

Unternehmensprofil

Gesellschaftszweck der BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG (im Folgenden: BET) ist der Betrieb eines Biomasseheizkraftwerkes an Standort Taufkirchen bei München. Nach dem Prinzip der Kraft-Wärme-Kopplung erzeugt die Anlage (1) Heizwärme für ca. 8.000 Haushalts- und Gewerbekunden und (2) elektrische Energie. Die Wärme wird in das ca. 39km große firmeneigene Fernwärmenetz eingespeist, der erzeugte Strom in das vorgelagerte Netz. Damit generiert das Unternehmen rund 70% des Umsatzes aus dem Verkauf von Wärme; rund 30% durch Stromspeisung.

Analysierte Anleihe

Gegenstand des Ratings ist die von BET am 30.07.2013 begebene erstrangige, besicherte Inhaberschuldverschreibung mit einem Nennwert von bis zu 15.000.000 Euro. Die Anleihe hat eine Verzinsung von 6,5% bei einer festen Laufzeit von 7 Jahren bis zum 30.07.2020. Der Nennwert der Anleihe ist durch die erstrangige Verpfändung von Grundstücken inklusive der darauf befindlichen wesentlichen Bestandteile eines Biomasseheizkraftwerks und allen damit verbundenen Rechten und Pflichten sowie dem Weststrang des Fernwärme-Leitungsnetzes über die gesamte Laufzeit abgesichert. Zusätzlich verfügt die Anleihe über eine treuhänderisch verwaltete Liquiditätsreserve in Höhe einer Kuponzahlung iHv 0,975 Mio. EUR.

Rating

Corporate Bond Rating:	BBB-
Outlook:	Stable
Sector:	Industrie/Erneuerbare Energien
Monitoring:	Monitored
Date of release:	09.07.2014

Analysts

Sebastian Zank, CFA	(Lead Analyst)
E-Mail	s.zank@scoperatings.com
Timo Schilz	(Backup Analyst)
E-Mail	t.schilz@scoperatings.com

Ratingbegründung

Wesentlich verantwortlich für die Ratingbestätigung sind die Stabilisierung der EBITDA Marge und operativen Cash Flows (CFO), eine Erhöhung der für die Anleihe maßgeblichen Besicherung sowie eine gegenüber 2013 verbesserte Fremdkapitalstruktur. Der Ausblick wurde von Positiv auf Stabil gesenkt.

Scope Ratings ("Scope") bestätigt das Rating der erstrangig besicherten Anleihe der BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG ("BET") mit BBB-. Der Ausblick ist Stabil. Das Rating reflektiert auf der einen Seite BETs Quasi-Monopolstellung im regulierten Markt als Erzeuger von Wärme in der Gemeinde Taufkirchen und angrenzenden Gemeinden. Zusammen mit dem abgesicherten Verkauf von Strom führt das Geschäftsmodell zu sehr sicheren und planbaren Cash Flows. Scope bewertet die daraus folgende Margenentwicklung (EBITDA-Marge 2013: 28%), die stabilen operativen Cash Flows sowie den hohen Zinsdeckungsgrad als positiv. Den verhältnismäßig hohen Leverage beurteilt Scope als adäquat für einen Energieversorger mit werthaltiger Assetbasis. Auf der anderen Seite wird das Rating durch die hohe Abhängigkeit von einem Kraftwerk, den bisherigen hohen Bedarf an CAPEX, durch die Gesellschaftsform eingeschränkte Corporate Governance Strukturen sowie die fehlende Eigenkapitalisierung begrenzt. Scope betrachtet die deutliche Übersicherung der 15 Mio. EUR Anleihe durch den Oststrang des Wärmedistributionsnetzes, die Grunddienstbarkeiten und dem sich darauf befindlichen Biomasseheizkraftwerk als äußerst werthaltig.

Solides Geschäftsprofil durch Quasi-Monopolstellung

Mit der Abhängigkeit von nur einem Biomasseheizkraftwerk und einem jährlichen Wärme- bzw. Stromabsatz von über 120.000 MWh bzw. über 35.000 MWh kann BET als sehr kleiner, kaum diversifizierter Versorger gesehen werden. Mit dem firmeneigenen, sich über rund 39 km erstreckenden Wärmeverteilungsnetz, sieht Scope BET jedoch als Quasi-Monopolist in einem Markt mit hohen Eintrittsbarrieren mit abgesichertem Absatz für Fernwärme am Standort Taufkirchen sowie angrenzenden Gemeinden. Zusätzlich kann BET durch den über das Erneuerbare-Energien-Gesetz garantierten Verkauf von Strom das Geschäftsmodell weiter stabilisieren. Die aus dieser Marktposition resultierenden Umsätze und Margen betrachtet Scope als äußerst solide und planbar sowie unelastisch gegen externe Schocks.

Stabile Margen und Cash Flows

Trotz eines leichten Rückgangs der EBITDA-Marge in 2013 auf 28% (2012: 34%) zeigt BET innerhalb der letzten Jahre eine kontinuierliche Stabilisierung der operativen Marge. Scope betrachtet das momentane Margenniveau als nachhaltig, bedingt durch das optimierte Beschaffungsmodell aus biogenen Brennstoffen (Holz, Biogas), Geothermie sowie Öl/Gas. Aufgrund des zukünftig verstärkten Einsatzes von geothermischer Energie rechnet Scope mit einer leichten Margensteigerung bis 2015 auf 35%.

Das Rating reflektiert weiterhin BETs stabile und stets positive operative Cash Flows im Zeitverlauf. Basierend auf dem stabilen Absatz von Strom und Fernwärme ist es BET gelungen, eine solide durchschnittliche Cash Flow Marge von 19% in den Jahren 2010-2013 zu erzielen. Diese operative Ertragskraft spiegelt sich in BETs komfortablen Zinsdeckungsgraden wider (EBITDA Fixed Charge Cover 2013: 2,4x). Der Free Cash Flow (FCF) des Unternehmens war bedingt durch Investitionen (CAPEX) in die Verdichtung und Erweiterung des firmeneigenen Fernwärmenetzes sehr volatil. Da wesentliche Investitionsprojekte abgeschlossen sind, erwartet Scope in den nächsten 2 Jahren keine materiellen CAPEX Belastungen und rechnet mit einem FCF von über 3 Mio. EUR in 2016.

Hoher Financial Leverage

BETs fehlende Eigenkapitalbasis begrenzt das Rating. Durch den Nachsteuerverlust in Höhe von minus 0,3 Mio. EUR im abgelaufenen Geschäftsjahr weist BET faktisch eine negative Eigenkapitalquote von -1% für 2013 aus. Trotz des hohen ergebnisadjustierten Leverage von 6,7x (Gross Debt/EBITDA 2013) sieht Scope aufgrund der werthaltigen Assetbasis der Unternehmung dennoch keine existentiellen Risiken in BETs hoher Verschuldungsquote. Scope erwartet, dass durch die auch zukünftig stabilen operativen Cash Flows und gleichzeitig sinkenden Investitionen das ergebnisadjustierte Leverage auf 5,0x sinken wird. Materielle Darlehensrückzahlungen stehen für BET erst im Jahr 2020 an und stellen nach Ansicht von Scope kein Refinanzierungsrisiko dar.

Starke Besicherung der Anleihe durch werthaltige Assets

Die bis zum 30.07.2020 laufende 15 Mio. Euro Anleihe verfügt über ein umfangreiches Sicherheitenkonzept. Dieses umfasst erstrangige Buchgrundschulden inklusive der darauf befindlichen wesentlichen Bestandteile eines Biomasseheizkraftwerks sowie eines Teilbereichs des firmeneigenen Fernwärmenetzes (>16km). Nach Einschätzung von Scope ist die Anleihe auch unter Ansatz von Sicherheitsabschlägen auf die gutachterlichen Vermögenswerte mit einem Sicherheitenpaket iHv 30,5 Mio. EUR deutlich übersichert (Faktor 2,0x). Insbesondere das firmeneigene Wärmeverteilungsnetz sieht Scope aufgrund BETs Quasi-Monopolstellung als äußerst werthaltig an. Zusätzlich verfügt die Anleihe über eine treuhänderisch verwaltete Liquiditätsreserve in Höhe einer Kuponzahlung iHv 0,975 Mio. EUR. Diese deutliche Übersicherung wird von Scope als sehr positiv für die Anleihegläubiger und das Anleiherating bewertet.

Ausblick

Der Ausblick ist Stabil. Die Senkung des Ratingausblicks von Positiv auf Stabil ist Ergebnis der schlechter als erwarteten Eigenkapitalisierungsverbesserung des Unternehmens.

Ratingtreiber

Positiv
Quasi-Monopolstellung bei der Wärmeversorgung für Taufkirchen und umliegende Gemeinden durch firmeneigenes Wärmenetz
Kontinuierliche Verbesserung der Ertragslage mit hoher EBITDA-Marge, stabilen Cash Flows und zufriedenstellender Zinsdeckung
Deutliche Übersicherung der Anleihe mit werthaltigen Assets und zusätzlicher Liquiditätsreserve
Flexibles Preismodell für Wärme und Direktvermarktung von Strom
Weiter verbessertes Einkaufsmodell aus biogenen/fossilen Brennstoffen und Geothermie

Negativ
Abhängigkeit von nur einem Kraftwerk in einer Region
Fehlende Eigenkapitaldeckung
Belastung der Free Cash Flows durch Investitionen in Netzausbau und Netzstabilität
Volatile Preisentwicklungen bei biogenen/fossilen Brennstoffen
Erkennbare Konzentrationsrisiken in der Zuliefererstruktur

Finanzkennzahlen

	2011	2012	2013
Bilanzdaten (kEUR)			
Umsatz	10.029	10.099	12.224
EBITDA	2.454	4.054	3.966
EBIT	345	1.697	1.327
Zinsaufwendungen	1.104	1.088	1.647
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-779	608	-297
Liquidität	290	1.895	1.746
Working Capital	719	582	265
Bruttoverschuldung	21.006	21.237	26.684
Nettoverschuldung	20.715	19.341	24.938
Cash Flows (kEUR)			
Funds flow from Operations (FFO)	1.330	2.966	2.342
Operating Cash Flow (OCF)	198	3.103	2.659
Free Cash Flow (FCF)	-3.446	456	-3.152
CAPEX	-3.644	-2.647	-5.811
Veränderung im Working Capital	1.132	-137	-317
Finanzkennzahlen			
Profitabilität			
Bruttomarge (%)	49,4%	60,6%	55,6%
EBITDA Marge (%)	23,4%	33,8%	28,2%
EBIT Marge (%)	3,3%	14,2%	9,4%
Nettorendite (%)	-7,4%	5,1%	-2,1%
Cash Flow (OCF) Marge (%)	2,0%	30,7%	21,8%
Cash Flow Kennzahlen			
FFO Zinsdeckung	2,2	3,7	2,5
FFO Adjustierter Leverage	8,7	5,2	6,8
EBITDA Zinsdeckung	2,2	3,7	2,4
Free Cash Flow Marge (%)	-34,4%	4,5%	-25,8%
Liquidität und Leverage			
Liquidity Coverage (%)	6,9%	44,1%	58,7%
WC-Quote (%)	7,2%	5,8%	2,2%
Bruttoverschuldung/EBITDA	8,6	5,2	6,7
Nettoverschuldung/EBITDA	8,4	4,8	6,3
CFO/Bruttoverschuldung (%)	0,9%	14,6%	10,0%
FCF/Bruttoverschuldung (%)	-16,4%	2,1%	-11,8%
Eigenkapitalquote (%)	-9,9%	0,1%	-0,7%

Quelle: BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG, Scope Ratings



REGULATORY DISCLOSURES

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 GmbH, Berlin, Amtsgericht Berlin (Charlottenburg) HRB 145472, Geschäftsführer: Florian Schoeller.

Das Rating Analyse wurde erstellt von Sebastian Zank, Lead Analyst.
Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Dr. Britta Holt, Committee Chair

Rating Historie

09.07.2014 BBB- outlook Stable
09.07.2013 BBB- outlook Positive

Angaben über Interessen und Interessenkonflikte

Das Rating wurde von Scope Ratings GmbH unabhängig jedoch entgeltlich im Auftrag des Ratingobjekts erstellt.

Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings GmbH 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 GmbH 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, halten/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 GmbH 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 GmbH 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

- | | |
|--|---|
| <input checked="" type="checkbox"/> Prospekt | <input checked="" type="checkbox"/> Webpage des Ratingobjekts |
| <input checked="" type="checkbox"/> Wertgutachten, sonstige Gutachten | <input checked="" type="checkbox"/> Jahresberichte/Halbjahresberichte des Ratingobjekts |
| <input checked="" type="checkbox"/> Aktuelle Leistungsbilanz | <input checked="" type="checkbox"/> Angeforderte Detailinformationen |
| <input checked="" type="checkbox"/> Datenlieferungen von externen Datenlieferanten | <input checked="" type="checkbox"/> Interview mit dem Ratingobjekt |
| <input checked="" type="checkbox"/> Externe Marktberichte | <input checked="" type="checkbox"/> Presseberichte / sonstige öffentliche Informationen |

Die Scope Ratings GmbH 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

Das Ratingobjekt hatte vor der Veröffentlichung Einsicht in die Pressemitteilung. Diese Pressemitteilung wurde nicht bewertungsrelevant geändert.

Methodik

Die für das Rating von Corporations gültige Methodik (März 2014) 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://cerrep.esma.europa.eu/cerrep-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.



Das Rating beinhaltet Elemente von Scopes Methodik für Unternehmensanleihen, die derzeit ‚under call for comments‘ steht.

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2014 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, 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 selbstständig 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 GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.

Herausgeber

Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, 10785 Berlin

Zuständige Aufsichtsbehörde

European Securities and Markets Authority (ESMA)
CS 60747;103 rue de Grenelle; 75345 Paris Cedex 07, Frankreich