

6,75% Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH Anleihe 2012/2019, Deutschland



A- STABLE
very good quality
low credit risk
Corporate Bond Rating

Analysierte Anleihe

Verwendungszweck: Immobilienprojekte, Wachstum
Emittent: Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH
Produktname: 6,75% IPSAK Anleihe 2012/2019
Gesamtnennwert in €: 30 Mio. Kupon: 6,750%
Laufzeit: 06.12.2019 Börse: Stuttgart

Unternehmensprofil

Die Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH ist ein 100%iges Tochterunternehmen der IMMOVATION-Gruppe. 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 denkmalgeschützter Objekte liegt.

Ratingergebnis

Corporate Bond Rating: A-
Outlook: STABLE
Sektor: Immobilien
Publication date: 26. November 2013
Monitoring: monitored

Analysten

Kai Zimmermann (Lead Analyst)
E-Mail: k.zimmermann@scoperatings.com
Martin Hartmann (Quantitativer Analyst)
E-Mail: m.hartmann@scoperatings.com

Ratingbegründung

Gegenstand der vorliegenden Rating-Analyse ist die Ende 2012 begebene Schuldverschreibung der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH. Im Zuge einer Aktualisierung wurde die Note des Anleihe-Ratings von bislang A auf A- angepasst. Maßgeblicher Hintergrund für die Herabstufung ist die Einschätzung von Scope zu den makroökonomischen Rahmenbedingungen im Immobiliensektor: die Krisen der vergangenen Perioden, insbesondere die EURO-Krise sorgten für eine erhöhte Allokation inländischen und ausländischen Kapitals im Bereich der realen Wirtschaftsgüter. Die Anziehung dieses Kapitals führte zu einem für Immobilien vorteilhaften Investitionsumfeld in wirtschaftlich starken Regionen in Europa, darunter auch in Deutschland. Die weitest gehende Überwindung der Euro-Krise, erkennbar durch die schrittweise Erholung von Wirtschafts-, Kapital- und Finanzmärkten, wird nach Einschätzung von Scope zu einer Rückverschiebung von Kapital in andere Wirtschaftsregionen in Europa führen, welche die Attraktivität des deutschen Marktes zwar nicht schlechter stellen wird, aber aus makroökonomischer Perspektive einen höheren Wettbewerbsdruck in Deutschland antizipieren lässt. Eine ratingrelevante Abschwächung hat sich darüber hinaus einerseits auf Ebene der bilanziellen Relationen der IPSAK mbH ergeben, insbesondere weist die Emittentin in 2012 und 2013 schwächere Bewertungen hinsichtlich Vermögens- und Ertragslage auf als in den Jahren zuvor sowie einen – auf Bilanzebene – anhaltend negativen Cashflow aus operativer Tätigkeit. Dieser ergibt sich erwartungsgemäß sowohl aus der Investition in die noch nicht abgeschlossene Sanierung des Salamander-Areals als auch aus der plangemäßen Gründung von Projektgesellschaften aus Mitteln der IPSAK-Anleihe. Dementsprechend wurden seit Ende 2012 inzwischen vier neue Zweckgesellschaften errichtet, in die aus den Anleihemitteln Eigenkapitalzwischenfinanzierungen für verschiedene Projektierungen mit einer durchschnittlichen erwarteten Realisationszeit von 3 bis 4 Jahren gegeben werden. Während für die errichteten Gesellschaften der Gegenstand der Unternehmung inzwischen vertraglich definiert wurde, verbleibt für künftige Vorhaben noch zumindest ein teilweiser Blind-Pool-Charakter. Generell liegen konkrete Neuprojekte im Ermessen des Managements, werden jedoch auf Basis bestehender Prüfstrukturen ausgewählt. Als vorteilhaft ist diesbezüglich zu sehen, dass im Rahmen der Konzernstruktur der IMMOVATION-Gruppe insgesamt eine vollständige Abdeckung der notwendigen Managementleistungen im Immobilienbereich gewährleistet werden kann und diesbezüglich ein langfristiger Trackrecord von über 20 Jahren besteht. Die Anleihe der IPSAK wurde über eine Laufzeit von 7 Jahre mit einem Kupon von 6,75% begeben und ist an der Stuttgarter Börse gelistet. Namensgeber der Anleihe ist das bislang wichtigste Revitalisierungsprojekt der IMMOVATION-Gruppe. Hierbei handelt es sich um das ehemals als Schuhfabrik bekannte Salamander-Areal in Kornwestheim, das gleichzeitig über eine eingetragene Grundschuld im zweiten Rang als Sicherung der Anleihe dient. Zusätzlich wurden 2 Mio. Euro aus dem Emissionserlös der Anleihe als Liquiditätsreserve in ein Treuhandkonto gegeben und die Emittentin ist für die Laufzeit der Anleihe freiwillige Verschuldungsrestriktionen eingegangen. Aufgrund der vereinbarten Ergebnisabführung haftet im Gegenzug die IMMOVATION-Gruppe mit für die Verpflichtungen der IPSAK. Die Erträge aus dem Salamander-Areal selbst werden vorrangig zur Deckung des Kupons als auch der Rückzahlung des Nennwerts verwendet. Das Areal verfügt insgesamt über eine vermietbare Fläche von rund 56. Tsd. qm, die bereits weitgehend (zu ca. 79%) vermietet ist. Wichtigster Bestandsmieter ist das Land Baden-Württemberg, das im Gegenzug zu aufwendigen Umbauarbeiten zur Nutzung als Grundbuchzentralarchiv einen Mietvertrag über eine Gesamtfläche von rund 19 Tsd. qm mit Mindestlaufzeit bis Ende 2031 gezeichnet hat. Der vollständige Umbau sowie die sich danach ausrichtende Übergabe dieser Archivflächen sollen bis 2017 abgeschlossen sein. Die weiteren Vermietungsflächen des Areals teilen sich überwiegend in Handels- und Büroflächen. Die per Gutachten belegte Werthaltigkeit und die Ertragsstärke des Salamander-Areals wirken sich positiv auf das Ratingergebnis aus. Nach heutiger Sicht dürfte sich gegenüber 2012 durch mehr als 50 zusätzliche Eigentumswohnungen ein bislang unvorhergesehenes Ertragspotential aus der vorhandenen Fläche generieren lassen. Aus diesem Grund ist der Rating-Ausblick stabil.



Finanzkennzahlen (Übersicht)

In Mio. EUR	2010	2011	2012
Eigenkapital	6.848.000	6.528.000	8.758.000
Eigenkapitalquote	32,47%	23,30%	13,67%
Bilanzsumme	21.088.403	28.021.679	64.079.543
Umsatzerlöse	5.255.475	6.326.314	5.069.535
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2.144.807	3.209.183	713.923

Rating-Objekt

Gegenstand der vorliegenden Rating-Analyse ist die im November 2012 begebene Schuldverschreibung der Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH. Die Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim (IPSAK) mbH ist ein 100%iges Tochterunternehmen der IMMOVATION-Gruppe. 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 denkmalgeschützter Objekte liegt.

Methodischer Hinweis

Die Ratingmethodik Corporate Bonds findet bei der Analyse von Unternehmensanleihen Anwendung. Eine Unternehmensanleihe definiert sich im Sinne der Methodik als Schuldverschreibung, welche durch ein Unternehmen ausgegeben wird. Je nach Art der Konstruktion und Besicherungsparameter des Wertpapiers bildet die Methodik die relevanten Kriterien zur Bewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit des Wertpapiers ab. Die Ausgestaltung von Unternehmensanleihen unterliegt diversen Variationsmöglichkeiten. Die Ratingmethodik beleuchtet die Struktur und das Risikoprofil dieser Ausprägungen in systematischer und nachvollziehbarer Form und ermöglicht damit Transparenz in den Ausfallrisiken des betrachteten Finanzvehikels. Der Ausfall einer Unternehmensanleihe ist definiert durch die mangelnde Fähigkeit des Emittenten, zu einem Zeitpunkt innerhalb der Laufzeit des Wertpapiers, der im Corporate Bond vereinbarten Zahlungsverpflichtungen zum definierten Zahlungszeitpunkt nachzukommen. Zahlungsverpflichtungen umfassen dabei sowohl die Zins- oder auch die Tilgungskomponente des Wertpapiers. Die Berücksichtigung der Definition des Ausfalls einer Unternehmensanleihe erfordert die Fokussierung bei der Analyse auf das, an die Zahlungsverpflichtungen gebundene, emittierende Unternehmen (Level 1: Corporate Issuer Credit Rating). Dies erfolgt durch Anwendung der aktuellen, für die Bewertung der wirtschaftlichen Stabilität von Unternehmen definierten Ratingmethodik (Globale Ratingmethodik Corporations). Um die Risikosituation im Falle eines Ausfalls für das investierte Kapital und den damit verbundenen geplanten Zinszahlungen für den Investor einschätzbar zu machen, ist die Analyse der Besicherung der Anleihe (Anleihe-Sicherheiten) und der potenziellen Verwertung dieser unter Berücksichtigung der Rangigkeit der Anleiheforderung ein weiterer wesentlicher Schritt der Methodik (Level 2: Recovery Rating). Im Ergebnis wird die Erlösquote (Recovery Rate) bei einem Forderungsausfall aus Sicht des Investors ermittelt und in die Bewertung integriert. Sofern besondere Ratingkriterien nicht in Level 1 und Level 2 ausreichend Berücksichtigung gefunden haben, werden diese Einflussfaktoren über Level 3 „Special Influencens“ analysiert und in das Rating übernommen. Fokus liegt dabei auf extrinsische Risiken, die sich in der rechtlichen Gestaltung der Anleihe, im Marktumfeld des Issuers und der Anleihe, in besonderen Entwicklungen und ausserordentlichen Effekten ergeben können. Umfangreiche Erläuterungen zur Ratingmethodik Corporate Bonds finden sich auf den Webseiten der Ratingagentur.



Corporate Bond Rating

6,75% IPSAK Anleihe 2012/2019

Verantwortlichkeit

Scope Ratings GmbH
Lennéstraße 5
D - 10785 Berlin

Phone +49 (0) 30 / 27 89 1-0
Fax +49 (0) 03 / 27 89 1-100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Managing Director: Thomas Morgenstern
Charlottenburg District Court HRB 145472
VAT ID Number DE 222618588

Analysten

Kai Zimmermann (Lead Analyst)
E-Mail k.zimmermann@scoperatings.com

Martin Hartmann (Quantitativer Analyst)
E-Mail m.hartmann@scoperatings.com

Ratingkomitee

Thomas Morgenstern (COO - Komiteevorsitz)
Stephan Ebe (Executive Analyst Real Estate)
Philipp Wass (Senior Analyst Real Estate)

Informationsquellen

- Anleiheprospekt
- IPSAK-Jahresabschlüsse 2010 bis 2012 (testiert) sowie Zwischenabschluss zum 30. September 2013
- Aktualisierte Auszüge der internen Unternehmensplanung
- Ausgewählte Verträge und qualitative Dokumente
- Direkte Auskünfte des Managements

Durchführung

- 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 Rechte der Veröffentlichung liegen ausschließlich bei der Scope Ratings GmbH.

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.