befindet sich hauptsächlich in Kassel (6% der Vermögenswerte), Ludwigsburg (1%) und Kornwestheim (93%). Diese Städte werden von Scope als 'B' und 'C' Lagen eingeschätzt.
Übersicherung der Anleihe (September 2016: 1,6x)	Schlüsselpersonenrisiko, da strategische Entscheidungen der IPSAK und deren Mutter IMMOVATION AG hauptsächlich durch deren Geschäftsführer und Gründer getroffen werden.



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

Finanzübersicht

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
GuV/Bilanz (EUR m)								
Umsatzerlöse	6.4	5.1	8.4	13.4	28.1	31.7	47.0	35.6
Umsatzwachstum YoY (%)	n/a	-20%	65%	60%	110%	13%	48%	-24%
EBITDA (reported)	3.9	1.6	4.7	5.8	7.5	32.6	13.2	16.5
Zahlungen Operating Leases	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sonstiges	---	---	---	---	---	---	---	---
Scope-adjusted EBITDA	3.9	1.6	4.7	5.8	7.5	32.6	13.2	16.5
Nettozinszahlungen	-0.7	-0.9	-2.6	-3.0	-2.9	-3.1	-2.9	-3.2
Zahlungen Operating Leases (Zinskomponente)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Steuerzahlungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-14.4	-2.6	-3.4
Pensionen (Zinszahlungen)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Erhaltene Dividenden	0.0	0.0	1.9	1.6	2.1	21.5	1.6	1.2
Verkaufserlöse Anlagevermögen	---	---	---	---	---	---	---	---
Änderungen Rückstellungen	---	0.0	-0.4	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0
Scope-adjusted funds from operations (FFO)	3.2	0.7	3.6	4.3	9.1	36.7	9.4	11.0
Δ Working capital (WC)	0.0	-12.7	-37.6	-10.5	-3.2	-20.7	14.8	-0.3
WC ratio (%)	0%	-250%	-450%	-79%	-12%	-65%	31%	-1%
Nicht operativer Cash Flow	0.0	0.0	13.9	-1.2	-10.5	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations (CFO)	3.2	-12.0	-20.1	-7.4	-4.6	16.0	24.2	10.8
Capex	0.0	4.0	-0.3	1.0	-3.3	0.0	0.0	0.0
Capex/Umsatzerlöse	0%	78%	-4%	7%	-12%	0%	0%	0%
Free cash flow (FCF)	3.2	-8.0	-20.4	-6.4	-7.9	16.0	24.2	10.8
Gezahlte Dividenden	0.0	-3.2	-0.4	-0.3	-2.9	-44.7	-7.5	-2.1
Discretionary cash flow	3.2	-11.2	-20.8	-6.7	-10.8	-28.7	16.6	8.7
Total assets								
	28.0	114.4	138.5	157.5	152.7	128.5	124.2	141.7
Bruttofinanzverbindlichkeiten	11.2	49.0	68.4	79.5	81.9	66.8	62.7	71.6
Liquide Mittel	-0.6	-24.5	-4.8	-6.6	-2.1	-11.7	-24.5	-31.3
Verfügungsbeschränkte Mittel	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pensionsanpassungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating leases	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Scope-adjusted debt (SaD)	10.6	24.5	63.5	73.0	79.8	55.1	38.2	40.3
Profitabilität								
Bruttomarge	65.3%	62.3%	63.9%	50.2%	15.4%	38.7%	30.0%	48.8%
EBITDA Marge	61.8%	31.3%	56.7%	43.1%	26.7%	102.8%	28.1%	46.2%
Gesamtkapitalrendite	14.1%	42.1%	5.5%	4.3%	6.0%	13.9%	8.2%	9.0%
Debt protection measures								
FFO Fixed Charge Cover	5.4x	1.8x	2.4x	2.4x	4.1x	12.9x	4.3x	4.4x
EBITDA Interest Expense Cover	5.4x	1.8x	1.8x	1.9x	2.6x	10.6x	4.6x	5.1x
EBITDA Cash Interest Cover	5.4x	1.8x	1.8x	1.9x	2.6x	10.6x	4.6x	5.1x
Verschuldung								
Loan-to-Value	38.8%	27.3%	47.5%	48.3%	53.0%	47.2%	38.3%	36.5%
SaD/EBITDA	2.7x	15.4x	13.4x	12.7x	10.6x	1.7x	2.9x	2.4x
FFO/SaD	37.0%	6.5%	9.8%	10.0%	15.1%	72.2%	32.0%	35.5%
FCF/SaD	30.2%	-32.8%	-32.1%	-8.8%	-9.9%	29.1%	63.2%	26.8%
Liquidität								
Liquidität	No short-term debt >200% >200% >200% >200% >200% >200%							

Sources: IPSAK, Scope Ratings

Rating-change drivers

Positive

Höhere Granularität des Mieterportfolios: TOP10 Mieter stellen weniger als 20 % der Gesamtmieteinnahmen dar

Reduzierung der Verschuldung auf einen nachhaltig tragfähigen Beleihungsauslauf (LTV) von unter 30%

Nachhaltiger Verbleib des FFO bei über 7 Mio. Euro

Negative

Nachhaltiger Anstieg der Verschuldung auf einen Beleihungsauslauf (LTV) von über 50%

Verbleib der Profitabilität bei einer EBITDA Marge von 30% oder darunter

Geschäftsrisikoprofil

Industrie / Marktentwicklung

Zyklizität: Hoch

Scope ist der Meinung, dass Immobilienentwickler vollständig der inhärenten Zyklizität des Immobilienmarktes ausgesetzt sind, insbesondere da die Nachfrage nach neuen Immobilienprojekten vergleichsweise stark mit dem Wirtschaftswachstum korreliert. Darüber hinaus bestehen erhöhte Marktpreisrisiken aufgrund der Zeitverzögerung (bis zu vier Jahre) bis zur Fertigstellung einer Immobilie. In diesem Zeithorizont kann die Nachfrage sinken, so dass sowohl das Vermietungs- als auch das Veräußerungsrisiko stark ansteigen.

Markteintrittsbarrieren: Niedrig

Scope vertritt darüber hinaus die Meinung, dass die Immobilienbranche allgemein niedrige Markteintrittsbarrieren aufweist. Einerseits sind erhebliche Investitionen und somit (i) ausreichende interne Ressourcen oder (ii) ein guter Zugang zu Drittmitteln/Fremdkapital erforderlich, um Immobilien zu kaufen, zu bewirtschaften oder zu entwickeln. Andererseits lässt (i) die starke Fragmentierung der Immobilienbranche und (ii) der allgemein gute Zugang zu Fremdkapital aufgrund des besicherungs-fähigen Vermögensgegenstandes darauf schließen, dass die Markteintrittsbarrieren vergleichsweise gering sind.

Substitutionsrisiko: Gering

Das Substitutionsrisiko ist in der Regel gering, da Immobilien – insbesondere Wohnimmobilien – eines der menschlichen Grundbedürfnisse abdecken und somit nicht substituierbar sind.

Abbildung 1: Industry risk assessment | Immobilienprojektentwickler

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

Quelle: Scope Ratings

Positionierung im Wettbewerb

Kleines Immobilienunternehmen

Mit einem Bilanzvolumen von 153 Mio. Euro (kons.) und FFO von 9 Mio. Euro in 2015 ist IPSAK ein kleines Immobilienunternehmen im stark fragmentierten deutschen Immobilienmarkt. Die geringe Größe und die Marktpositionierung beinhalten eine größere Sensibilität für unvorhergesehene Ereignisse, größere Volatilität der Cashflows sowie ein größeres Schlüsselpersonenrisiko.

Langer Track Record als Wettbewerbsvorteil

Die Strategie der IPSAK und ihrer Mutter (IMMOVATION Immobilien Handels AG; im Folgenden IMMOVATION) ist u.a. die Entwicklung urbaner Brachen und Kasernen sowie Revitalisierung/Umnutzung von denkmalgeschützten Objekten. Die IMMOVATION hat in diesem Geschäftsbereich eine mehr als 20jährige Erfahrung. Aus Sicht von Scope Ratings repräsentiert dieser Track Record einen Wettbewerbsvorteil bei Bieterverfahren und bei der tatsächlichen Umsetzung von Projekten

Abbildung 2+3: Bilanzvolumen, IPSAK (konsolidiert) und Vergleichsunternehmen (EUR m)

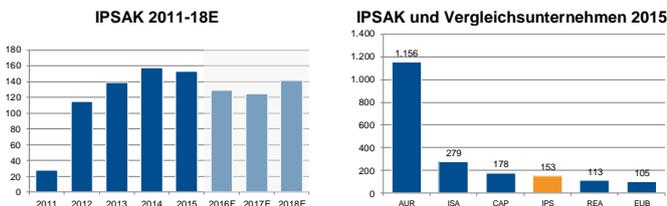
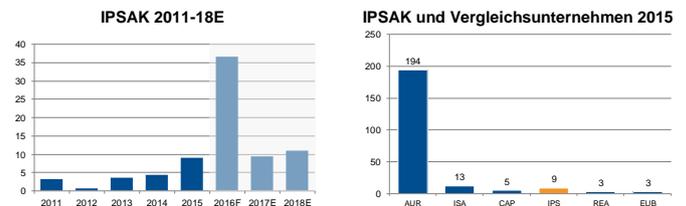


Abbildung 4+5: FFO, IPSAK (konsolidiert) und Vergleichsunternehmen (EUR m)



Quellen: IPSAK, Scope Ratings und öffentlich verfügbare Informationen der Vergleichsunternehmen

Marktführer für Wohnraumentwicklung in Kassel und Kornwestheim/Ludwigsburg

IPSAKs Projektentwicklungspipeline beinhaltet derzeit Projekte in Kassel (400 Wohnungen bis 2019), in Kornwestheim (121 Wohnungen bis 2016) und Ludwigsburg (40 bis 2018).

Scope erwartet, dass IPSAKs Marktanteil im Bauträrgeschäft in den Märkten Kornwestheim/Ludwigsburg und Kassel auf bis zu 30% ab dem Jahr 2016 steigen wird. Diese dominante Marktposition sichert dem Unternehmen eine hohe Visibilität seiner Entwicklungsprojekte und unterstützt deren Vertrieb an den Endkunden.

Abbildung 6: Marktanteil IPSAK (Neubau Wohnungen) - Kassel

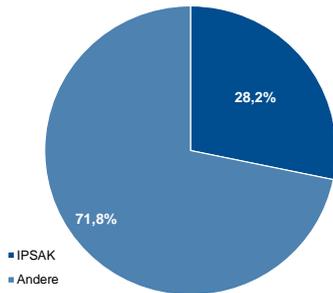


Abbildung 7: Marktanteil IPSAK (Neubau Wohnungen) - Kornwestheim

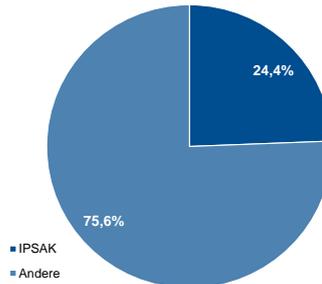
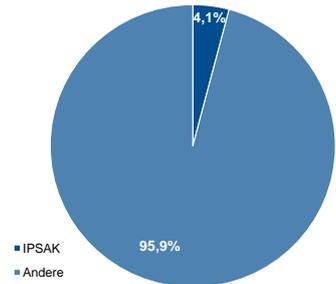


Abbildung 8: Marktanteil IPSAK (Neubau Wohnungen) - Ludwigsburg



Quellen: IPSAK, Scope Ratings, Statistik Kassel, Statistisches Landesamt Baden-Württemberg

Starke Abhängigkeit von Hauptmietern

Diversifizierung

IPSAK zeigt eine starke Abhängigkeit von ihren Hauptmietern, da 82% der Gesamtmieteinnahmen (Stand September 2016) von den zehn, bzw. 60% von den drei größten Mietern stammen. Das mit dieser geringen Mieterdiversifizierung einhergehende Risiko eines Mieterausfalls wird über die teilweise sehr hohe Kreditqualität einzelner Mieter abgeschwächt (Abbildung 9)

Abbildung 9: Hauptmieter IPSAK

	Mieter	% Gesamt-miete	Rating	CRA
1	Grundbuchzentralarchiv	45,8%	AAA	S&P
2	Salamander Deutschland GmbH & Co. KG	7,3%	NR	
3	Roche	6,9%	AA	S&P
TOP 3		60,0%		
4	ADP Employer Services GmbH	5,4%	NR	
5	ALE Deutschland GmbH	4,4%	NR	
6	Pure Fitness GmbH	4,2%	NR	
7	Deutsche Bahn AG	3,7%	AA-	S&P
8	Techmoteum	1,9%	NR	
9	Wilhelm Gienger GmbH & Co. KG	1,6%	NR	
10	mhplus Betriebskrankenkasse	1,3%	NR	
TOP 10		82,3%		

Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Konzentriertes Projektgesellschaften-Portfolio

Die Volatilität der Cashflows von IPSAK wird durch die Konzentration auf nur drei Projektgesellschaften verstärkt. Verzögerungen der Projekte oder Kostenüberschreitungen können den künftigen Cashflow somit erheblich beeinträchtigen. Das mit der hohen Konzentration verbundene Risiko wird jedoch durch (i) die hohe Granularität auf Einzelprojektebene mit rund 560 Wohneinheiten, (ii) die hohen Vorverkaufsquoten von z.B. 100% für die 121 auf dem Salamander-Areal zu errichtenden Wohnungen und (iii) einen hohen Grad an Kostensicherheit (Generalunternehmer) abgemildert.

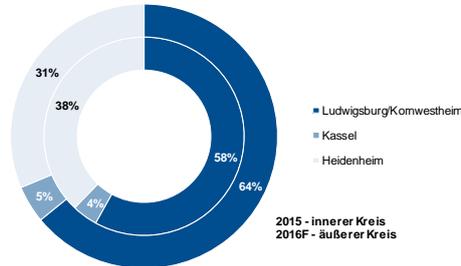
Geografischer Fokus auf wenige regionale Märkte

IPSAK fokussiert ihre Tätigkeiten auf drei verschiedene Regionen (Abbildung 10). Scope Ratings beurteilt diesen Diversifizierungsgrad als relativ gering. Mit dem Verkauf des Heidenheim Portfolios (NL-Wechsel Oktober 2016) verbleiben nunmehr nur noch zwei Regionen im Portfolio der IPSAK. Scope beurteilt den Grad an Diversifizierung als nicht ausreichend um eventuell nachteilige Marktbewegungen dadurch auszugleichen.

Stabile Einnahmenbasis schwächt Volatilität des Bauträrgeschäfts teilweise ab

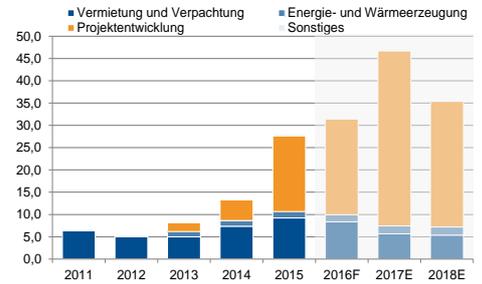
IPSAK verfügt über eine stabile Einnahmenbasis in Höhe von ca. 8 Mio. Euro p.a., welche sich aus den Vermietungs-, Wärme- und Energieerzeugungsaktivitäten des Unternehmens speist. Diese Einnahmenbasis kompensiert die Volatilität des Bauträrgeschäfts teilweise.

Abbildung 10: Geografische Aufteilung Umsätze IPSAK kons.



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Abbildung 11: Einnahmen nach Sektor (%) IPSAK kons.



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Asset Quality

Geografischer Fokus auf wenige regionale Märkte

IPSAKs Portfolio befindet sich hauptsächlich in Kassel (6% der Vermögenswerte), Ludwigsburg (1%) und Kornwestheim (93%). Diese Städte werden von Scope als 'B' und 'C' Lagen eingeschätzt und profitieren derzeit von einem boomenden deutschen Immobilienmarkt, mit einer Ausdehnung der Nachfrage von Mietern und Investoren in ebendiese Standorte.

Adäquater Vermietungsstand von 92%

IPSAKs adjustierte Vermietungsquote erhöhte sich auf 92% (Stand: September 2016). Scope Ratings geht von keiner signifikanten Erhöhung der Vermietungsquote in den nächsten 2-3 Jahren aus. Scope Ratings beurteilt die derzeitige Vermietungsquote als adäquat für das Rating.

Hohe durchschnittliche gewichtete Restmietvertragslaufzeit von 7,9 Jahren

IPSAK weist eine hohe durchschnittliche gewichtete Restmietvertragslaufzeit ("WAULT") von 7,9 Jahren aus (Stand: September 2016). Dieser WAULT repräsentiert eine vertraglich vereinbarte Miete von 43 Mio. Euro und bietet Sicherheit in Bezug auf die Berechenbarkeit und Stabilität der zukünftigen Einnahmen.

Als sehr positiv beurteilt Scope Ratings den 20-jährigen Mietvertrag (2011 - 2031) mit dem Land Baden-Württemberg (Grundbuchzentralarchiv), welcher ca. 46% der Gesamtmieteinnahmen für das Salamander Areal repräsentiert.

Profitabilität

Moderate jedoch volatile Profitabilität aufgrund des Projektentwicklungsgeschäftes

IPSAK weist im Jahr 2015 eine im Vergleich zu den Vorjahren niedrige Profitabilität mit einer EBITDA Marge von 27% auf (2014: 43% - Abbildung 12 und 13). Der Rückgang der Profitabilität ist vornehmlich einer schnelleren Realisierung der Stadthäuser auf dem Salamander-Areal (75% des Jahresumsatzes 2015) geschuldet. Die Entwicklung ebendieser weist im Vergleich zu IPSAKs Buy-and-Hold Aktivitäten geringere EBITDA Margen auf (~ 27% im Vergleich zu ~ 60%). Scope geht von Nachholeffekten im Jahr 2016 aus, so dass mit keiner anhaltend negativen Auswirkung auf das Geschäftsrisikoprofil zu rechnen ist (Abbildung 12).

Abbildung 12: Profitabilität IPSAK kons.

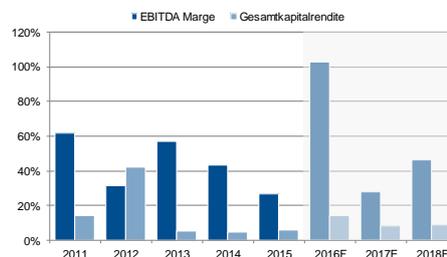
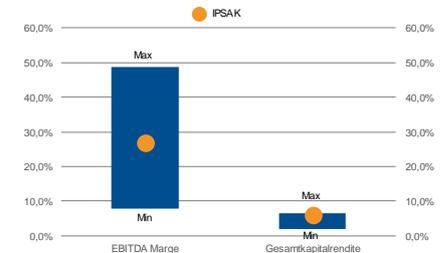


Abbildung 13: Profitabilität IPSAK kons. / Vergleichsunternehmen



Quellen: IPSAK, Scope Ratings und öffentlich verfügbare Informationen der Vergleichsunternehmen

Schlüsselpersonenrisiko und geringe Transparenz

Hohe FFO Fixed Charge Cover von 4,1x

Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektgesellschaften-Portfolio

Moderater Loan-to-Value (LTV) von 53% in 2015

Management und Corporate Governance

Scope Ratings sieht ein Schlüsselpersonenrisiko, da strategische Entscheidungen der IPSAK und deren Mutter IMMOVATION hauptsächlich durch deren Geschäftsführer und Gründer getroffen werden.

Die IPSAK ist aufgrund ihrer Größe nicht verpflichtet, konsolidierte Jahresabschlüsse zu erstellen. Aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Strukturierung mit Ergebnisabführungsverträgen zwischen der IPSAK und deren Töchtern als auch zu deren Mutter (IMMOVATION) führt dies aus Sicht von Scope Ratings zu einer reduzierten Transparenz.

Finanzrisikoprofil

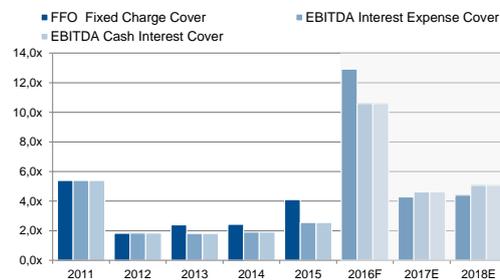
Debt Protection und Cash Flows

Scope erwartet, dass die FFO Fixed Charge Cover von 4,1x (2015) in den nächsten Jahren auf einem vergleichbaren Level verbleiben sollte. Somit verfügt das Unternehmen über genügend Puffer, um seine wiederkehrenden Ausgaben zu decken. Der Anstieg der Fixed Charge Cover wird unter anderem von dem erfolgreichen Verkauf von IPSAKs Projektentwicklungen gespeist.

Die Cash Flows des Emittenten unterliegen starken Schwankungen, was insbesondere an den Free Cash Flows (FCF) ablesbar ist. Diese schwankten zwischen 3,2 Mio. Euro (2010) und -20,8 Mio. Euro (2013 – Abbildung 15). Aufgrund der geschäftsmodellimmanenten Volatilität erwartet Scope weiterhin volatile Cash Flows. Aufgrund dessen sind Ein- und Auszahlungen über die Lebensdauer der Projekte nicht notwendigerweise kongruent.

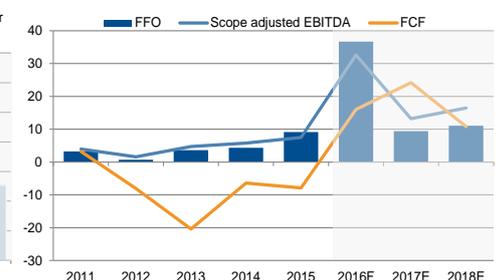
Die Volatilität der Cashflows von IPSAK wird durch die Konzentration auf nur drei Projektgesellschaften verstärkt. Verzögerungen der Projekte oder Kostenüberschreitungen können den künftigen Cashflow somit erheblich beeinträchtigen.

Abbildung 14: Debt Protection IPSAK



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Abbildung 15: Cash Flows IPSAK



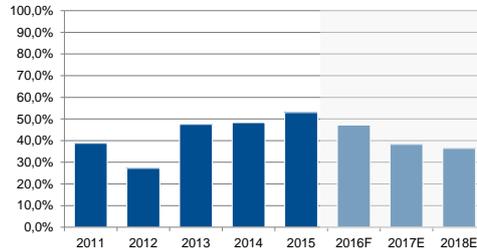
Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Verschuldung

Mit einem moderaten LTV von 53% im Jahr 2015 ist IPSAK ein gering verschuldetes Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen in Scope's Ratingportfolio. Der Anstieg des LTV ist primär einem negativen freien Cash-Flow von 11 Mio. Euro geschuldet. Dieser wurde über den Abruf noch verfügbarer Darlehensmittel aus dem Baudarlehen der Sparkassen von zwei Mio. Euro, verfügbare Liquidität (4 Mio. Euro) und Desinvestitionen (5 Mio. Euro) finanziert. Scope erwartet keine negativen Auswirkungen auf das Finanzrisikoprofil des Unternehmens und geht von einem Rückgang des LTV auf unter 50% in den nächsten 18 Monaten aus. Der erwartete Rückgang wird vor allem durch die erfolgreiche Veräußerung des Heidenheim Portfolios gestützt.

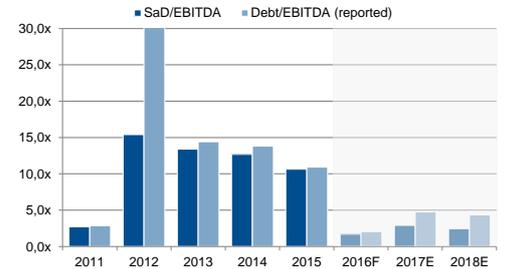
Mit einem Scope adjusted debt (SaD)/EBITDA von 10,6 x im Jahr 2015 war IPSAKs Cash Flow basierte Verschuldung vergleichsweise hoch. Scope Ratings geht von einer weiteren Entschuldung des Unternehmens aus, welche im Jahr 2012 mit einem SaD/EBITDA von 15,4x einen Höchststand erreichte (Abbildung 17). Die angenommene Entschuldung sollte über die Verkäufe der Projektentwicklungen in den nächsten 3-4 Jahren realisiert werden.

Abbildung 16: Loan-to-Value IPSAK



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Abbildung 17: Cash Flow Leverage IPSAK



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

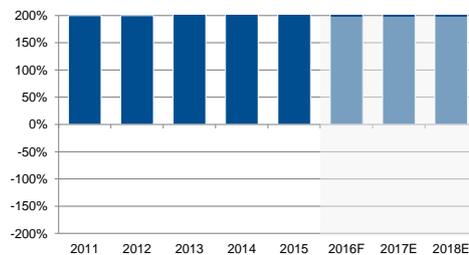
Solide Liquiditätsausstattung

Liquidität und Schuldenprofil

IPSAK verfügt über eine sehr solide Liquiditätsausstattung. Der erwartete operative Cashflow für 2016 zzgl. der vorhandenen Bankmittel zum Jahresende 2015 von insgesamt 18 Mio. Euro, decken auskömmlich die fälligen Darlehensverbindlichkeiten von 5,1 Mio. Euro in 2016.

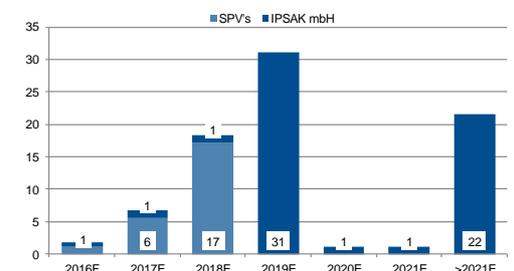
IPSAK hat zum Dezember 2015 zinstragende Verbindlichkeiten in Höhe von 82 Mio. Euro. Diese setzen sich aus Bankdarlehen bei der IPSAK (28 Mio. Euro) sowie bei deren Töchtern (24 Mio. Euro) und der Unternehmensanleihe (30 Mio. Euro) zusammen. Der Erlös aus dem Verkauf des Heidenheim Portfolios (N/L-Wechsel Oktober 2016) wird unter anderem zur Rückzahlung der hierauf lastenden Darlehensverbindlichkeiten in Höhe von 19 Mio. Euro genutzt werden. Darüber hinaus sind bis zum Jahr 2017 (5,6 Mio. Euro) keine materiellen Darlehensverbindlichkeiten fällig. Scope geht davon aus, dass IPSAK die fälligen Darlehen aus den zukünftig erwirtschafteten operativen Cashflows und unter Nutzung des geschätzten Beleihungswertes der schuldenfreien Tochterunternehmung IPSAK Energie GmbH in Höhe von 10 Mio. Euro bedienen kann.

Abbildung 18: Liquidität IPSAK



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Abbildung 19: Darlehensauslaufprofil IPSAK



Quellen: IPSAK, Scope Ratings

Anleihe-Rating von BBB geprägt durch Übersicherung von 1,6x

Anleihe

Das BBB Rating für die Anleihe basiert auf IPSAKs Kreditqualität sowie der Rangigkeit und Besicherung von IPSAKs ausstehenden Fremdkapitalpositionen. Die Anleihe profitiert hierbei von einer werthaltigen Besicherung. Diese setzt sich aus einer Buchgrundschuld auf dem Salamander Areal (Marktwert von 93 Mio. Euro) welche im zweiten Rang hinter einem erstrangigen Bankdarlehen von derzeit 28 Mio. Euro (Maximum 30 Mio. Euro) liegt sowie einer Liquiditätsreserve von 2 Mio. Euro zusammen. Scope Ratings bewertet diese Übersicherung von 1.6x als sehr positives Element für das Anleihe-Rating.

Ausblick: Stabil

Ausblick

Der stabile Ausblick für das 30 Mio. Euro Anleihe-Rating beruht hauptsächlich auf der Einnahmenbasis in Höhe von ca. 8 Mio. Euro p.a. und der damit verbundenen Stabilität der Finanzkennzahlen.

Eine Heraufstufung des Ratings wäre zu erwarten, wenn es IPSAK gelingt, i) den LTV nachhaltig auf oder unter einen Wert von 30% zu senken, ii) den Beitrag der TOP10-Mieter



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

auf unter 20% der Gesamtmieteinnahmen zu reduzieren und iii) den FFO auf nachhaltig über EUR 7m zu belassen.

Eine Herabstufung des Ratings wäre zu erwarten, wenn die Verschuldung des Unternehmens nachhaltig auf einem LTV von über 50% und die Profitabilität bei einer EBITDA Marge von unter 30% verbleibt (derzeit 27%).



APPENDIX

<p>EBITDA</p> <p>Cash flow measure</p> <p>Revenue</p> <ul style="list-style-type: none"> - Operating expenditures + Depreciation and amortisation + Expenses for long-term operating lease financing + Sustainable associates/investment income <p>= EBITDA</p>	<p>EBITDA is a financial measurement of the operating cash flow from operations; it is widely used when assessing the performance of companies. It enables a comparison of profitability between different companies by eliminating the effects of financing (by ignoring interest and long-term operating rent payments) and political jurisdictions (by ignoring tax). EBITDA also excludes the non-cash items depreciation and amortisation of assets. Scope will only exclude operating rent payments from the measure if not material. EBITDA also includes sustainable core income from investments and associates.</p>
<p>Scope-adjusted funds from operations (FFO)</p> <p>Cash flow measure</p> <p>EBITDA</p> <ul style="list-style-type: none"> - Net interest paid - Tax paid + Associate dividends received ± Other non-operating charges before FFO <p>= FFO</p>	<p>FFO represents operating cash flows before changes in working capital and after dividends received, interest paid and long-term operating lease charges and other non-recurring income or expenses.</p>
<p>Scope-adjusted debt (SaD)</p> <p>Debt measure</p> <p>Reported financial debt</p> <ul style="list-style-type: none"> + Off-balance sheet debt, such as operating leases, unfunded pensions, guarantees, provisions, if applicable - unrestricted cash and equivalents <p>= SaD</p>	<p>SaD is a key determinant for many credit metrics. Scope applies adjustments based on the disclosure given in a company's annual report (reported financial debt), which typically consists of bank loans, financial leases and capital market debt such as bonds. Main adjustment items relate to off-balance sheet items such as a company's unfunded pension obligations, operating lease obligations and guarantees. The measure deducts equity credit resulting from hybrid debt securities that are qualified as equity-like. Long-term operating lease charges are capitalised as a multiple of the rents. This multiple is typically eight but may vary depending on the entity's specific industry and the location of the leased assets. For specific industries, such as utilities, provisions are included if material, for example, for the decommissioning of power plants.</p>
<p>Letting EBITDA margin (%)</p> <p>Operating profitability measure</p> $\frac{\text{EBITDA} + \text{expenses related to sale of properties} + \text{revenues from service charges}}{\text{Total revenue} - \text{revenues from service charge} - \text{revenues from sale of properties}}$	<p>The Letting EBITDA margin illustrates an issuer's profitability, setting aside the group's financing structure, tax situation and operational results from the disposal of properties. It is typically applied to commercial real estate corporates with a focus on letting.</p> <p>It is equal to earnings before interest, tax, depreciation, amortisation and rent charges (EBITDA), divided by total revenue.</p>
<p>FFO fixed-charge cover (x)</p> <p>Debt protection measure</p> $\frac{\text{FFO} + \text{interest paid} + \text{preferred dividends} + \text{annual pension payments}}{\text{Interest paid} + \text{preferred dividends} + \text{operating rent charge} + \text{annual pension payments}}$	<p>This ratio indicates an issuer's ability to pay its fixed financing expenses.</p> <p>This compares the operational cash-generating ability of an issuer with its debt service obligations. The ratio is influenced by the levels of interest rates in different jurisdictions and the funding mix, including the use of zero-coupon debt.</p>



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

FFO/SaD (%)

Debt protection measure

FFO + interest paid + preferred dividends

SaD

This ratio is a measure of an entity's cash flow generation compared with its debt burden.

SaD/EBITDA (x)

Debt protection measure

SaD

EBITDA

This ratio compares an issuer's debt payment obligations with its ordinary, unleveraged, untaxed cash flow generation before operating rent payments (EBITDA).

Liquidity (%)

Liquidity measure

Operating cash flow_{t+1} + unrestricted cash and marketable securities_t + unused committed bank facilities_t + committed unused factoring lines_{t+1} + committed proceeds from asset sales_{t+1}

Short-term debt_t

This ratio indicates the company's ability to pay its short-term debt from its operating cash flow, unrestricted cash and marketable security position, unused committed bank facilities, unused committed factoring lines, and proceeds from committed asset sale.



Wichtige Hinweise

Angaben gemäß Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013

Verantwortlichkeit

Verantwortlich für die Verbreitung der vorliegenden Finanzanalyse ist die Scope Ratings AG, Berlin, Amtsgericht Berlin (Charlottenburg) 161306 B, Vorstand: Torsten Hinrichs (Vorsitzender), Dr. Stefan Bund und Dr. Sven Janssen.

Das Rating wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Olaf Tölke, Committee Chair.

Ratinghistorie

Date; Rating action; Rating

16.09.2016; Affirmation; BBB Stable

17.09.2015; Affirmation; BBB Stable

18.09.2014; Downgrade; BBB Stable

17.09.2014; Review for possible downgrade; A-

29.11.2013; Downgrade; A- Stable

03.12.2012; Initial Rating; A

Ein Ausblick signalisiert die wahrscheinlichste Richtung einer Ratingänderung, innerhalb der nächsten 12-18 Monate. Ein Ausblick ist aber keine Indikation dafür, dass eine Änderung zwangsläufig folgen muss.

Angaben über Interessen und Interessenkonflikte

Das Rating wurde von Scope Ratings AG unabhängig jedoch entgeltlich im Auftrag der Anbieterin der Kapitalanlage erstellt.

Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings AG oder von mit dieser verbundenen Gesellschaften an dem Ratingobjekt und an direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen des Ratingobjekts und direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings AG oder an von mit dieser verbundenen Gesellschaften. Die Ratingagentur, die am vorliegenden Rating beteiligten Ratinganalysten und alle anderen Personen, die vorliegend an der Abgabe des Ratings und/oder von dessen Genehmigung beteiligt sind, halt/halten weder direkt oder indirekt Eigentumsanteile an dem Ratingobjekt oder mit diesem verbundenen Dritten. Das eventuelle Halten von Beteiligungen durch vorgenannte Personen durch Beteiligungen an diversifizierten Organismen für gemeinsame Anlagen einschließlich verwalteter Fonds wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen ist unbeschadet hiervon gemäß der EU-Ratingverordnung (EG) Nr. 1060/2009 zulässig. Weder die Scope Ratings AG noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung oder den Vertrieb von Kapitalanlageprodukten involviert. Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings AG und des Ratingobjektes, jedoch werden keine Personen an der Erstellung und Genehmigung eines Ratings beteiligt, bei denen aufgrund verwandtschaftlicher Verhältnisse oder sonstiger Näheverhältnisse ein Interessenkonflikt bestehen könnte.

Wesentliche Quellen des Ratings

Prospekt, Webpage des Ratingobjekts/Anbieters, Wertgutachten, sonstige Gutachten, Jahresberichte/Halbjahresberichte des Ratingobjekts/Anbieters, Angeforderte Detailinformationen, Jahresabschlüsse, Datenlieferungen von externen Datenlieferanten, Interview mit dem Ratingobjekt, Externe Marktberichte, Presseberichte / sonstige öffentliche Informationen

Die Scope Ratings AG hält die Qualität der über das bewertete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Scope hat die Zuverlässigkeit der Quellen vor Verwendung soweit möglich sichergestellt, aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft.

Einsichtnahme des Ratingobjekts vor Veröffentlichung des Ratings

Vor Veröffentlichung wurde dem bewerteten Unternehmen die Möglichkeit gegeben, das Rating und die Ratingtreiber einzusehen, inklusive des für das Credit Rating und Rating Ausblick zugrundeliegenden Rating Rationals. Dem bewerteten Unternehmen wurde anschließend mindestens ein voller Arbeitstag gewährt, um auf faktische Fehler hinzuweisen oder die Ratingentscheidung anzufechten und zusätzliche für das Rating wesentliche Informationen bereitzustellen. Das Rating wurde nach dieser Einsichtnahme nicht bewertungsrelevant geändert.

Methodik

Die für das Rating von Secured Corporate Bonds gültige Methodik (Corporate Rating Methodology) ist unter www.scooperatings.com verfügbar. Die historische Ausfallraten von Scope Ratings können auf der zentralen Plattform (CEREP) der Europäischen Securities and Markets Authority (ESMA) eingesehen werden: <http://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>. Eine umfangreiche Erklärung zu Ausfallrating von Scope, Definitionen der Rating Notationen und weiterführenden Informationen zu den Analysekomponenten eines Ratings sind in den Dokumenten zu Methodiken auf der Webseite der Ratingagentur einsehbar.

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2016 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.

Herausgeber

Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, 10785 Berlin Information pursuant to Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, as amended by Regulations (EU) No. 513/2011 and (EU) No. 462/2013