



RATINGBERICHT

**6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung
2012/2019**

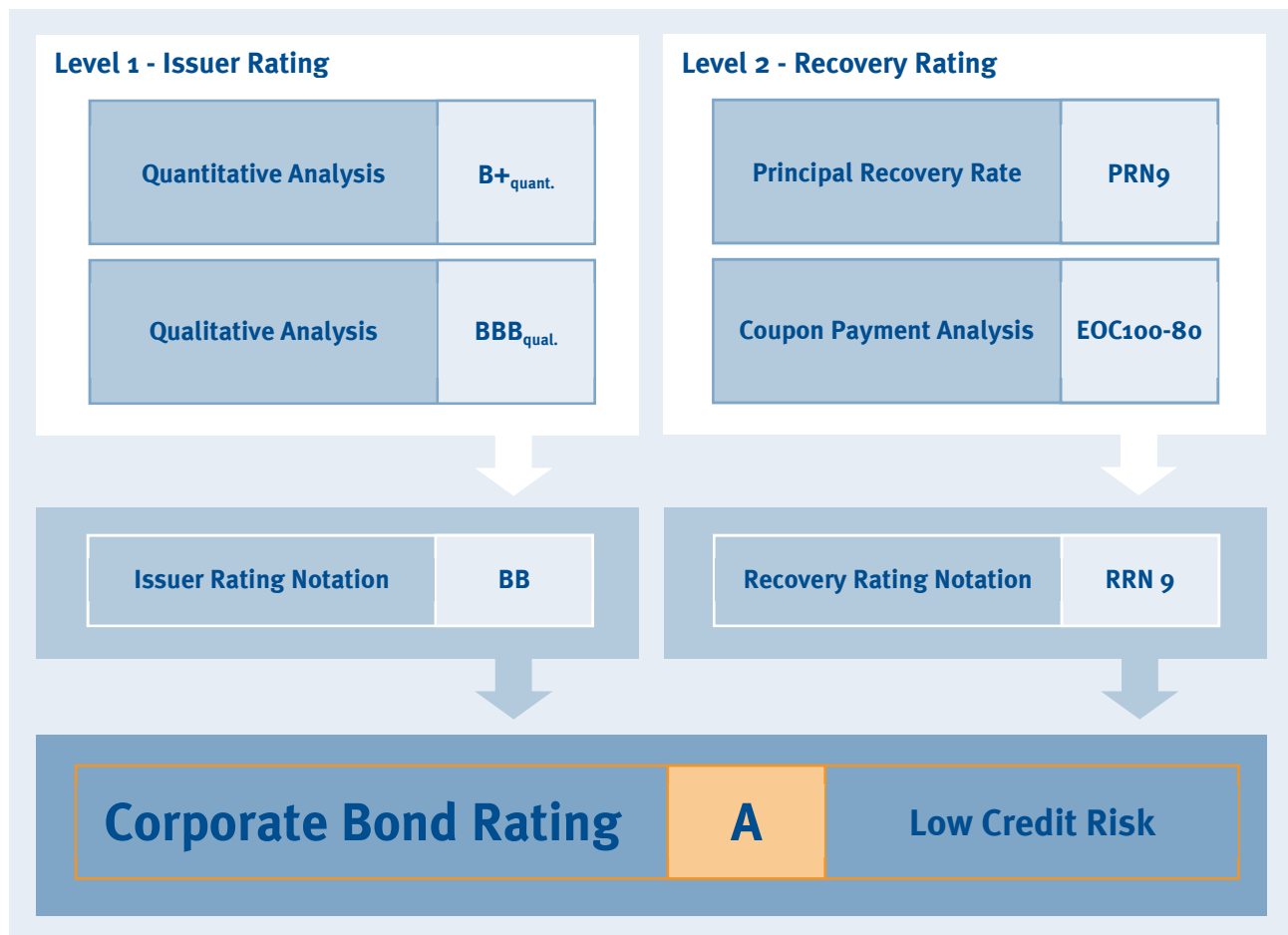
**Immobilien-Projektgesellschaft
Salamander-Areal Kornwestheim mbH
Kassel**

November 2012

INHALT

I.	Executive Summary	3
A.	Ratingnotation	5
B.	Key Security- and Risk-Drivers	5
II.	Rahmendaten	6
A.	Anleihe	6
A.1.	Kurzbeschreibung	6
A.2.	Stammdaten	6
A.3.	Kennzahlen	6
A.4.	Projektpartner.....	7
A.5.	Mittelverwendungsplan	7
A.6.	Waterfall Priority of Payments.....	8
A.7.	Anleihe-Struktur	8
A.8.	Legal and Tax Framework.....	9
A.8.1.	Legal	9
A.8.2.	Tax	10
A.9.	Liquidity.....	10
III.	Auswertung	12
A.	Level 1 – Issuer Rating	12
A.1.	Erläuterung.....	12
A.2.	Ergebnis.....	12
A.2.1.	Qualitative Analysis.....	12
A.2.2.	Quantitative Analysis.....	15
B.	Level 2 – Recovery Rating	17
B.1.	Erläuterung	17
B.2.	Ergebnis.....	17
B.3.	Principal Recovery Analysis.....	17
B.3.1.	Collateral Recovery Value	17
B.3.2.	Corporate Recovery Value	20
B.3.3.	Ergebnis	20
B.4.	Coupon Payment Analysis.....	20
B.4.1.	Ergebnis	20
IV.	Informationsquellen	22
A.	Unterlagen.....	22
A.1.	Unterlagen zu der Emittentin	22
A.2.	Verkaufsunterlagen	22
A.3.	Jahresabschlüsse	22
A.4.	Cash-Flow Kalkulation.....	22
A.5.	Gutachten	22
A.6.	Weitere Unterlagen	22
B.	Management Interview	22
V.	Pflichtangaben	23

I. EXECUTIVE SUMMARY



Die Inhaber-Teilschuldverschreibung in Höhe von bis zu 30.000.000 EUR ist durch eine Grundschild am Salamander-Areal, Kornwestheim besichert. Zusätzlich werden die Erträge aus dem Sicherungsgrundstück und den Objektgesellschaften an erster Stelle zur Deckung der Kuponzahlung, sowie der Rückzahlung des Nennwertes genutzt. Durch diese Nutzung der Erträge sind aktuell über 100 % des Kupons gedeckt. Zusätzlich werden 2.000.000 EUR durch die Emittentin auf ein Festgeldkonto hinterlegt, wodurch eine Überbesicherung des Kupons entsteht. Weiterhin verpflichtet sich die Emittentin dazu, dass das Eigenkapital während der Laufzeit der Anleihe nicht weniger als 5.000.000 EUR betragen darf.

Der Erlös aus der Anleihe wird entsprechend des Geschäftszwecks vornehmlich für die Eigenkapitalzwischenfinanzierung bei der Projektierung von Wohn- und Gewerbeobjekten außerhalb des Salamander-Areals genutzt werden, welche nach erfolgter Fertigstellung über verschiedene Exit-Kanäle veräußert werden sollen. Das entspricht dem aktuellen Projektspektrum der Innovation Immobilien Handels AG, welche als Muttergesellschaft das operative Rückgrat der Emittentin bildet. Auch wenn die Emittentin nicht an die oben aufgeführte Verwendung der nach Abzug der Emissionskosten verbleibenden Mittel gebunden ist, kann jedoch mit hoher Sicherheit davon ausgegangen werden, dass die Mittel vornehmlich für die Eigenkapitalzwischenfinanzierung bei der Projektierung eingesetzt werden wird.

Die 2.000.000 EUR, die als Liquiditätsreserve auf dem Festgeldkonto hinterlegt und dort durch den Treuhänder kontrolliert werden, sind dafür bestimmt, im Fall eines theoretischen Defaults der Emittentin (aktueller Kupon kann nicht zu 100 % ausgeschüttet werden) liquide Mittel zur Verfügung zu stellen. Bevor das Guthaben von 2.000.000 EUR auf dem Festgeldkonto nicht wieder aufgefüllt ist, darf durch die Emittentin keine Liquidität an die Muttergesellschaft abgeführt werden.

Ein konkreter Verwertungserlös für die als Sicherheit dienende Grundschild bedarf im Worst Case entsprechender Ermittlungen in Form von aktuellen Gutachten. Im Rahmen der Emission wurde für das Salamander-Areal ein Wertgutachten erstellt, welches einen Verkehrswert in Höhe von 81.240.000 EUR ausweist. Im Liquidationsfalle ist jedoch von einem geringeren Erlös auszugehen. Bei einer

Corporate Bond Rating

6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 4 von 24

Scope Ratings

maximalen Belastung von 60.000.000 EUR und einem Nennwert der Anleihe von 30.000.000 EUR geht Scope jedoch davon aus, dass der Nennwert der Inhaber-Teilschuldverschreibung zurückgezahlt werden kann.

Fazit

Die Zeichnung der Anleihestücke ist ab dem 28.11.2012 beabsichtigt. Das Investment ist projektseitig gekennzeichnet durch einen (Teil)-Blind-Pool, wobei die Projekte den aktuell durch die Muttergesellschaft bearbeiteten entsprechen sollen. Konkrete Projekte liegen im Ermessen des Managements, werden aber auf Basis bestehender Prüfungsstrukturen ausgewählt, geprüft und durchgeführt.

Die Inhaber-Teilschuldverschreibungen sind insbesondere gekennzeichnet durch eine 100 prozentige Besicherungskonstruktion aus grundbuchlicher Sicherheit und einer zusätzlichen Liquiditätsreserve. Bei Insolvenz der Emittentin stehen nach Befriedigung der Ansprüche aus dem Darlehen bei der Kreissparkasse Ludwigsburg im Anschluss ausschließlich den Anleihegläubigern Rechte an den Sicherheiten, sowie den daraus resultierenden Erträgen zur Verwertung zu. Ein externer Treuhänder nimmt im Aussenverhältnis für die Anleihegläubiger die Rechte aus den Sicherheiten wahr. Als Sicherheit dienende Underlyings können nicht ohne gesonderte Genehmigung veräußert werden, müssen aber durch gleichwertige Sicherheiten ersetzt werden. Die Vermögens- Finanz- und Ertragsplanungen der Gesellschaft sind positiv.

Rein technisch ist nach Meinung von Scope ein geeignetes Sicherungskonstrukt zu Gunsten der Anleihegläubiger etabliert. Es wird aber explizit darauf hingewiesen, dass sich die Sicherheiten und Werthaltigkeiten über die Laufzeit der Anleihe und somit auch das Rating über die Laufzeit der Anleihe ändern können.

Die Erkenntnisse im Rahmen der Analyse der Emission zeigen, dass die Gläubigeransprüche, unter Beachtung der Risikogrößen, nach dem heutigen Kenntnisstand aller Voraussicht nach bedient werden können.

Insgesamt beurteilt Scope die Emission mit einem Rating von A. Die Emission weist somit eine gute Güte auf.

A. Ratingnotation

	AAA	Sehr gut	höchste Bonität – nahezu kein Ausfallrisiko	Investmentgrade
+	AA	Sehr gut bis gut	sehr gute Bonität – sehr geringes Ausfallrisiko	
-	A	Gut	überdurchschnittliche Bonität – geringes Ausfallrisiko – vereinzelt Risikoelemente vorhanden, die sich bei Veränderung des wirtschaftlichen Umfeldes negativ auswirken	
+	BBB	Befriedigend	angemessene Bonität – mittleres Ausfallrisiko – Risikoelemente oder mangelnder Schutz gegen Veränderung des wirtschaftlichen Umfeldes vorhanden	Non-Investment Grade
-	BB	Ausreichend	mässige Bonität – erhöhtes Ausfallrisiko – auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld ungesicherte Risikopotentiale vorhanden	
+	B	Mangelhaft	schlechte Bonität – hohes Ausfallrisiko – langfristige Rückzahlung von Kupon und Nennwert in Gefahr	
-	CCC	Ungenügend	niedrigste Bonität - sehr hohes Ausfallrisiko – akute Gefahr des Zahlungsverzuges	
+	CC	Ungenügend	niedrigste Bonität - sehr hohes Ausfallrisiko – akute Gefahr des Zahlungsverzuges	
-	C	Ungenügend	niedrigste Bonität - sehr hohes Ausfallrisiko – akute Gefahr des Zahlungsverzuges	
	D	Zahlungsunfähig	keine Bonität – Default Ereignis ist eingetreten	

B. Key Security- and Risk-Divers

Key Security Driver	Key Risk Driver
<ul style="list-style-type: none"> - vollständige Besicherung des Nennwertes - durch Treuhänder kontrollierte Liquiditätsreserve für Kupon - hoher Grad von Reserven im Sicherungsgrundstück - Im Rahmen der Konzernstruktur komplette Abdeckung der Wertschöpfungskette bei Managementdienstleistungen - Im Rahmen der Konzernstruktur 20 Jahre Trackrecord im Immobilienbereich 	<ul style="list-style-type: none"> - Höhe der Besicherung abhängig von Marktschwankungen - Handelbarkeit der Anleihe an der Börse oder im alternativen Zweitmarkt ist eingeschränkt

II. RAHMENDATEN

A. Anleihe

A.1. Kurzbeschreibung

Gegenstand der Inhaber-Teilschuldverschreibung ist ein fest verzinsliches Wertpapier, welches zum Zweck der Finanzierung der Emittentin in verbriefter Form begeben wird. Es handelt sich bei diesem Wertpapier um bis zu 30.000 auf den Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen im Nennwert von je 1.000 EUR.

A.2. Stammdaten

Produktname	6,75 Prozent Inhaber-Teilschuldverschreibung	Sektor	Corporate Bond
ISIN	DE000A1RFBP5	Segment	Real Estate
Emittent	Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH, Kassel	Zielmarkt	Projektentwicklungen
Börse	Börse Stuttgart (BondM)		

A.3. Kennzahlen

Anleihewährung	EUR	Kündigungsrechte	- kein ordentliches Kündigungsrecht - bei Change of Control - bei Zinsverzug (45 Tage) - bei Insolvenz / Liquidation
Gesamtnennwert	30.000.000 EUR	Steuern	Deutschland: Zinsen und Gewinne unterliegen der Abgeltungsteuer
Mindestzeichnung	1.000 EUR	Verwendungszweck	Expansion des Unternehmens im Rahmen von Projektentwicklungen
Stückelung	1.000 EUR	Verkaufsbeschränkung	US-Personen im Sinne des Securities Act von 1933 sowie alle anderen Personen, an die ein Vertrieb gesetzlich ausgeschlossen ist
Kupon	6,75 %		
Kupontyp	Fixed		
Ausgabepreis I	100%		
Ausgabepreis II	100% + Stückzins		
Aufgeld	-		
Ausschüttung	jährlich		
Zinstermine	06.12.		
Rückzahlung	100%		
Zeitpunkt Rückzahlung	06.12.2019 (ausschließlich)		
Zeichnungsphase I	28.11.2012 - 04.12.2012		
Zeichnungsphase II	05.12.2012 - 28.02.2013		
Ausgabedatum	06.12.2012		
Form	Inhaber-Teilschuldverschreibung		

Corporate Bond Rating

6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 7 von 24

Scope Ratings

A.4. Projektpartner

	Unternehmen	Standort
Emittentin	Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH, Kassel	Deutschland
Exchange	Börse Stuttgart (BondM)	Deutschland
Zahlstelle	Bankhaus Neelmeyer	Deutschland
Lead Manager	equinet Bank AG	Deutschland
Depotstelle Globalurkunde	Clearstream Banking AG	Deutschland
Treuhänder	Rödl Treuhand Hamburg GmbH Steuerberatungsgesellschaft	Deutschland

A.5. Mittelverwendungsplan

Mittelverwendung bei Vollplatzierung	
Emissionskosten	1.589.063 EUR
Liquiditätsreserve auf Treuhandkonto	2.000.000 EUR
Mittel zur freien Verwendung des Unternehmens	26.410.937 EUR

Die Emittentin rechnet mit Emissionskosten von voraussichtlich 5,30% des Gesamtnennbetrags. Aus den verbleibenden Erlösen werden 2.000.000 EUR als Liquiditätsreserve auf ein treuhänderisch verwaltetes Festgeldkonto gelegt. Die übrigen ca. 26,4 Mio. EUR werden zur Finanzierung von Projekten in dafür zu gründenden Tochtergesellschaften genutzt.

Die zu finanzierenden Projekte, welche im Rahmen von zu gründenden Tochtergesellschaften gestartet werden sollen, sind in vier Kategorien einzuteilen:

- Denkmalgeschützte Industrieanlagen mit bis zu 90.000 m² Bruttogeschossfläche
- Gewerbeimmobilien mit gemischter Einzelhandels- und Büronutzung bis ca. 30.000.000 EUR Verkehrswert
- Wohn- und Geschäftshäuser mit einem Gewerbeanteil von maximal 50%
- Urbane Brachen, Abrissobjekte und Baugrundstücke

Neben diesen als Entwicklungsprojekte bezeichneten potentiellen Objekten sollen zusätzlich noch Bestandswohnanlagen akquiriert werden, welche mit geringem Aufwand einen stabilen Cashflow generieren. Über Optimierungsmaßnahmen im Bereich der Mieterverwaltung und Abarbeitung der Wartungsarbeiten soll die Wertsteigerung über die Haltezeit generiert werden.

Als Zielinvestitionsmärkte sind Städte mit positiver Wirtschaftsentwicklung ab 20.000 Einwohnern analysiert worden. Ausgewählt werden Lagen mit Potenzial, auch gerne in der Peripherie von Ballungsräumen. Vornehmlich wird dabei der Bereich Süd-West-Deutschland, das Rheinland und der Raum Berlin bearbeitet. Bei attraktiven Angeboten außerhalb dieser Regionen kann aber flexibel reagiert werden, weil das Geschäftsmodell es vorsieht, bei Wohnsiedlungen oder Großprojekten Verwaltungseinheiten vor Ort zu platzieren.

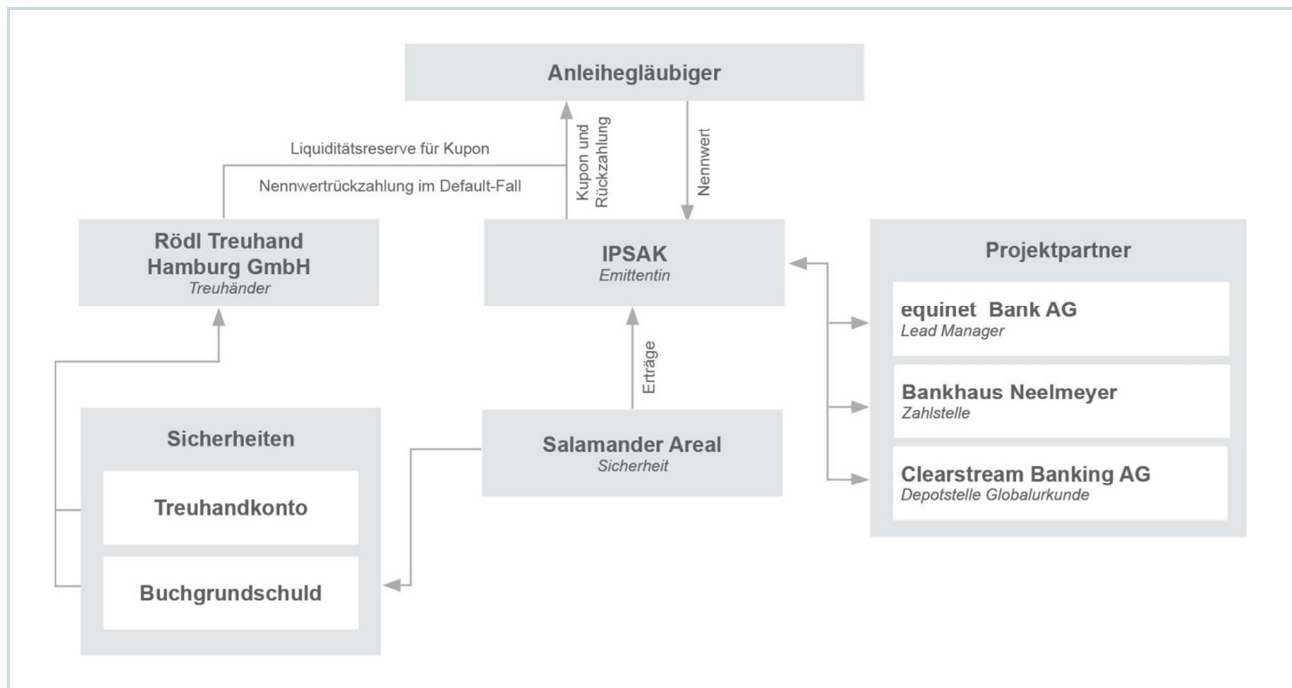
Das Investment ist projektseitig gekennzeichnet durch einen (Teil)-Blind-Pool, wobei erste Projekte bereits akquiriert werden. Konkrete Projekte liegen im Ermessen des Managements. Für einzelne Investments sind Kriterien zu ökonomischen Zielgrößen festgelegt und bedürfen der Budgetfreigabe auf Basis interner Richtlinien. Insbesondere die Verbesserung der Besicherungsposition der Anleihegläubiger über die Qualität der Anlageobjekte, den Projekt-Fertigstellungsgrad als auch der prognostizierte Erfolg aus den Immobilientransaktionen können künftig die Einschätzung des Ratings ändern. Auch die anleihespezifische Restlaufzeit in Kombination mit Finanzierungsalternativen hat Einfluss auf das Rating.

Die Emittentin ist nicht an die oben aufgeführte Verwendung der nach Abzug der Emissionskosten und der Liquiditätsreserve verbleibenden Mittel gebunden. Es kann jedoch mit hoher Sicherheit davon ausgegangen werden, dass die Mittel in diesen Bereichen eingesetzt werden.

A.6. Waterfall Priority of Payments

Die Inhaberteilschuldverschreibungen begründen unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin. Diese Verbindlichkeiten stehen im Verhältnis zueinander im gleichen Rang und sind auch im Verhältnis zu allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig, es sei denn, solchen Verbindlichkeiten kommt aufgrund zwingender gesetzlicher Vorschriften Vorrang zu.

A.7. Anleihe-Struktur



Emittentin der Anleihe ist die Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH, Kassel. Mit dem Nettoemissionserlös aus dem Angebot beabsichtigt die Emittentin die Weiterentwicklung ihrer allgemeinen Geschäftstätigkeit voranzutreiben. Es ist von der Emittentin geplant, die Emissionserlöse hauptsächlich für Investitionen in neue Immobilienprojekte, welche sich ausschließlich außerhalb des Salamander-Areals befinden, zu verwenden. Dazu werden durch die Emittentin Tochtergesellschaften gegründet, denen der Emissionserlös zum obengenannten Zweck zugeführt wird. Jede der Tochtergesellschaften schließt mit der Emittentin einen Ergebnisabführungsvertrag ab. Um diese Geschäfte zu ermöglichen wird die Emittentin eine Satzungsänderung durchführen und ihren Geschäftsgegenstand erweitern. Durch die Satzungsänderung wird die Haupttätigkeit der Emittentin auch auf die Bereiche Gründung und Verwaltung von Tochtergesellschaften mit dem Zweck von Immobilienprojektentwicklungen erweitert. Die verbleibenden Mittel stehen der Emittentin frei zur Verfügung.

Die Immoovation Immobilien Handels AG hält 100 % der Geschäftsanteile der Emittentin. Zwischen der Emittentin und der Immoovation Immobilien Handels AG besteht ein Ergebnisabführungsvertrag mit Datum vom 29. November 2010. Die Immoovation Immobilien Handels AG ist zur Emittentin herrschendes Unternehmen im Sinne von § 17 Abs. 1 AktG.

Die bei ordnungsgemäßem Verlauf der Anleihe zu leistenden Kuponzahlungen werden grundsätzlich aus den laufenden Erträgen des Salamander-Areals und sofern diese Erträge nicht ausreichen, aus dem gewöhnlichen Geschäftsergebnis der Emittentin geleistet. Sollte dies ebenfalls nicht ausreichen, wird über den Treuhänder aus der Liquiditätsreserve die nötige Deckung hergestellt.

Das Bankhaus Neelmeyer fungiert als Zahlstelle für die Weiterleitung von Nennwert und Zinsen an die Clearstream Banking AG, welche sich für die Weiterleitung an die Depotbanken der einzelnen Anleihegläubiger verantwortlich zeichnet.

Das Bankhaus Neelmeyer übernimmt ebenfalls im Rahmen des öffentlichen Angebotes in Deutschland die Abwicklung der Kaufanträge und die wertpapiertechnische Abwicklung.

A.8. Legal and Tax Framework

A.8.1. Legal

A.8.1.1. Emittentin, Geschäftstätigkeit der Emittentin

Die Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH (nachfolgend auch „Emittentin“ oder „IPSAK“) ist eine im deutschen Immobilienmarkt tätige Gesellschaft mit der Geschäftstätigkeit der Projektierung, Sanierung, Verwaltung und Vermietung sowie dem strukturierten Abverkauf der Liegenschaften des Salamander-Areals („Salamander-Areal“) in Kornwestheim (Baden-Württemberg). Die Emittentin legt ihrer Geschäftstätigkeit ein Immobilienbewertungsgutachten zu Grunde, gemäß dem das Salamander-Areal einen Wert von ca. 81 Mio. EUR hat.

A.8.1.2. Ausgestaltung der Anleihe

Die Emittentin beabsichtigt die Begebung von bis zu 30.000 verzinslichen Inhaberteilschuldverschreibungen nach § 793 BGB im Nennbetrag von je EUR 1.000 mit einer Laufzeit bis voraussichtlich 2019 (geplanter Gesamtnennbetrag mithin bis zu 30 Mio. EUR; nachfolgend „Anleihe“ oder „Inhaberschuldverschreibung“). Die Anleihen (der Plural bezieht sich auf die jeweilige Inhaberteilschuldverschreibung) begründen unmittelbare unbedingte und über einen Treuhänder hinsichtlich des Anspruchs auf Zahlung von Zinsen und Zahlung des Rückzahlungsbetrags durch eine nachrangige Grundschuld an dem Sicherungsgrundstück des Salamander-Areals und schuldrechtlich besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin. Sie stehen mindestens im gleichen Rang mit allen andern gegenwärtigen und zukünftigen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin, ausgenommen solcher Verbindlichkeiten, denen auf Grund zwingender gesetzlicher Vorschriften Vorrang zukommt. Die Anleihe ist für die Anleihegläubiger und die Emittentin nicht vorzeitig ordentlich kündbar. Die Einbeziehung der Anleihe in den Freiverkehr Börse und die zeitgleiche Aufnahme in das Handelssegment Bondm wurde beantragt. Eine Einbeziehung in den „geregelten Markt“ im Sinne der Richtlinie 2004/39 EG (MiFID) erfolgt nicht.

A.8.1.3. Verwendung des Emissionserlöses

Die Emittentin beabsichtigt den Emissionserlös und weitere aufzunehmende Fremdmittel für die Weiterentwicklung ihrer allgemeinen Geschäftstätigkeit zu verwenden. Die Emittentin ist in ihrer Entscheidung über die Verwendung des Kapitals frei. Die Anleger haben keine Möglichkeit, die Verwendung der investierten Mittel zu kontrollieren und keinen Anspruch gegen die Emittentin auf eine bestimmte Verwendung des eingeworbenen Kapitals. Die Emissionserlöse sollen insbesondere für Investitionen in neue Immobilienprojekte (auch Immobilienprojektentwicklungen), und zwar ausschließlich außerhalb des Salamander-Areals verwendet werden. Hierzu plant die Emittentin die Gründung von Tochtergesellschaften, denen der Emissionserlös zum obengenannten Zweck zugeführt wird und mit denen jeweils Ergebnisabführungsverträge mit der Emittentin abgeschlossen werden sollen.

A.8.1.4. Besicherung der Anleihe

Der Anspruch auf Rückzahlung der Anleihe ist durch eine Grundschuld an dem Salamander-Areal besichert. Die Grundschuld steht im Rang nach einer Grundschuld in Höhe von 30 Mio. EUR zu Gunsten der Kreissparkasse Ludwigsburg. Die Forderung der Bank aus dem Darlehensvertrag ist damit vorrangig gegenüber den Forderungen aus der Anleihe. Die Zahlung der Zinsen und die Rückzahlung ist zudem durch ein Festgeldkonto, das nach Maßgabe des Treuhandvertrages von der Emittentin mit 2 Mio. EUR aus dem Emissionserlös ausgestattet wird, besichert.

Die Emittentin verpflichtet sich, während der Laufzeit der Anleihe kein weiteres Fremdkapital über die Grenze von 60 Mio. EUR aufzunehmen. Davon ausgenommen ist die Aufnahme von Fremdkapital zum Zwecke der Finanzierung der Befriedigung der Rückzahlungsansprüche und Zinszahlungsansprüche der Anleihegläubiger zum Rückzahlungszeitpunkt der Anleihe.

Die Emittentin verpflichtet sich, dafür zu sorgen, dass während der Laufzeit der Anleihe die Eigenkapitalausstattung der Emittentin einen Betrag von 5 Mio. EUR nicht unterschreitet.

Die Emittentin verpflichtet sich, den mit der Immoovation Immobilien Handels AG bestehenden Ergebnisabführungsvertrag vom 29. November 2010 während der Laufzeit der Anleihe nicht ordentlich zu kündigen. Die Emittentin ist verpflichtet, solange das Festgeldkonto ein Guthaben von weniger als 2 Mio. EUR aufweist, keinen Liquiditätsabfluss an Gesellschafter vorzunehmen. Von dem Emissionserlös aus der Anleihe werden 2 Mio. EUR zur Einzahlung auf das Festgeldkonto verwendet. Die Emittentin verpflichtet sich, solange Inhaberteilschuldverschreibungen ausstehen (also noch nicht alle Zinsen geleistet wurden und die Kapitalrückzahlung erfolgt ist), keine Grundpfandrechte, Pfandrechte, Belastungen oder sonstigen Sicherungsrechte in Bezug auf die Grundstücke Salamander-Areal zur Sicherung von anderen Verbindlichkeiten oder zur Sicherung einer von der Emittentin oder einer ihrer Tochtergesellschaften gewährten Garantie oder Freistellung bezüglich einer Verbindlichkeit einer anderen Person zu bestellen. Diese Verpflichtung gilt jedoch nicht, sofern die Emittentin zur Stellung der Sicherheit gesetzlich verpflichtet ist, solche Sicherheiten kraft Gesetzes entstehen.

A.8.1.5. Allgemeine Risikohinweise

Die Emittentin ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der ImmoVation Immobilien Handels AG. Zwischen dieser und der Emittentin besteht ein Ergebnisabführungsvertrag. Die ImmoVation Immobilien Handels AG kann der Emittentin sämtliche Gewinne entziehen und dadurch die Umsetzung der geplanten Projekte der Emittentin gefährden oder verhindern. Im Gegenzug ist die ImmoVation Immobilien Handels AG jedoch grundsätzlich zum Ausgleich von Verlusten der Emittentin verpflichtet – zu einem solchen Ausgleich könnte es aber auf Grund der Beendigung des Ergebnisabführungsvertrages (worauf die Anleger keinen Einfluss haben) oder eigener finanzieller Schwierigkeiten nicht kommen. Die ImmoVation Immobilien Handels AG hat sich jedoch gegenüber der Emittentin verpflichtet, den Ergebnisabführungsvertrag mit der Emittentin nicht vor dem 01.12.2019 ordentlich zu kündigen. Die Emittentin ist im großen Umfang von Leistungen der ImmoVation Immobilien Handels AG abhängig. Der Geschäftsführer der Emittentin Lars Bergmann ist auch Vorstand und Alleingesellschafter der ImmoVation Immobilien Handels AG. Herr Bergmann kann ob seiner Gesellschafterstellung auch Entscheidungen betreffend Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und deren Beendigung treffen und durchsetzen. Die ImmoVation Immobilien Handels AG haftet im Übrigen für die Körperschaft-, die Gewerbe- sowie die Umsatzsteuer der Emittentin.

Grundsätzlich können die Anleger ihr eingesetztes Kapital ganz oder teilweise verlieren. Im Fall einer Insolvenz der Emittentin wären die Anleger schuldrechtlich allen anderen nicht bevorrechtigten Gläubigern gleichgestellt. Zur Teilnahme an der Gesellschafterversammlung der Emittentin sind nur deren Gesellschafter berechtigt, mithin die ImmoVation Immobilien Handels AG.

Im Rahmen von drei typisch stillen Beteiligungsverträgen hat sich die Emittentin verpflichtet, zugunsten der stillen Gesellschafter auf deren erste schriftliche Anforderung hin eine Grundschuld jeweils in Höhe ihrer Einlage zur Mithaft auf alle Grundstücke des Salamander-Areals im jeweiligen Grundbuch und im jeweils nächstfolgenden Rang einzutragen, die alle Ansprüche der stillen Gesellschafter aus diesen typisch stillen Beteiligungsverträgen gegen die Emittentin absichert. Sollten stille Gesellschafter von der Möglichkeit Gebrauch machen, können weitere nachrangige Grundschulden entstehen, aus denen die Gläubiger vollstrecken können, ohne dass die Anleger hierauf Einfluss hätten, hieraus können den Anlegern erhebliche Nachteile erwachsen.

A.8.1.6. Sachstand Salamander-Areal

Die Emittentin hat mehr als 60 Mietverträge für das Salamander-Areal abgeschlossen oder übernommen. Das Land Baden-Württemberg unterzeichnete im März 2011 einen Mietvertrag mit einer Festmietzeit bis Ende des Jahres 2031 über rund 18.800 m² Fläche für das Grundbuchzentralarchiv auf dem Salamander-Areal. Angemietet werden sowohl ausgebaute Flächen als auch nicht ausgebaute Flächen. In Abteilung II des Grundbuchs sind Rechte zur Nutzung und zum vorrangigen Erwerb zu Gunsten des Landes Baden-Württemberg bestellt, die auch im Verwertungsfall bestehen bleiben, ein möglicher Verwertungserlös kann hierdurch gemindert werden. Das Land kann die Errichtung noch nicht ausgebaute Flächen gestaffelt abrufen. Nach Übergabe der Grundflächen kann jede weitere Ausbaustufe mit einem zeitlichen Vorlauf von sechs Monaten abgerufen werden. Die Emittentin ist verpflichtet, ab dem 1. Januar 2017 Verhandlungen über die Erweiterung oder Reduzierung der Mietfläche mit dem Mieter Land Baden-Württemberg zu führen. Sollte bezüglich einer vom Mieter Land Baden-Württemberg verlangten Reduzierung der Mietflächen keine Einigung mit der Emittentin erlangt werden, ist der Mieter Land Baden-Württemberg berechtigt, alle 12 Monate Teilkündigungen für jeweils 20% der unausgebauten Mietfläche auszusprechen. Die Emittentin hat zudem fünf notariell beurkundete Kaufverträge über den Teilabverkauf des Salamander-Areals geschlossen. Die Emittentin plant bestimmte derzeit unvermietete bzw. noch zu errichtende Teile des Areals als Ganzes oder in Teilen zu vermieten oder zu veräußern (geplant ist insbesondere die Errichtung von acht Stadtvillen in 2013; die Errichtung einer Wohnanlage für senioren- und altersgerechtes Wohnen in 2014 wurde von der Geschäftsführung der Emittentin ebenfalls beschlossen).

A.8.2. Tax

Soweit Anleger mit Wohnsitz oder gewöhnlichem Aufenthaltsort in Deutschland die Anleihe im steuerlichen Privatvermögen halten, stellen die Zinszahlungen aus den Inhaberteilschuldverschreibungen Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG dar, die dem Steuersatz des § 32d Abs. 1 EStG von 25% (Abgeltungsteuer) unterliegen. Veräußerungsgewinne oder -verluste stellen gleichfalls Einkünfte aus Kapitalvermögen dar.

Soweit Anleger die Anleihe im Betriebsvermögen halten, werden vereinnahmte Zinsen als Betriebseinnahmen in der jeweiligen Einkunftsart erfasst (z.B. als Einkünfte aus Gewerbebetrieb). Die Einnahmen unterliegen dann bei natürlichen Personen dem persönlichen Einkommensteuersatz von maximal 45% zuzüglich Solidaritätszuschlag und bei juristischen Personen dem Körperschaftsteuersatz von 15% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Gehören die Einnahmen zu den Einkünften aus Gewerbebetrieb, unterliegen diese beim Anleger auch der Gewerbesteuer.

A.9. Liquidity

Eine Zulassung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen zum Handel in einem geregelten Markt ist nicht beabsichtigt. Die Emittentin beabsichtigt aber, die Inhaber-Teilschuldverschreibungen in den Handel im Freiverkehr bei der Börse Stuttgart sowie das Marktsegment „bondm“ der Börse Stuttgart einbeziehen zu lassen.

Corporate Bond Rating

6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 11 von 24

Scope Ratings

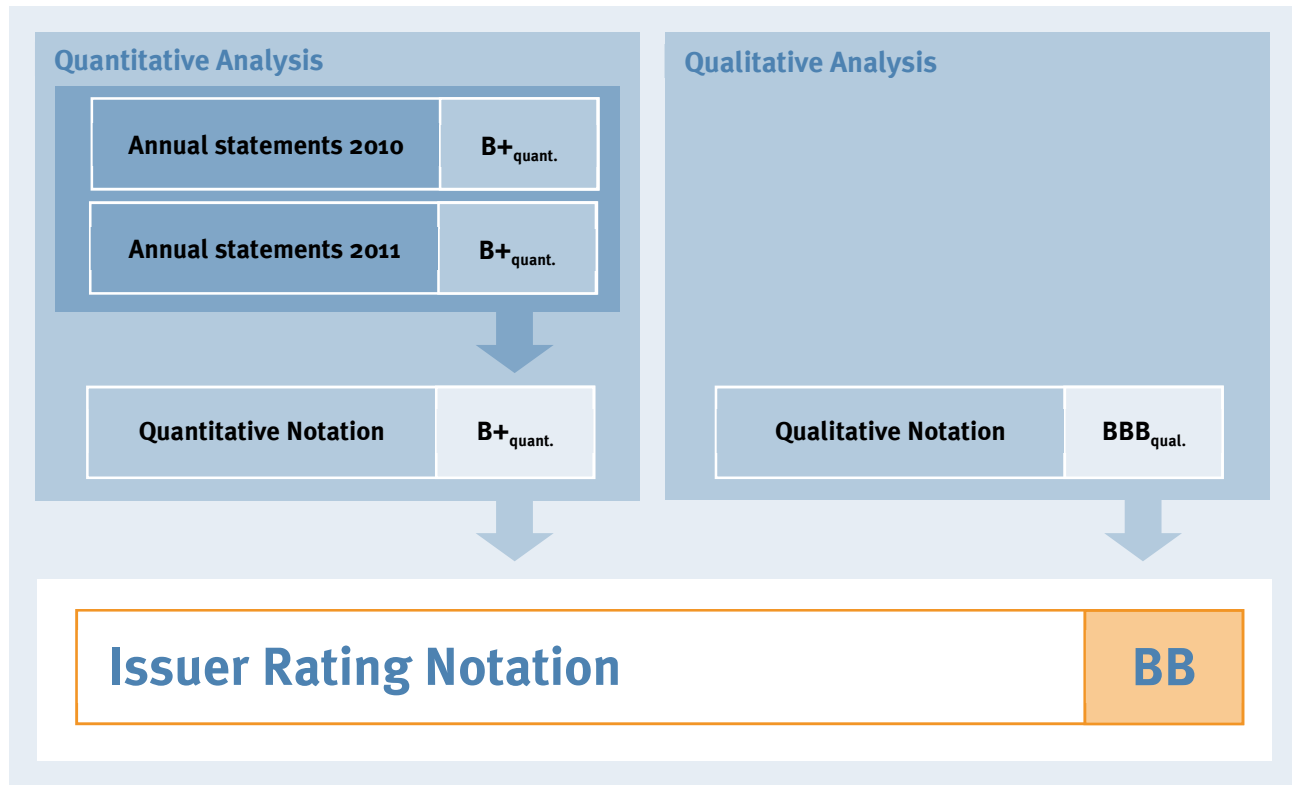
Gemäß Verkaufsprospekt gibt die Emittentin jedoch keine Zusicherung, dass die Börsennotierung tatsächlich stattfindet. Sollte die Anleihe notiert werden, besteht ebenfalls keine Zusicherung, dass die Notierung aufrechterhalten wird. Für die vorliegende Klasse von Anleihen besteht aktuell noch kein etablierter Zweitmarkt. Die Handelszahlen im Marktsegment „Bondm“ aus der Emissionsphase der aktuellen Anleihen sind nicht in die Zukunft projizierbar. Das kann dazu führen, dass die Anleihe nicht zu jedem Zeitpunkt frei handelbar ist. Die tatsächliche Liquidität der Anleihe lässt sich daher zurzeit nicht vorhersagen.

Die Fungibilität ist nach Ansicht von Scope leicht erhöht und dürfte vergleichsweise höher sein als bei einer Beteiligung an einem Geschlossenen Fonds. Eine Notierung der Anleihe im Freiverkehr bei der Börse Stuttgart sowie im Marktsegment „Bondm“ der Börse Stuttgart ist vorgesehen, ein Anspruch auf Listung oder Aufrechterhaltung der Listung besteht nicht.

Das vorliegende Risiko hinsichtlich mangelnder Liquidität ist aus Sicht von Scope als leicht erhöht einzuschätzen.

III. AUSWERTUNG

A. Level 1 – Issuer Rating



A.1. Erläuterung

Die Bewertung der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH, Kassel im Corporate Teil (Issuer Rating) der Analyse basiert sowohl auf quantitativen als auch auf qualitativen Gesichtspunkten. Für die quantitative Auswertung wurden die konsolidierten Jahresabschlüsse der Jahre 2010 und 2011 herangezogen, jeweils mit Stichtag zum 31. Dezember. Die qualitative Bewertung basiert dagegen auf dem Managementinterview, das am 22. Oktober 2012 am Sitz der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH in Kassel abgehalten wurde sowie den vom Unternehmen selbst zur Verfügung gestellten Unterlagen.

Für die quantitativen Kriterien wurden Kennzahlen zur Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Konzerns auf Basis der Jahresabschlussdaten bis 2011 ermittelt und in ihrer Qualität systemgestützt bewertet. Die qualitativen Kriterien beleuchten sowohl externe Faktoren wie Branche oder Marktstellung als auch interne Faktoren wie Strategie, Management, Mitarbeiter, Organisation, Prozesse, Planung, Controlling und Finanzpolitik. Die Ausprägung sämtlicher relevanter Determinanten wurde im Unternehmen mit Hilfe eines strukturierten Fragenkataloges ermittelt.

Für die Gesamtbewertung wurde zwischen quantitativen und qualitativen Kriterien das Standard-Verhältnis 70:30 angelegt und zu einem Gesamtnote (Issuer Rating Notation) verdichtet.

A.2. Ergebnis

A.2.1. Qualitative Analysis

A.2.1.1. IPSAK

Die Immobilien-Projektgesellschaft-Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK, nachfolgend auch bezeichnet als Emittentin) ist ein zentraler Bestandteil eines organisch gewachsenen Unternehmensverbunds, der mit seinen verschiedenen Tochterunternehmen inzwischen nahezu die komplette Wertschöpfungskette im Immobiliensektor bearbeitet. Dies umfasst die Bereiche Objektkauf, Sanierung und Revitalisierung, Hausverwaltung, Vermietung, Verkauf und Finanzierung.

Corporate Bond Rating

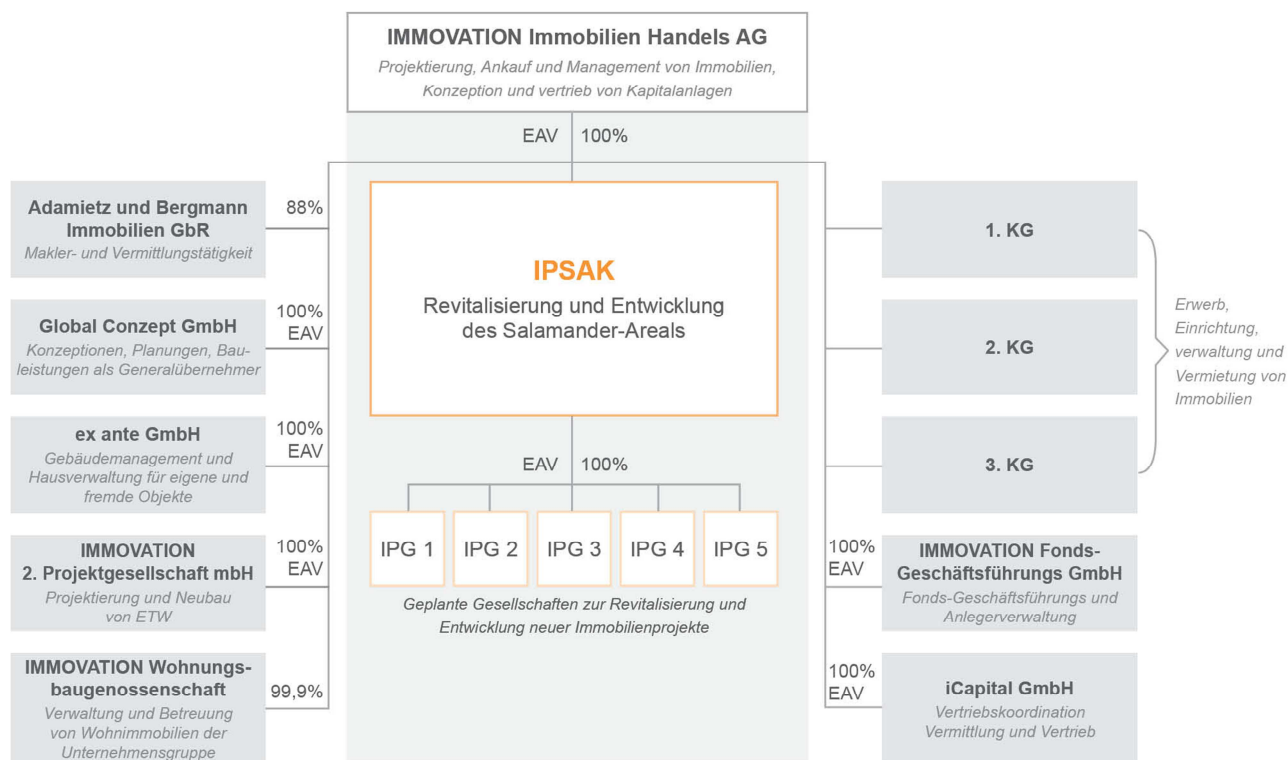
6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 13 von 24

Scope Ratings

Gründerin der IPSAK war das Stammunternehmen der Gruppe, die Immoovation Immobilien Handels AG (nachfolgend auch abgekürzt als: Immoovation Immobilien Handels AG) mit Sitz in Kassel, die über langjährige Erfahrungswerte im Asset Management verfügt und sich bislang als Emittentin von Genussrechten am deutschen Markt einen Namen machen konnte. Die Gründung der IPSAK erfolgte im Dezember 2009 nach deutschem Recht. Seither ist die IPSAK eine 100%-ige Tochter der Gründerin, die entsprechend der nachfolgenden Abbildung derzeit noch an weiteren Tochtergesellschaften beteiligt ist:



Quelle: Immoovation Immobilien Handels AG

Hierbei bestehen ausgehend von der IPSAK sowohl in operativer als auch in finanzieller Hinsicht Querverbindungen zu den meisten Schwestergesellschaften.

Aufgrund der alleinigen Eigentümerstellung der Immoovation Immobilien Handels AG an der IPSAK sowie eines im November 2010 begründeten Ergebnisabführungsvertrags mit der IPSAK, ist letztere als ein von der Mutter abhängiges Unternehmen und die Immoovation Immobilien Handels AG entsprechend als herrschendes Unternehmen im Sinne von § 17 Abs. 1 AktG einzustufen.

Der originäre Geschäftszweck der als Projektgesellschaft firmierenden IPSAK bestand bislang in der Entwicklung, dem teilweisen Abverkauf sowie der Vermietung und Verpachtung bzw. Bewirtschaftung der Liegenschaft „Salamander-Areal“ Kornwestheim, welches derzeit das mit Abstand bedeutendste Projekt der Unternehmensgruppe darstellt.

A.2.1.2. Erweiterter Geschäftsgegenstand

Allerdings ist geplant den satzungsmäßig definierten Geschäftsgegenstand der IPSAK künftig zu erweitern. Insbesondere betrifft dies die Gründung und Verwaltung einer – oben bereits als IPG 1 bis 5 abgebildeten – noch unbestimmten Anzahl von Tochtergesellschaften mit dem Ziel der „Immobilienprojektentwicklung“.

Die geplanten Projektgesellschaften unterhalb der IPSAK sollen künftig entsprechend einer definierten Anlagestrategie Immobilien in entwicklungsstarken Städten und Ballungsräumen erwerben.

Konzeption, Management und Realisierung sollen dabei jeweils bedarfsorientiert über den gesamten Immoovation Immobilien Handels AG-Verbund erfolgen.

A.2.1.3. Unternehmensverbund

Das klassische Makler und Vermittlungsgeschäft wird über die Adamietz & Bergmann Immobilien GbR abgedeckt. Für den Bereich Facility-Management und Hausverwaltung ist die ex ante Beratungsgesellschaft in Liegenschaften mbH sowohl für eigene als auch für fremde Objekte tätig. Die Global Concept GmbH ist als Generalübernehmerin zuständig für Konzeption, Planung, Baubetreuung und Realisierungen von Bauleistungen für den Unternehmensverbund. Über die iCapital Vertriebsgesellschaft sollen zudem zukünftig eigene wie fremde Kapitalmarktemissionen platziert sowie das Finanzierungsberatungs- und Consultinggeschäft für Dritte erschlossen werden. Daneben bestehen Gesellschaften im Zusammenhang mit der geschlossenen Fonds Reihe (Imnovation Immobilien Handels AG & Co. KG 1 bis 3), deren Verwaltung die Innovation Immobilien Handels AG Fonds-Geschäftsführungsgesellschaft mbH übernommen hat.

Finanzielle Verflechtungen zur IPSAK bestehen dabei vor allem von Seiten der Innovation Immobilien Handels AG & Co. KGs 2 und 3 in Form von mehreren typischen stillen Beteiligungen mit einem aktuellen Gesamtvolumen in Höhe von 4,0 Mio. Euro. Grundsätzlich hat sich die IPSAK diesbezüglich verpflichtet, zugunsten der stillen Gesellschafter auf deren erste schriftliche Anforderung hin eine Gesamtgrundschuld jeweils in Höhe ihrer Einlage zur Mithaft auf alle Grundstücke des Salamander-Areals im jeweiligen Grundbuch und im jeweils nächstfolgenden Rang einzutragen, die alle Ansprüche der stillen Gesellschafter aus diesen typisch stillen Beteiligungsverträgen gegen die IPSAK absichert. Zudem erfolgte durch Herrn Bergmann die schriftliche Zusicherung, dass in Bezug auf die geplante Anleihebesicherung bis zur Eintragung der Anleihe-Grundschuld jedwede behindernde Eintragung von Seiten der KGs unterbleibt.

A.2.1.4. Strategie und Markt

Die neu gefasste strategische Ausrichtung des ehemals eher wohnungswirtschaftlich orientierten Unternehmens stützt sich gezielt auf die jüngsten Erfahrungen der Innovation Immobilien Handels AG-Gruppe aus diversen Revitalisierungsprojekten (z.B. Bekett-Anlage und Jäger-Kaserne in Kassel). Ein wichtiger Meilenstein ist dabei der aufwendige Umbau für das Grundbuchzentralarchiv Baden-Württemberg im Salamander-Areal in Kornwestheim bis 2017. Ende 2012 werden voraussichtlich 11 der insgesamt 70 Archive unter Denkmalschutzauflagen planmäßig fertiggestellt und können durch die Landesregierung bezogen werden.

Mit der erfolgreich verlaufenen Umsetzung dieses – noch andauernden – Großprojekts, an dem zuvor bereits großformatig überlegene Wettbewerber gescheitert sind, stellte der Innovation Immobilien Handels AG-Verbund seine gesamte Leistungsfähigkeit unter Beweis und konnte seine Marktpositionierung deutlich verbessern. Im Zentrum der Aufmerksamkeit steht dabei insbesondere die IPSAK als namensgleiche Eigentümerin des entsprechenden Areals. Durch die landesweite Öffentlichkeitswirkung des Projekts sowie die bekannte Marke „Salamander“ wurden insbesondere auch institutionelle Investoren auf das Unternehmen aufmerksam, die in Zukunft verstärkt angesprochen werden sollen.

Vor allem zählt jedoch die erlangte Breite des Leistungsspektrums zu den Stärken des Unternehmens, was im Projektbestand zu einem – entsprechend der Unternehmensgröße – hohen Grad an Diversifikation und hinsichtlich neuer Projekte zu einer erhöhten Flexibilität führt.

Ebenfalls positiv ist das derzeitige Marktumfeld zu sehen. Gemäß einer aktuellen Umfrage der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young zählt die Bundesrepublik Deutschland unter Großanlegern konstant zu den stabilsten Immobilienmärkten in Europa. Zudem ergibt sich laut Statistik des Immobilienverband Deutschland IVD Bundesverband der Immobilienberater, Makler, Verwalter und Sachverständigen e.V. zuletzt eine Zunahme des Transaktionsvolumens für Gewerbe- und Privatimmobilien in der BRD um 13,1%, was auch für die nahe Zukunft ein weiteres Marktwachstum erwarten lässt. Gesellschaftliche Trends wirken sich aufgrund der Flexibilität in der Konzeption teilweise sogar günstig für das Unternehmen aus, wie sich nun beispielsweise an der starken Nachfrage nach zentral gelegenen Loft-Wohnungen in Kornwestheim zeigt, mit deren Vermietung erst kürzlich begonnen wurde. Ebenso profitiert das Unternehmen vom vorhandenen Know-how im Bereich Denkmalschutz und der Fähigkeit alles aus einer Hand zu liefern, was gegenüber dem hohem Wettbewerbsdruck wichtige Schlüsselfaktoren für eine erfolgreiche Auftragsgenerierung darstellt. Da sich die Aktivitäten momentan auf die deutschen Bundesländer konzentrieren, spielen Fremdwährungsrisiken eine untergeordnete Rolle.

Hingegen besteht ein Schlüsselpersonenrisiko (insbesondere in Bezug auf Herrn Bergmann), wengleich dies über die zurückliegende Erweiterung des Vorstands bei der Muttergesellschaft der Gruppe bereits reduziert werden konnte.

A.2.1.5. Management

Dipl.-Kfm. Lars Bergmann ist als Alleinaktionär der Innovation Immobilien Handels AG, Vorstandsmitglied und Branchenexperte maßgeblich für die zurückliegende und künftige Entwicklung des Unternehmensverbunds verantwortlich. Dies betrifft auch die IPSAK samt ihrer geplanten Tochtergesellschaften. Die Innovation Immobilien Handels AG hält alle Gesellschaftsanteile an der IPSAK. Insbesondere ist damit Herr Bergmann als Hauptaktionär aufgrund seines dominanten Stimmenanteils am Mutterunternehmen in der Lage auch auf Ebene der IPSAK Entscheidungen und Beschlüsse einseitig zugunsten anderer Gesellschaften herbeizuführen.

Eingetragene Geschäftsführer der IPSAK selbst sind derzeit Dipl.-Kfm. Herr Lars Bergmann sowie Herr Dipl.-Ing. Peter Mutscher, der seit 01.04.2012 mit dieser Position betraut ist. Beide Geschäftsführer sind einzelvertretungsberechtigt und von den Beschränkungen des § 181 BGB befreit.

Als Herausforderung für den als Mittelständler organisatorisch schlank aufgestellten Unternehmensverbund muss die durch die eventuell parallel zu errichtenden, neuen Immobilien-Projektgesellschaften unterhalb der IPSAK bedingte Personalaufstockung gesehen werden. Diese wird sich voraussichtlich auf mehrere Standorte verteilen. Wie im Immobilienbereich üblich bestehen auch beim ImmoVation Immobilien Handels AG-Verbund Vertriebskooperationen mit externen Partnern, die sich nur bedingt zentral steuern lassen. Innerhalb des Unternehmensverbundes besteht jedoch eine enge räumliche Nähe der meisten operativen Teilfirmen, wodurch kurze Kommunikationswege gewährleistet sind.

Auch in der Außenkommunikation des ImmoVation Immobilien Handels AG-Verbundes bestehen feststehende Strukturen. Insbesondere bestehen ergänzende gesetzliche Anforderungen an die Investor-Relations-Struktur des Unternehmens aufgrund der bereits emittierten Genussrechte (Geschäfts- und Rechenschaftsberichte, Quartalsberichterstattung).

Im Vertrieb kam es auf Ebene der ImmoVation Immobilien Handels AG zudem im Juli 2011 zu einer bedeutenden personellen Veränderung. Seither liegt die Leitung Finanzen und Vertrieb bei Herrn Klaus Haarkötter, der über 30-jährige Erfahrungen im Bankbereich verfügt.

A.2.1.6. Risikomanagement

Bereits im Rahmen eines aktuellen Management Ratings (April 2012) zur ImmoVation Immobilien Handels AG bewertete Scope positiv, dass in einem neu erstellten Organisationshandbuch grundlegende Verfahrens- und Arbeitsanweisungen sowie die Strukturierung eines Risikofrüherkennungssystems vorgelegt wurden. Im Rahmen der freiwilligen Prüfung der Jahresabschlüsse unterzieht sich die ImmoVation Immobilien Handels AG ebenfalls freiwillig der Prüfung ihres Risikofrüherkennungssystems durch den Wirtschaftsprüfer.

A.2.1.7. Finanzmanagement

Bis heute hat der ImmoVation Immobilien Handels AG-Verbund erfolgreich Genussrechte in einem Gesamtvolumen von über 70 Mio. Euro sowie KG-Fonds von deutlich über 80 Mio. Euro platziert. Rückabwicklungen fanden bislang nicht statt. Mit der Revitalisierung des Salamander-Areals (ca. 90.000 qm) realisiert der Verbund über die IPSAK das bislang größte Wohn- und Gewerbeprojekt der Unternehmenshistorie. Bis zum Jahr 2017 soll das Land Baden-Württemberg als Hauptmieter die Flächen für das Grundbuchzentrealarchiv voll abgerufen haben. Unter Berücksichtigung der sonstigen Mieteinnahmen des Areals und einer vertraglich vereinbarten Linienkürzung erscheint die vorhandene Kontokorrentlinie bei der Kreissparkasse Ludwigsburg in Höhe von maximal 30 Mio. Euro für den weiteren Ausbau und Betrieb des Areals ausreichend. Zusätzlichen Einnahmen aus dem Abverkauf von acht noch zu errichtenden Stadtvillen und mehreren Seniorenwohnungen führen zu einem planmäßigen Überschuss von insgesamt über 12 Mio. Euro. Gemäß der vereinfachten Liquiditätsplanung (Stand: 19.10.2012) der IPSAK erwirtschaftet das Salamander-Areal bis zum Jahr 2012 für die Gesellschaft eine kumulierte Liquidität von 28.700 Tsd. Euro. Dies beinhaltet jedoch noch nicht die geplante Anleihe über 30 Mio. Euro, die über die IPSAK emittiert und im Rang nach der Kreissparkasse Ludwigsburg vollständig über das Areal besichert werden soll.

A.2.2. Quantitative Analysis

A.2.2.1. Immobilien-Projektgesellschaft-Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK)

Die deutsche Immobilien-Projektgesellschaft-Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK) mit Sitz in Kornwestheim wird mit der quantitativen Note B_{quant.} bewertet. Der Beurteilung liegt die Auswertung der testierten Jahresabschlussdaten für die beiden Geschäftsjahre 2010 und 2011 zu Grunde. Da die IPSAK erst im Dezember 2009 gegründet wurde, liegen für das Jahr 2009 keine repräsentativen Daten vor. Eine Notation der Gruppe „einfach-B“ zeigt grundsätzlich eine mangelhafte Bonität mit einem vorhandenen Ausfallrisiko an. In der dynamischen Betrachtung verhält sich die Bewertung über beide Einzeljahre hinweg stabil und verbleibt bis zum Ende des Analysehorizonts auf B_{quant.}.

A.2.2.2. Vermögenslage

Die Kennzahlen zur Vermögenslage fallen gemischt aus. Dominiert wird diese Kategorie jedoch durch die zwar signifikant abnehmende, aber dennoch bis Ende 2011 deutlich über 20% verbleibende Eigenkapitalquote. Dabei resultiert die Abnahme des Verhältnisses von Eigenkapital zu den bilanziellen Aktiva vorwiegend aus einem Wachstum der Bilanzsumme um rund 7 Mio. Euro, das sich wiederum fast vollständig auf die Zunahme der Anschaffungsnebenkosten durch An- und Umbauten der Gebäude im Salamander-Areal, Kornwestheim zu Zwecken der späteren Vermietung bzw. des späteren Verkaufs zurückführen lässt. Auffällig ist entsprechend die hohe Kapitalbindung in den Vorräten, die sich jedoch ebenfalls aus dem Geschäftsgegenstand des Unternehmens als Immobilienprojektgesellschaft und den genannten Kostenaktivierungen im Vorratsvermögen ergibt. Eine Gewinnthesaurierung war

aufgrund eines seit 2010 bestehenden 100%-igen Ergebnisabführungsvertrages mit der ImmoVation Immobilien Handels AG (=Muttergesellschaft) nicht möglich.

A.2.2.3. Ertragslage

Die Kennzahlen zur Ertragslage fallen in beiden Auswertungsjahren hinsichtlich der meisten Ausprägungen hervorragend aus. Die jährlichen Umsätze konnten von 2010 auf 2011 um ca. 20% auf 6,3 Mio. Euro gesteigert werden. Darin enthalten sind knapp 4,0 Mio. Euro aus Verkäufen von Grundstücken des Umlaufvermögens in Kornwestheim, mit denen rund 3,5 Mio. Euro Buchgewinne erzielt werden konnten. Bei den übrigen Umsatzerlösen handelt es sich um Einnahmen aus Vermietung. In 2011 erreicht die dargestellte Gesamtkapitalrendite fast 11% und damit einen weit überdurchschnittlichen Wert. Die Eigenkapitalrendite fiel mit über 34% sogar hervorragend aus. Ferner konnte die Umsatzrendite von bereits sehr guten 29% in 2010 auf knapp 36% gesteigert werden, während die operative Cashflow Rendite 2010 wie 2011 negativ ausfiel. Anzumerken ist an dieser Stelle jedoch, dass zu Zwecken einer isolierten Abbildung der IPSAK als Einzelgesellschaft die jährliche Gewinnabführung analytisch zurückgerechnet und der dann verbleibende Gewinn vor Steuern mit einem fiktiven Steuersatz von 30% versehen wurde, der jedoch ohne Auswirkungen auf das Gesamtergebnis bzw. den dynamischen Verlauf der Bewertung verblieb. Von Anpassungen unberührt erzielte die IPSAK in 2010 ein EGT von 2,1 Mio. Euro und in 2011 von 3,2 Mio. Euro.

A.2.2.4. Finanzlage

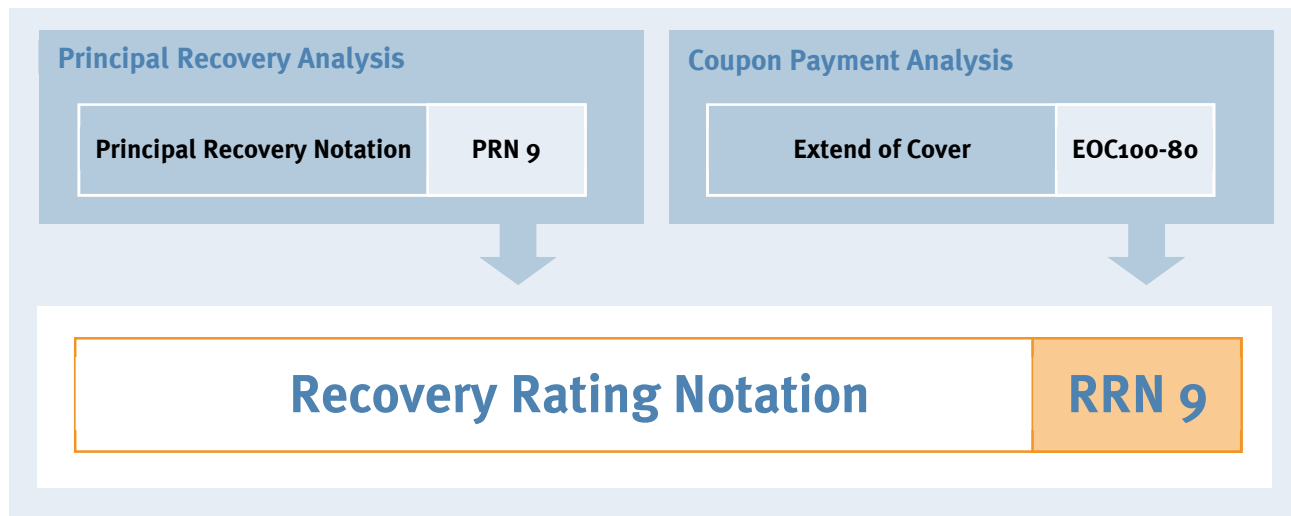
Die Kennzahlen zur Finanzlage sind überwiegend schwach. Insbesondere betrifft dies die sehr kurzfristigen Liquiditätsgrade 1 und 2, die durch den wesentlich besser bewerteten Liquiditätsgrad 3 aus rein bilanzieller Sicht zunächst nur bedingt relativiert werden können. In diesem Zusammenhang sollte jedoch auch die qualitative Bewertung zur Finanzsituation beachtet werden, die auf die der IPSAK zur Verfügung stehenden Kontokorrentlinien eingeht. Aufgrund der tatsächlich besser liegenden Liquiditätssituation konnte zum 01.10.2012 eine stille Beteiligung über 900 Tsd. Euro gegenüber der ImmoVation Handels AG & Co. 2. KG vollständig getilgt werden. Reduziert auf die Kennzahlenbetrachtung folgt jedoch auch im Hinblick auf die bilanzielle Verbindlichkeitenstruktur zunächst ein Warnsignal, da zum Bilanzstichtag 2011 gemäß Wirtschaftsprüfer noch sämtliche Verbindlichkeiten kurzfristig waren. Dies ergibt sich aus der Tatsache, dass ein bis 2010 bei der CROALKREDIT BANK AG gehaltenes Darlehen zunächst mittels kurzfristig fälliger Kontokorrentkredite durch Kreissparkasse Ludwigsburg abgelöst wurde. Dem liegt allerdings ein Kreditvertrag zugrunde, der in den Folgejahren eine teilweise Umschichtung bestehender Schulden bei der Kreissparkasse auf ein langfristig angelegtes Darlehenskonto vorsieht. Weitere Bankverbindlichkeiten bestehen nicht. Die „Sonstigen Verbindlichkeiten“ setzen sich im Wesentlichen aus einem Gesellschafterdarlehen der ImmoVation Immobilien Handels AG sowie mehreren verbliebenen typischen Beteiligungen der ImmoVation Handels AG & Co. 2. KG 2 und 3. KG zusammen.

Da für das erste Halbjahr 2012 keine Erlöse aus Grundstücksverkäufen in die Gewinn- und Verlustrechnung Eingang finden, fallen die vorläufigen Umsätze gegenüber 2011 relativ gering aus und umfassen im Wesentlichen lediglich die laufenden Mieteinnahmen aus Kornwestheim. Als Indikation für eine mittelfristige Tendenz erscheinen diese Zahlen wenig sinnvoll, da laut ImmoVation Immobilien Handels AG-Management bereits in 2013 wieder verstärkt mit Verkaufserlösen zu rechnen ist.

A.2.2.5. Zusammenfassung

Zusammenfassend besteht bei der IPSAK zunächst ein geringeres Ausfallrisiko. Das Unternehmen konnte seit seiner Gründung im Jahr 2009 positive Gewinne erzielen und die Eigenkapitalausstattung erscheint momentan angemessen. Allerdings unterstellt die vorliegende Analyse, dass die erwirtschafteten Mittel nachhaltig im Unternehmen verbleiben. Tatsächlich handelt es sich bei der IPSAK jedoch um ein von der Mutter abhängiges Unternehmen, das jährlich sämtliche Gewinne abführt. Die Leistungs- und Ertragsfähigkeit der ImmoVation Immobilien Handels AG-Gruppe ist daher grundsätzlich ebenfalls von Belang für die wirtschaftliche Stabilität der IPSAK und wurde daher in den nachfolgenden qualitativen Teil der Analyse einbezogen.

B. Level 2 – Recovery Rating



B.1. Erläuterung

Die Recovery Rate ist definiert als Erlösquote bei Forderungsausfällen. Diese bestimmt sich bei Anleihen in erster Linie an den hinterlegten Anleihe-Sicherheiten.

Die zu erreichenden Recovery Rates sind primär abhängig, zum einen von der bestehenden Besicherung (Collateral) der Anleihe, sowie zum anderen von der Vorrangigkeit der Bedienung der Anleihegläubiger im Falle eines Zahlungsausfalls. Die Besicherung kann dinglicher Art (Grundschuld, Hypothek, Wertpapiere) oder persönlicher Art (beispielsweise eine Patronatserklärung seitens der Muttergesellschaft) sein.

B.2. Ergebnis

Vor dem Hintergrund der aktuell 100-prozentigen Absicherung der Anleihe durch die hinterlegten Sicherheiten und die positive Entwicklung der Unternehmenszahlen ist davon auszugehen, dass im Falle von Forderungsausfällen bestehende Verpflichtungen erfüllt werden können. Scope weist jedoch darauf hin, dass aufgrund von Marktschwankungen und daraus resultierender Schwankungen bei den Bewertungen der Sicherheiten es dazu kommen kann, dass der Wert der hinterlegten Sicherheiten auf weniger als 100% des Nennwertes der Anleihe sinkt.

B.3. Principal Recovery Analysis

B.3.1. Collateral Recovery Value

Die Emittentin beabsichtigt, die Ansprüche der Anleihegläubiger auf Rückzahlung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen und auf jährliche Zinszahlungen aus dem Cashflow zu bedienen.

Zur Sicherstellung der Befriedigung dieser Gläubigeransprüche versieht die Emittentin die Inhaber-Teilschuldverschreibung mit einer grundbuchlichen Sicherheit am Salamander-Areal.

Die Inhaber-Teilschuldverschreibungen sind nicht nachrangig. Die Rückzahlung ist durch eine Grundschuld an der Liegenschaft Salamander-Areal, Kornwestheim besichert, die durch einen Treuhänder gehalten wird. Die Grundschuld steht im Rang nach einer Grundschuld in Höhe von 30.000.000 EUR zu Gunsten der Kreissparkasse Ludwigsburg.

Über die Gesamtlaufzeit der Inhaber-Teilschuldverschreibung plant die Emittentin nicht, den vollen Emissionserlös für Projekte zu nutzen. Durch rollierende Projektlaufzeiten wird immer ein Teil des Emissionserlöses ungebunden sein. Weiterhin plant die Emittentin ab dem Jahr 2017 mit der Tilgung zu beginnen. Somit wird der LTV in der Folgezeit unter die anfänglichen ca. 73 % absinken.

Zudem besteht ein Ergebnisabführungsvertrag mit der ImmoVation Immobilien Handels AG (Muttergesellschaft) mit dem Inhalt, dass die Emittentin positive Erträge nach allen Verpflichtungen an die Muttergesellschaft auszuschütten. In gleichem Maße ist die Muttergesellschaft aber auch verpflichtet, im Falle von Negativergebnissen und daraus folgenden Zahlungsschwierigkeiten für die Tochtergesellschaft einzutreten. Damit wird sichergestellt, dass die Emittentin der Verpflichtung auf Rückzahlung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen fristgemäß nachkommen kann.

Corporate Bond Rating

6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 18 von 24

Scope Ratings

B.3.1.1. Zweitrangige Grundschuld auf das Salamander-Areal Kornwestheim

Adresse	
	Büro- und Einzelhandelsobjekt
	Stammheimer Straße 10
	70806 Kornwestheim

Objektinformationen	
Fiktives Baujahr	2002
Gesamtnutzungsdauer	60 Jahre
Restnutzungsdauer	50 Jahre

Flächen	
Grundstücksgrösse	40.931 m ²
Geschossfläche	79.251 m ²
Bruttogrundfläche	87.024 m ²
Gesamtmietfläche	59.064 m ²
Aussenstellplätze	477 Stück

Wertansätze	
Bodenrichtwert pro m ²	360,00 €
Bodenwert	14.740.000,00 €
Jahresrohertrag	5.623.172,00 €
Liegenschaftszinssatz	5,50%
Verkehrswert	81.240.000,00 €

Im Jahreswechsel 2009/2010 wurde das Salamander Areal Kornwestheim durch die IPSAK mbH erworben. Mit einer Bruttogeschossfläche von ca. 90.000 m² (inkl. Nicht vermietbarer Flächen) bot das Industriedenkmal im Norden von Stuttgart ein sehr großes Entwicklungspotential. Die Emittentin konnte das Objekt von der Vivacon AG erwerben, die es selbst erst 2008 von der EnBW AG erworben hatte. In dieser Zeit war bereits eine Teilsanierung in Höhe von 40.000.000 EUR durch EnBW durchgeführt worden. Als Ergebnis daraus waren zum Zeitpunkt des Kaufs bereits ca. 25.000 m² Gewerbefläche vermietet.

Die Emittentin bekam den Zuschlag für das Areal aufgrund eines überzeugenden Entwicklungs- und Finanzierungskonzepts. Auf Basis einer internen Chancen-Risiken-Analyse wurde ein großes Revitalisierungs- und Entwicklungspotential herausgearbeitet. Zusätzlich zu den bestehenden Mietflächen bestand die Möglichkeit noch weitere Teile des Grundstücks zu bebauen. Durch diese Nachverdichtung wurde sowohl ein Zuwachs an Mietfläche, als auch eine städtebauliche Qualitätssteigerung erreicht. Dieser neue Ansatz für das Areal sorgte in der Folge für eine sehr positive Annahme in der Bevölkerung der umliegenden Viertel.

Zentraler Meilenstein für den Erfolg des Gesamtprojektes war der Abschluss eines 20-Jahres-Mietvertrags mit dem Land Baden-Württemberg über eine Fläche von insgesamt ca. 19.000 m². In diesen Flächen soll das zentrale Grundbucharchiv des Landes eingerichtet werden. Dafür werden über verschiedene Bauabschnitte bis zum Jahr 2017 siebenzig Archive inklusive aller dafür benötigten Büros und Anlieferungsflächen errichtet.

Zusätzlich zu der Vermietung der Gewerbeflächen befinden sich zurzeit noch 8 Stadtvillen mit insgesamt 64 Eigentumswohnungen und eine Wohnanlage für barrierefreies Wohnen mit 50-60 Einheiten in der Projektierungsphase. Die Stadtvillen sind bereits vollständig genehmigt und werden wohl Mitte 2014 in ersten Teilen bezugsfertig sein. Die Wohnanlage ist noch in der Genehmigungsphase. Mit ihrem Baubeginn wird im Jahr 2014 gerechnet.

Corporate Bond Rating

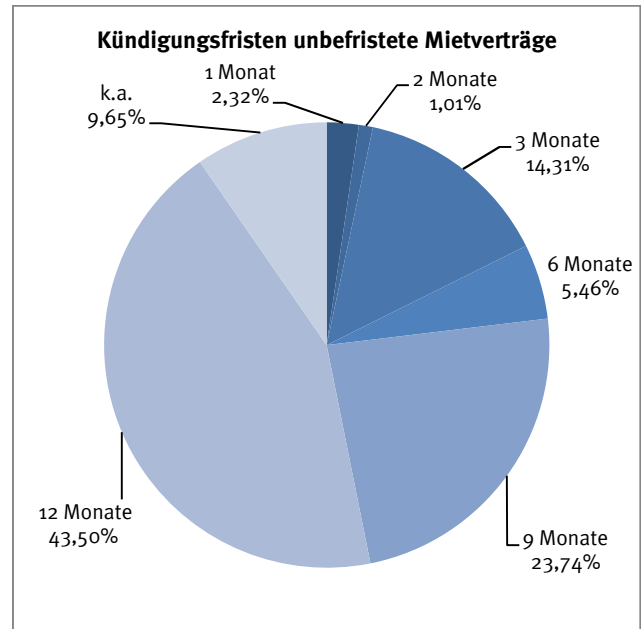
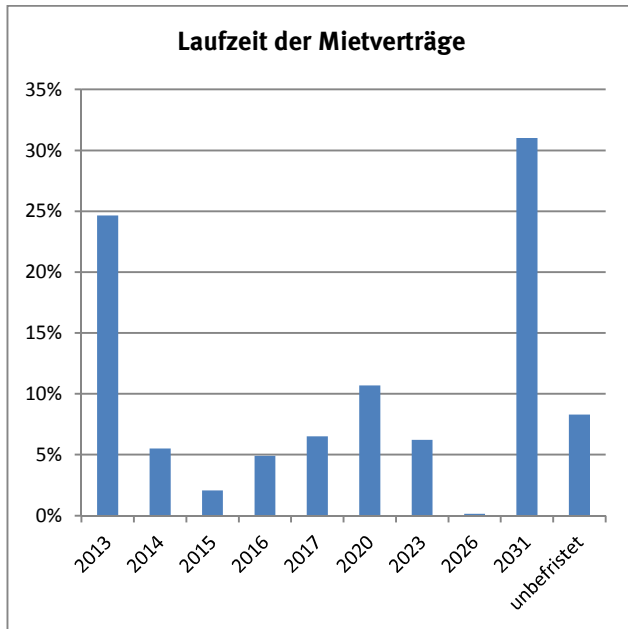
6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 19 von 24

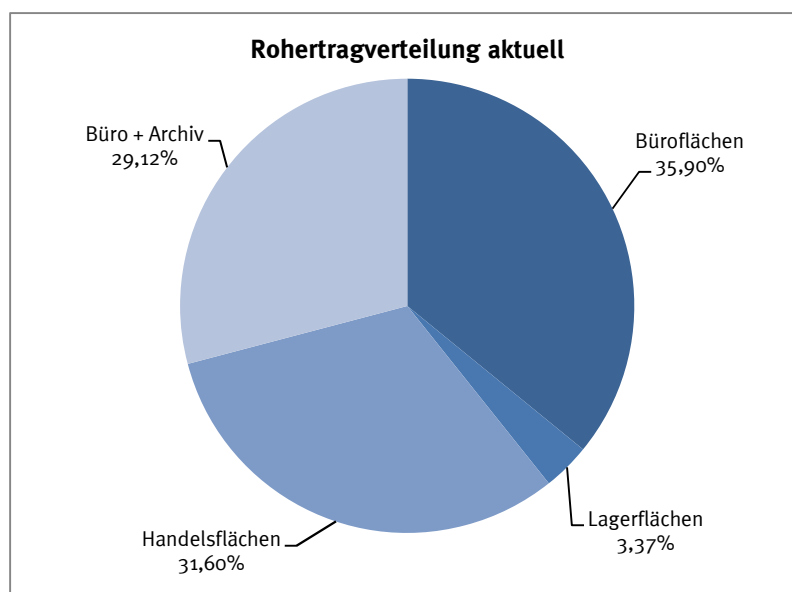
Scope Ratings

Zum aktuellen Zeitpunkt weist das Verkehrswertgutachten für die insgesamt 40.931 m² Grundstücksfläche einen Bodenwert von fast 15.000.000 EUR aus. Der Gesamtverkehrswert liegt zum Zeitpunkt der Emission laut Gutachten bei 81.240.000 EUR. Mit einem Jahresrohertrag in Höhe von über 5,5 Mio. EUR ist das Areal gut aufgestellt, bietet aber noch Optimierungspotential bei Altverträgen und Leerständen.



Im Bereich der Mietvertragslaufzeiten zeichnet sich ein über die Jahre sehr homogenes Bild ab. Einzig der große Anteil von Ausläufen in den Jahren 2013 und 2031 fallen auf. Bei dem Mietauslauf im Jahr 2031 handelt es sich um die Mietflächen, die an das Landesarchiv vermietet sind. Die Emittentin geht davon aus, dass das Land Baden-Württemberg den Mietvertrag über das Jahr 2031 hinausverlängern wird. Bei den Mietausläufen im Jahr 2013 handelt es sich um Mieter, die revolvierende 1-Jahres-Mietverträge haben, welche in der Vergangenheit aber bereits mehrfach verlängert wurden.

Die unbefristeten Mietverträge stellen mit ihrem verhältnismäßig geringen Anteil über die kommenden Jahre kein erhöhtes Risiko dar. Jedoch ist zu beachten, dass sie innerhalb verhältnismäßig kurzer Frist (1-12 Monate) gekündigt werden können. Für diesen Fall ist ein aktives und effektives Vermietungsmanagement auf Seiten der Emittentin nötig.



Die aktuellen Erträge aus den vermieteten Flächen sind im Salamander-Areal gleichmäßig verteilt. Nur reine Lagerflächen sind mit knapp über 3 Prozent im Gesamtverhältnis gering vertreten.

B.3.1.2. Höhe der Absicherung

Gemeinsam mit der erstrangigen Grundsuld für die Kreissparkasse Ludwigsburg in Höhe von ebenfalls 30 Mio. EUR ist das Salamander-Areal im 1. und 2. Rang mit 60. Mio. EUR belastet. Der Wert der Anleihe-Sicherheiten ist marktüblichen Schwankungen unterworfen. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass der aktuelle Wert nicht dem ermittelten Wert von über 81 Mio. EUR entspricht. Des Weiteren können die Anleihe-Sicherheiten während der Laufzeit unter den Nennwert der Anleihe fallen, womit keine 100% Besicherung mehr gegeben wäre.

Das Darlehen bei der KSK Ludwigsburg in Höhe von 30. Mio. EUR wird durch die Emittentin nicht en block, sondern in Teilschritten, je nach Entwicklungsfortschritt abgerufen. Im Falle eine Anforderung wird durch die KSK Ludwigsburg über den variablen Teil des Darlehens kurzfristig das Geld zur Verfügung gestellt.

B.3.2. Corporate Recovery Value

Aufgrund einer Vollbesicherung der Teilschuldverschreibung durch die Besicherung mit dem Salamander Areal, sowie der Hinterlegung einer Liquiditätsreserve in Höhe von 2.000.000 EUR wird der Corporate Recovery Value in diesem Falle nicht analysiert.

B.3.3. Ergebnis

Die einzelnen Aspekte der hinterlegten Sicherheiten aus dem Bereich des principal recovery betrachtend kommt Scope zum Ergebnis, dass die Inhaber-Teilschuldverschreibung in diesem Bereich sehr hoch abgesichert ist woraus der Score PRN 9 resultiert.

B.4. Coupon Payment Analysis

Der Kupon der Anleihe wird aus dem Cashflow der Emittentin beglichen. Dazu werden die Erträge aus dem Salamander-Areal (Mieten und Verkaufserlöse), sowie die Erträge aus den Tochtergesellschaften genutzt.

Zusätzlich wird durch die Emittentin ein Festgeldkonto eingerichtet auf dem eine Liquiditätsreserve in Höhe von 2.000.000 EUR hinterlegt wird. Im Falle von möglichen Zahlungsschwierigkeiten aufgrund von Negativergebnissen soll dieser Betrag genutzt werden, um den fälligen Kupon vertragsgemäß an die Anleihegläubiger auszuschiütten. In der Folge ist die Emittentin dazu verpflichtet, das Festgeldkonto wieder soweit auszugleichen, dass mindestens 2.000.000 EUR als Liquiditätsreserve vorhanden sind. Bevor dieser Ausgleich nicht stattgefunden hat, darf durch die Emittentin keine Liquidität an die Muttergesellschaft abgeführt werden.

Um einen Ausfall der Kuponzahlung zu verhindern verpflichtet sich die Emittentin weiterhin, während der Laufzeit der Anleihe die Eigenkapitalausstattung der Emittentin nicht unter 5.000.000 EUR sinken zu lassen.

B.4.1. Ergebnis

Die einzelnen Aspekte der hinterlegten Sicherheiten aus dem Bereich des coupon payment betrachtend kommt Scope zum Ergebnis, dass die Inhaber-Teilschuldverschreibung in diesem Bereich sehr hoch abgesichert ist woraus der Score EOC 100-80 resultiert.

ANLAGEN

IV. INFORMATIONSMQUELLEN

Wichtige Informationsquellen im Laufe des Ratingprozesses waren die eingereichten Unterlagen gemäß Unterlagenforderungsliste. Ein Management Interview fand statt.

A. Unterlagen

Sämtliche nachfolgend aufgeführten Unterlagen wurden vom Auftragnehmer in Kopie oder elektronischer Form zur Verfügung gestellt.

A.1. Unterlagen zu der Emittentin

Organigramm der Gesellschaftsstruktur

Organigramm der Organisationsstruktur

A.2. Verkaufsunterlagen

Emissionsprospekt

A.3. Jahresabschlüsse

Konsolidierte Jahresabschlüsse der Jahre 2010 bis 2011

A.4. Cash-Flow Kalkulation

Annahmen und Kalkulation zum Sicherungsobjekt

A.5. Gutachten

Wertgutachten zum Salamander-Areal

A.6. Weitere Unterlagen

Aktuelle Mieterliste

B. Management Interview

Ein Managementinterview wurde am 22. Oktober 2012 durchgeführt.

V. PFLICHTANGABEN

Verantwortlichkeit

Unternehmen

Scope Ratings GmbH
Potsdamer Platz 1
D – 10785 Berlin
Fon +49 (0) 30 - 27891 - 0 • Fax +49 (0) 30 - 27891 - 100
info@scope.de • www.scope-group.com

Geschäftsführer: Thomas Morgenstern
Amtsgericht Stuttgart HRB 354390
USt-Identifikationsnummer DE 222618588

Analysten

Primary Analysten

Botho v. Hülsen	(Lead Analyst)
Kai Zimmermann	(Corporate Analyst)
Vessela Morgenstern	(Corporate Analyst)
Guido Nölke	(Analyst tax & legal)
Martin Hartmann	(Financial Analyst)

Ratingkomitee

Thomas Morgenstern	(Managing Director)
Frank Neumann	(Director)

Durchführung

- Die Rechte der Veröffentlichung liegen ausschließlich bei der Scope Ratings GmbH.
- Die Analyse wurde von der Scope Ratings GmbH unabhängig nach erfolgter Beauftragung erstellt.
- Der Auftraggeberin wurde ermöglicht, die Analyse vor der Veröffentlichung einzusehen und eine Stellungnahme abzugeben.
- Bei der Umsetzung des Ratings wurde die zum Zeitpunkt der Analyse aktuelle und gültige Ratingmethodik für Corporate Bonds der Scope Ratings GmbH angewendet.
- Die Rating-Methodik Corporate Bonds kann auf der Homepage der Rating-Agentur unter www.scope-group.com eingesehen werden.

Geschäftliche Verbindungen

- Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings GmbH an der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings GmbH.
- Die im Rahmen der Analyse beteiligten Analysten sowie die Geschäftsführung der Scope Ratings GmbH besitzen keine Anteile der vorliegenden Beteiligung oder an der Anbieterin.
- Weder die Scope Ratings GmbH noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung von Neuemissionen analysierter Produkte beteiligt oder in den Vertrieb des vorliegenden Produktes involviert.
- Eine fakultativ entgeltliche Nutzung der Scope-Analyseergebnisse durch die Anbieterin liegt vor.
- Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings GmbH und der Anbieterin.

Haftungsausschluss

Das vorliegende Dokument wurde von der europäischen Rating Agentur Scope Ratings im Rahmen eines Ratings erstellt. Dieses Dokument unterliegt damit den Bestimmungen der EU Verordnung Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates. Basierend auf diesen Regelungen beschränkt Scope Ratings die Verwendungsmöglichkeiten dieses Dokuments durch folgende Bestimmung: die Weitergabe des Rating-Dokuments, auch in Teilen, ist erst nach schriftlicher Genehmigung durch Scope Ratings gestattet. Alle in diesem Gutachten vorgenommenen Bewertungen beruhen auf Angaben, Dokumenten und Informationen, die öffentlich zugänglich waren oder vom Rating-Objekt oder dessen Umfeld zur Verfügung gestellt wurden. Das Rating wurde mit größtmöglicher Sorgfalt und nach bestem Wissen verfasst. Inhalt und Ergebnis stellen jedoch lediglich eine Meinungsäußerung der Scope dar. Für aufgrund des Rating-Gutachtens getroffene Entscheidungen und deren mögliche Schäden wird keine Haftung übernommen.

Corporate Bond Rating

6,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

November 26th, 2012

Seite 24 von 24

Scope Ratings

Scope Ratings GmbH

Potsdamer Platz 1
10785 Berlin

Fon +49(0)30 – 27 891-0
Fax +49(0)30 – 27 891-100
Service +49(0)30 – 27 891-300

info@scope.de
www.scope-group.com