

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

| | |
|------------------------|-------------|
| Corporate Bond Rating: | BBB |
| Ausblick: | Stabil |
| Sector: | Real Estate |
| Monitoring: | monitored |

Analysten

| | |
|----------------|-------------------------|
| Philipp Wass | (Lead Analyst) |
| E-Mail | p.wass@scoperatings.com |
| Sebastian Zank | (Backup Analyst) |
| E-Mail | s.zank@scoperatings.com |

Ratingbegründung

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 9 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 von 48% (2014), einer moderaten FFO Fixed Charge Cover von 2,4x und einer soliden Liquidität von 2.900% (2014).

Die positiven Ratingfaktoren werden zum Teil durch IPSAKs Größe mit einem Bilanzvolumen von 158 Mio. Euro (kons.) zum Jahresende 2014, die starke Abhängigkeit von den Hauptmietern (TOP 10 repräsentieren 49% der Gesamtmieteinnahmen), 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. 9 Mio. Euro p.a. und der damit verbundenen Stabilität der Finanzkennzahlen.

Rating Drivers

Positive

Marktführer für Wohnraumentwicklung in Kassel und Kornwestheim/Ludwigsburg mit einem Marktanteil von bis zu 30% ab 2016.

Moderater Loan-to-Value (LTV) von 48% in 2014. Scope geht von keinem signifikanten Anstieg des LTV in den nächsten zwei Jahren aus.

Stabile Einnahmenbasis in Höhe von ca. 9 Mio. Euro p.a., welche sich aus den Vermietungs-, Wärme- und Energieerzeugungsaktivitäten des Unternehmens speist, schwächt Volatilität des Bauträgergeschäfts teilweise ab.

Hohe FFO Fixed Charge Cover von 2,4x in 2014. Somit verfügt das Unternehmen über genügend Puffer, um seine wiederkehrenden Ausgaben zu decken.

Übersicherung der Anleihe (September 2015: 1,6x)

Negative

Kleines Immobilienunternehmen mit einem Bilanzvolumen von 158 Mio. Euro (kons.) und FFO von 4 Mio. Euro in 2014 im stark fragmentierten deutschen Immobilienmarkt

Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektgesellschaften-Portfolio. Verzögerungen der Projekte oder Kostenüberschreitungen können den künftigen Cashflow somit erheblich beeinträchtigen.

Starke Abhängigkeit von Hauptmietern mit 49% der Gesamtmieteinnahmen von den TOP10 Mietern. Einhergehendes Risiko eines Mietersausfalls wird über die teilweise sehr hohe Kreditqualität einzelner Mieter abgeschwächt.

Geografischer Fokus auf nur wenige regionale Märkte, IPSAKs Portfolio befindet sich hauptsächlich in Kassel (4% der Vermögenswerte), Heidenheim (21%), Ludwigsburg (1%) und Kornwestheim (74%). Diese Städte werden von Scope als 'B' und 'C' Lagen eingeschätzt.

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

Finanzkennzahlen (Übersicht - IPSAK konsolidiert)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|--------|---------|
| GuV (EURm) | | | | | | | |
| Gesamtleistung | 6,4 | 5,1 | 8,4 | 13,4 | 23,5 | 22,3 | 30,2 |
| EBITDA (adj.) | 3,9 | 1,6 | 4,7 | 5,8 | 10,6 | 10,6 | 12,7 |
| EBIT | 3,9 | 1,6 | 4,4 | 5,3 | 10,2 | 10,2 | 12,3 |
| Nettozinsausgaben | -0,7 | -0,9 | -2,6 | -3,0 | -2,8 | -3,3 | -3,0 |
| Finanzverbindlichkeiten | 11,2 | 49,0 | 68,0 | 79,0 | 78,3 | 68,2 | 66,5 |
| Bankbestand | 0,6 | 24,5 | 4,8 | 6,6 | 7,7 | 27,5 | 28,3 |
| Netto Finanzverbindlichkeiten | 10,6 | 24,5 | 63,2 | 72,4 | 70,6 | 40,7 | 38,2 |
| Kapitalflussrechnung (EURm) | | | | | | | |
| Funds flow from Operations (FFO) | 3,2 | 0,7 | 4,1 | 4,3 | 5,6 | 5,5 | 6,9 |
| Operating Cash Flow (CFO) | 3,2 | -8,0 | -20,4 | -6,4 | 7,0 | 28,4 | 13,0 |
| Free Cash Flow (FCF) | 3,2 | -9,0 | -20,8 | -6,7 | 1,8 | 23,5 | 6,5 |
| CAPEX | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Veränderungen des Working Capital | 0,0 | -12,7 | -38,0 | -10,5 | 1,3 | 22,8 | 6,1 |
| Financial Ratios | | | | | | | |
| EBITDA (adj.) Margin (%) | 61,8% | 31,3% | 59,0% | 51,5% | 51,2% | 54,3% | 46,3% |
| Return on Assets (%) | 14,1% | 42,1% | 5,5% | 4,3% | 5,2% | 5,7% | 6,7% |
| Loan to Value adj. (%) | 40,1% | 42,8% | 46,9% | 48,2% | 48,9% | 45,5% | 44,9% |
| FFO/Fixed Charge (x) | 5,4x | 1,8x | 2,6x | 2,4x | 3,0x | 2,7x | 3,3x |
| FFO/Net Debt (%) | 35,1% | 3,2% | 9,8% | 9,3% | 10,8% | 12,9% | 15,0% |
| Net Debt/EBITDA (x) | 2,7x | 15,4x | 13,3x | 12,6x | 6,7x | 3,9x | 3,0x |
| Liquidity | --- | --- | 1648,0% | 2911,4% | 4583,2% | 949,6% | 3287,0% |

Quellen: Scope Calculation

*no short-term debt

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%

Steigerung des nachhaltigen FFO auf über 7 Mio. Euro

Negative

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

Absinken der Profitabilität auf eine EBITDA Marge von 30% oder darunter

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen: Positives Umfeld und anziehende Vermögenspreise gefördert durch die EZB

Wohnimmobilien: Angebotsknappheit und Nachfragewachstum

Erwartetes Marktwachstum in dem Kernmarkt Kornwestheim/Ludwigsburg

Business Risk Profile

Marktentwicklung

Deutschlands positives BIP-Wachstum (2014: 1,6% | 2015e: +1,5% | 2016e: +2,0% *Quelle: DESTATIS*) sowie die geringe Arbeitslosenquote von unter 5,0% (*Quelle: OECD*) bekräftigen die Position des Landes als eine von Europas stärksten Ökonomien neben kleineren Märkten wie Irland, Luxemburg und den Baltischen Staaten. Deutschlands robuste Wirtschaft treibt insbesondere die Wachstumsraten der Pro-Kopf-Kaufkraft, welche mit +4,6% (YoY) deutlich über Europas Durchschnitt von +1,7% liegt (*Quelle: GfK 2015*) und die Auswirkungen der jüngst anziehenden Vermögenspreise abdämpfen sollte.

Scope geht von weiterhin stabilen bis steigenden Preisen für Vermögenswerte aus, dies u.a. bedingt durch den historisch niedrigen Leitzinssatz der EZB (0,05%) sowie das ausgeweitete Anleihenkaufprogramm i. H. v. 60 Mrd. Euro pro Monat.

Nach Ansicht von Scope unterstützen die aktuell -insbesondere für Deutschland- guten wirtschaftlichen Aussichten IPSAKs Aktivitäten als Immobilienprojektentwickler.

Mit 152 Tsd. genehmigten Wohnungen (-42% seit 2001) markierte 2008 den Tiefpunkt der Neubautätigkeit in Deutschland seit der Jahrtausendwende. Seitdem sind die Baugenehmigungen in Deutschland sechs Jahre in Folge mit einer Wachstumsrate von durchschnittlich 9% p.a. gestiegen (*Quelle: DESTATIS*).

Die Nachfrageseite wird nach Scopes Meinung weiterhin durch ein erwartetes Bevölkerungswachstum in den wirtschaftlich starken Ballungsräumen wie München (+10%), Hamburg (+6%), Berlin (+3%) und in Universitätsstädten wie Münster (+7%) und Heidelberg (+6%) gestützt (*Quelle: Oxford Economics*). Der Nachfrageeffekt durch das Bevölkerungswachstum wird durch die weiterhin abnehmenden Haushaltsgrößen verstärkt. Dies sollte laut DESTATIS bundesweit zu einer Zunahme der Anzahl der Haushalte um +2,3% bis 2025 führen. Weitere Faktoren, die das Nachfragewachstum unterstützen sind: i) das derzeitige Niedrigzinsumfeld, ii) die durch Banken maximal akzeptierten Beleihungsausläufe, welche europaweit zu den höchsten gehören sowie iii) die vergleichsweise niedrigen verlangten Finanzierungsmargen. IPSAKs Portfolio befindet sich hauptsächlich in Kornwestheim (74% der Vermögenswerte), Heidenheim (21%), Kassel (4%) und Ludwigsburg (1%).

Seit 2011 ist die Anzahl der Transaktionen im Großraum Stuttgart um ca. 15% gesunken. Dies jedoch bei einer gleichzeitigen Steigerung des Umsatzvolumens um ebenfalls 15% (*Quelle: Gutachterausschuss der Stadt Stuttgart 2015*). Die Steigerung des Umsatzvolumens und die damit einhergehende Preissteigerung von 35% für Wohnungen durchschnittlicher Qualität wird somit über eine Angebotsknappheit und durch eine hohe und beständige Nachfrage getrieben.

Die Nachfrage sollte aufgrund der stabilen Wirtschaft des Bundeslandes Baden-Württemberg (BIP-Wachstum 2013: 0,3% | 2014: 2,4% | H1 2015: 2,3% | 2015e: 1,9% | 2016e: 1,9% *Quelle: Statistisches Landesamt Baden-Württemberg + Landesbank Baden-Württemberg*) und dem anhaltenden Wachstum der Bevölkerung (seit 2011: 3,0% - 3,6% | 2030e: 3,0-5,0% *Quellen: Statistisches Landesamt Baden-Württemberg*) weiterhin stabil sein.

Scope Ratings geht davon aus, dass das Nachfragewachstum für gut erschlossene, umliegende Gemeinden von Stuttgart zwischen 10-15% bis 2030 betragen wird. Nach Ansicht von Scope werden diese positiven Grundlagen in den nächsten Jahren unterstützend auf das Geschäftsmodell des Emittenten wirken.

Kleines Immobilienunternehmen

Wettbewerbsposition

Mit einem Bilanzvolumen von 158 Mio. Euro (kons.) und FFO von 4 Mio. Euro in 2014 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.

Geringer Marktanteil im Vermietungsgeschäft

Obgleich der deutsche Immobilienmarkt sehr fragmentiert ist und sogar große Unternehmen, wie z. B. Vonovia oder die Deutsche Wohnen nur moderate Marktanteile in ihren Kernmärkten haben (~ 5%), ist IPSAKs Marktanteil (Vermietung) in ihren Kernmärkten (Regierungsbezirke Ludwigsburg/Kornwestheim und Heidenheim) von unter 1,0% zu vernachlässigen (Abbildung 1).

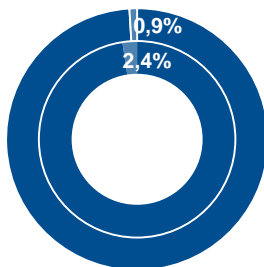
Marktführer für Wohnraumentwicklung in Kassel und Kornwestheim/Ludwigsburg

Der geringe Marktanteil und die damit einhergehend vergleichsweise schwache Wettbewerbsposition wird jedoch durch IPSAKs Erfolg in der Verbesserung einzelner Portfolios ausgeglichen. Dies wird untermauert durch die Erhöhung des Vermietungsstandes des Portfolios Heidenheim auf 93% (Juli 2015) von 73% zum Zeitpunkt der Übernahme im Jahr 2013.

IPSAKs Projektentwicklungspipeline beinhaltet derzeit Projekte in Kassel (400 Wohnungen bis 2019) und in Kornwestheim (120 Wohnungen bis 2016)/ Ludwigsburg (40 bis 2018). Scope erwartet, dass IPSAKs Marktanteil im Bauträgergeschäft in den Märkten Kornwestheim/Ludwigsburg und Kassel auf bis zu 30% ab dem Jahr 2016 steigen wird (Abbildung 2 und 3). Diese dominante Marktposition sichert dem Unternehmen eine hohe Visibilität seiner Entwicklungsprojekte und unterstützt deren Vertrieb an den Endkunden.

Abbildung 1

Marktanteil IPSAK Heidenheim (Vermietung)

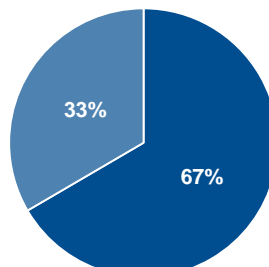


■ Heidenheim (Regierungsbez. > äußerer Kreis | Stadt > innerer Kreis)
■ IPSAK

Quelle: Scope Ratings und Statistisches Landesamt Baden-Württemberg

Abbildung 2

Marktanteil IPSAK Kassel (Entwicklung)

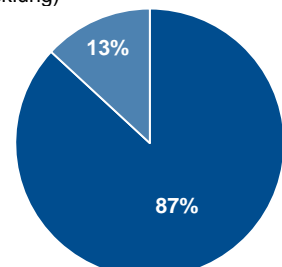


■ Kassel (andere Entwickler)
■ IPSAK

Quellen: Scope Ratings und Stadt Kassel

Abbildung 3

Marktanteil IPSAK Ludwigsburg/ Kornwestheim (Entwicklung)



■ Kornwestheim/ Ludwigsburg (andere Entwickler)
■ IPSAK

Quelle: Scope Ratings und Statistisches Landesamt Baden-Württemberg

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.

Diversifikation

IPSAK zeigt eine starke Abhängigkeit von ihren Hauptmietern, da 49% der Gesamtmietnahmen (Stand August 2015) von den zehn, bzw. 30% von den drei größten Mietern stammen. Das mit dieser geringen Mieterdiversifizierung einhergehende Risiko eines Mietersausfalls wird über die teilweise sehr hohe Kreditqualität einzelner Mieter abgeschwächt (Abbildung 4).

Abbildung 4

TOP 10 Mieter

| No. | Mieter | Jahresmiete (Euro) | % Gesamt-miete | RATING | |
|---------------|--------------------------------------|--------------------|----------------|--------|-----|
| | | | | Rating | CRA |
| 1 | Grundbuchzentralarchiv | 1.307.996 | 19,2% | AAA | S&P |
| 2 | Salamander Deutschland GmbH & Co. KG | 389.859 | 5,7% | NR | |
| 3 | mhplus Betriebskrankenkasse | 314.979 | 4,6% | NR | |
| TOP 3 | | 2.012.835 | 29,5% | | |
| 4 | ADP Employer Sevices GmbH | 295.119 | 4,3% | NR | |
| 5 | ALE Deutschland GmbH | 239.678 | 3,5% | NR | |
| 6 | Pure Fitness GmbH | 231.894 | 3,4% | NR | |
| 7 | Deutsche Bahn AG | 205.664 | 3,0% | AAA | S&P |
| 8 | ARVATO | 188.091 | 2,8% | BBB+ | S&P |
| 9 | Techmoteum | 105.254 | 1,5% | NR | |
| 10 | Wilhelm Gienger GmbH & Co. KG | 88.033 | 1,3% | NR | |
| TOP 10 | | 3.366.567 | 49,4% | | |

Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Geografischer Fokus auf wenige regionale Märkte

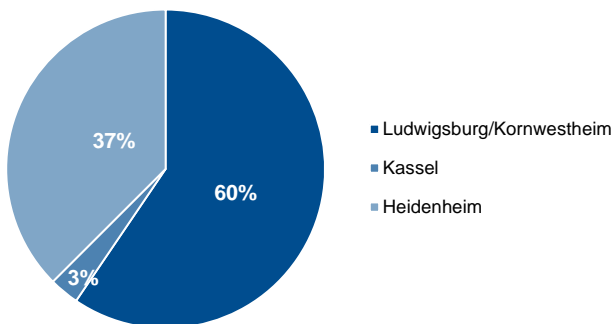
IPSAK fokussiert ihre Tätigkeiten auf drei verschiedene Regionen (Abbildung 5). Scope Ratings beurteilt diesen Diversifizierungsgrad als relativ gering. Eventuell nachteilige Marktbewegungen wären dadurch wenig auszugleichen.

Stabile Einnahmenbasis schwächt Volatilität des Bauträgergeschäfts teilweise ab

IPSAK verfügt über eine stabile Einnahmenbasis in Höhe von ca. 9 Mio. Euro p.a., welche sich aus den Vermietungs-, Wärme- und Energieerzeugungsaktivitäten des Unternehmens speist (Abbildung 6). Diese Einnahmenbasis kompensiert die Volatilität des Bauträgergeschäfts teilweise.

Abbildung 5

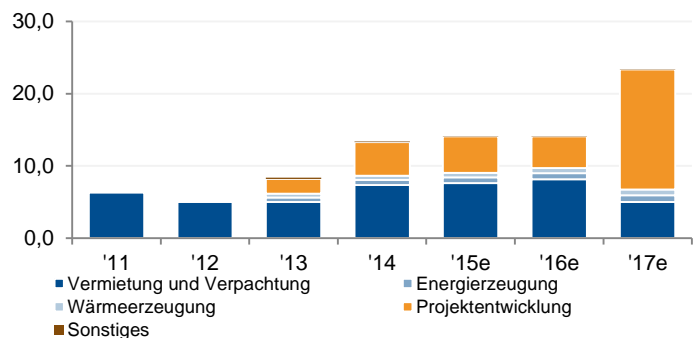
Geographische Aufteilung Umsätze



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Abbildung 6

Einnahmen nach Sektor (%) - IPSAK kons.



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Immobilien überwiegend in regionalen 'B' und 'C' Lagen

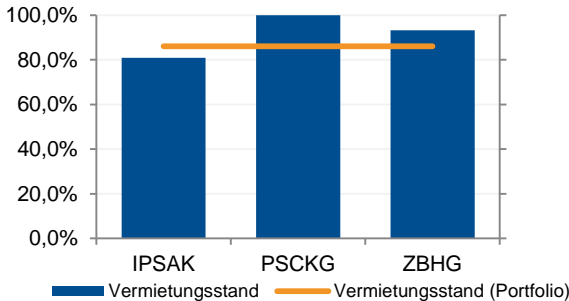
Asset Quality

IPSAKs Portfolio befindet sich hauptsächlich in Kassel (4% der Vermögenswerte), Heidenheim (21%), Ludwigsburg (1%) und Kornwestheim (74%). Diese Städte werden von Scope als 'B' und 'C' Lagen eingeschätzt.

Adäquater Vermietungsstand von 86%

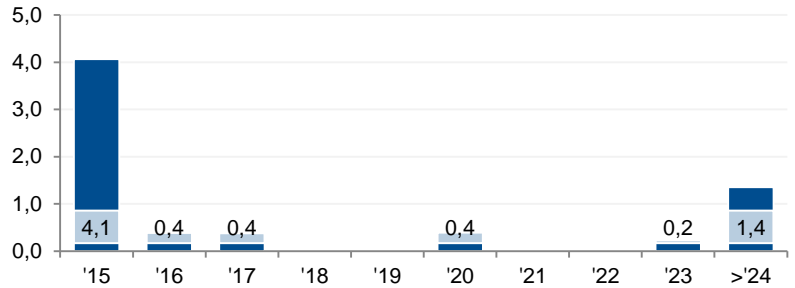
IPSAKs adjustierte Vermietungsquote betrug 86% zum Jahresende 2014 (Abbildung 7). Scope Ratings geht von keiner signifikanten Erhöhung der Vermietungsquote in den nächsten 2-3 Jahren aus. Scope Ratings beurteilt die derzeitige Vermietungsquote jedoch als adäquat für das Rating.

Abbildung 7
Vermietungsstand



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Abbildung 8
Mietauslaufprofil (Mio. Euro)



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Moderate durchschnittliche gewichtete Restmietvertragslaufzeit von 5,3 Jahren

IPSAK weist eine moderate durchschnittliche gewichtete Restmietvertragslaufzeit ("WAULT") von 5,3 Jahren im September 2014 (4,1 Jahre inkl. Wohnen). Dieser WAULT repräsentiert eine vertraglich vereinbarte Miete von 27 Mio. Euro und bietet Sicherheit in Bezug auf die Berechenbarkeit und Stabilität der zukünftigen Einnahmen.

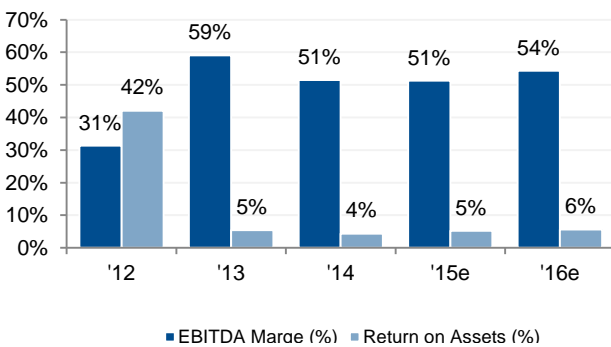
Als sehr positiv beurteilt Scope Ratings den 20jährigen Mietvertrag (2011 - 2031) mit dem Land Baden-Württemberg (Grundbuchzentralarchiv), welcher ca. 30% der Gesamtmieteinnahmen für das Salamander Areal repräsentiert.

Profitabilität

Moderate jedoch volatile Profitabilität aufgrund des Projektentwicklungsgeschäftes

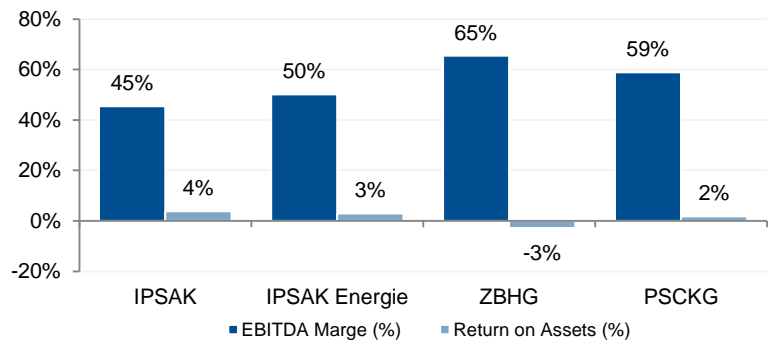
IPSAK weist eine moderate Profitabilität mit einer adjustierten EBITDA Marge von 51% in 2014 auf (2013: 59% - Abbildung 9 und 10). Scope geht davon aus, dass sich diese Marge mit Fertigstellung neuer Archivflächen für das Bundesland Baden-Württemberg wieder leicht erhöhen wird.

Abbildung 9
Profitabilität IPSAK kons



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Abbildung 10
Profitabilität IPSAK inkl. Tochterunternehmen 2014



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Management und Corporate Governance

Schlüsselpersonenrisiko und geringe Transparenz

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.

Financial Risk Profile

Leverage

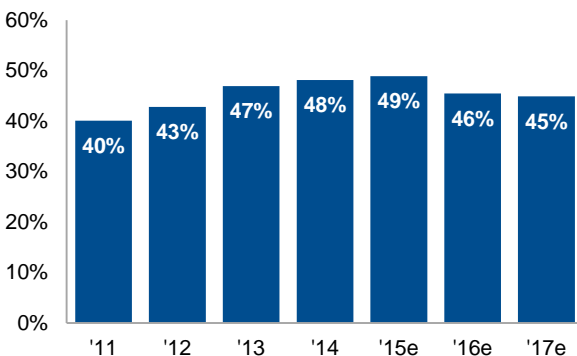
Moderater Loan-to-Value (LTV) von 48% in 2014

Mit einem moderaten LTV von 48% im Jahr 2014 ist IPSAK ein gering verschuldetes Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen in Scope's Ratingportfolio. Scope geht von keinem signifikanten Anstieg des LTV in den nächsten zwei Jahren aus (Abbildung 11).

Mit einem total debt/EBITDA von 13,7 x im Jahr 2014 war IPSAKs Cash Flow basierete Verschuldung vergleichsweise hoch. Scope Ratings geht von einer weiteren Entschuldung des Unternehmens aus, welche im Jahr 2012 mit einem total debt/EBITDA von 30,8x einen Höchststand erreichte (Abbildung 12). Die angenommene Entschuldung sollte über die Verkäufe der Projektentwicklungen in den nächsten 3-4 Jahren realisiert werden.

Abbildung 11

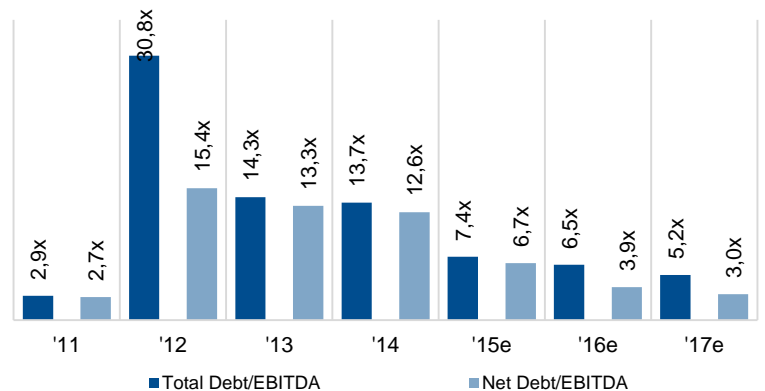
Loan-to-Value



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Abbildung 12

Cash Flow Leverage – net total debt/EBITDA



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Hohe FFO Fixed Charge Cover von 2,4x

Debt Protection & Cash Flow Volatilität

Scope erwartet, dass die FFO Fixed Charge Cover von 2,4x (2014) in den nächsten Jahren weiter ansteigen sollte (Abbildung 13). Somit verfügt das Unternehmen über genügend Puffer, um seine wiederkehrenden Ausgaben zu decken. Der erwartete Anstieg der Fixed Charge Cover wird unter anderem von dem sukzessiven Verkauf von IPSAKs Projektentwicklungen gespeist.

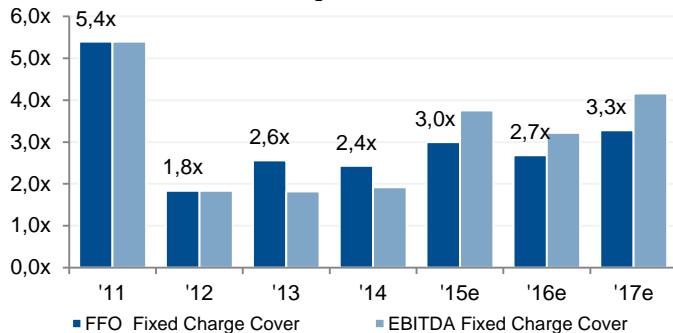
Volatile Cashflows aufgrund geringer Diversifizierung des Projektgesellschaften-Portfolio

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 14). 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 vier Projektgesellschaften verstärkt. Verzögerungen der Projekte oder Kostenüberschreitungen können den künftigen Cashflow somit erheblich beeinträchtigen.

Abbildung 13

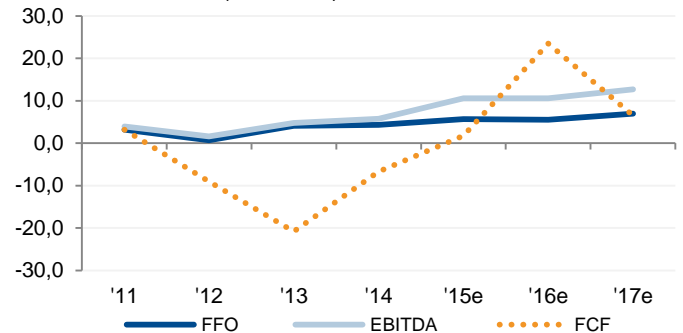
FFO und EBITDA Fixed Charge Cover



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Abbildung 14

FFO, EBITDA, FCF (Mio. Euro)



Quellen: IPSAK & Scope Ratings

Solide Liquiditätsausstattung

Liquidität und Schuldenprofil

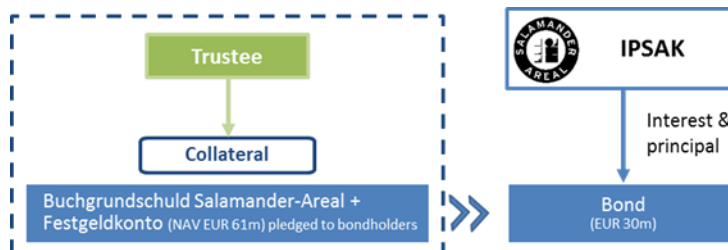
IPSAK verfügt über eine sehr solide Liquiditätsausstattung von 2.900%. Der erwartete operative Cashflow zzgl. der vorhandenen Bankmittel sowie der nicht in Anspruch genommenen Kreditlinien von insgesamt 19 Mio. Euro für 2015, deckt auskömmlich die fälligen Darlehensverbindlichkeiten von 0,7 Mio. Euro für 2015.

IPSAK hat zum Dezember 2014 zinstragende Verbindlichkeiten von 79 Mio. Euro. Diese setzen sich aus Bankdarlehen bei der IPSAK (26 Mio. Euro) sowie bei deren Töchtern (23 Mio. Euro) und der Unternehmensanleihe (30 Mio. Euro) zusammen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Darlehen beträgt 7,9 Jahre. Bis zum Jahr 2017 (5,3 Mio. Euro) sind 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 6 Mio. Euro bedienen kann.

Unternehmensanleihe

Abbildung 15

Anleihestruktur



Quelle: IPSAK und Scope Ratings

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

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 Buchgrundschild auf dem Salamander Areal (Marktwert von 81 Mio. Euro) welche im zweiten Rang hinter einem erstrangigen Bankdarlehen von derzeit 26 Mio. Euro (Maximum 30 Mio. Euro) liegt sowie einer Liquiditätsreserve von 2 Mio. Euro zusammen. In einem Stressszenario und unter Berücksichtigung der sonstigen Vermögensgegenstände der IPSAK weist die Unternehmensanleihe eine Übersicherung von 1,6x (September 2015) aus. Scope Ratings bewertet diese Übersicherung von 1.6x als sehr positives Element für das Anleihe-Rating.

Ausblick

Der stabile Ausblick für das 30 Mio. Euro Anleihe-Rating beruht hauptsächlich auf der Einnahmenbasis in Höhe von ca. 9 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 steigern.

Eine Herabstufung des Ratings wäre zu erwarten, wenn die Verschuldung des Unternehmens nachhaltig auf einen LTV von über 50% ansteigen und die Profitabilität auf eine EBITDA Marge von 30% oder darunter absinken würde (derzeit 52%).



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

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.

Das Rating wurde erstellt von Philipp Wass, Lead Analyst.

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

Ratinghistorie Anleihe-Rating Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim

| Datum | Rating Action | Rating | Ausblick |
|------------|-------------------------------|--------|-------------------|
| 17.09.2015 | Bestätigung | BBB | Stabiler Ausblick |
| 18.09.2014 | Downgrade | BBB | Stabiler Ausblick |
| 17.09.2014 | Review for possible downgrade | A- | kein Ausblick |
| 29.11.2013 | Downgrade | A- | Stabiler Ausblick |
| 03.12.2012 | Initial Rating | A | kein Ausblick |

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 Anbieter, 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 der Veröffentlichung des Ratingberichts / Änderung des Ratingberichts nach Einsichtnahme

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 anzu-



Corporate Bond Rating

IPSAK 6,75% 2012/2019

fechten und zusätzliche für das Rating wesentliche Informationen bereitzustellen. Das Rating wurde nach dieser Einsichtnahme nicht bewertungsrelevant geändert.

Methodik

Die für das Rating von Corporate Bonds gültigen Methodiken (Corporate Rating Methodology, Rating Methodology - European Real Estate Corporates) sind 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://cerp.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

© 2015 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Capital 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 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