



Credit Research (Update)

EYEMAXX Real Estate AG



**Unternehmensanleihe EYEMAXX Real Estate AG
7,50 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

„Stark überdurchschnittlich attraktiv“



WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III ff

Fertigstellung: 18.07.2012

Veröffentlichung: 19.07.2012



EYEMAXX Real Estate AG ^{*5}

**Stark
überdurchschnittlich
attraktiv**

7,5 %

Corporate Bond

Währung: EUR

Stammdaten:

DE000A1K0FA0

WKN: A1K0FA

Emissionsvol.:

12,96 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

26.07.11 - 25.07.16

Kupon: 7,50 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 26.07.

erstmalig zum 26.07.2012

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analyst:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Entwicklung von Fachmarktzentren,
Logistikimmobilien, Taylor-Made-Solutions

Mitarbeiter: 26 Stand: 31.10.2011

Gründung: 2002

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Mag. Dr. Michael Müller



EYEMAXX erwirbt, entwickelt und realisiert Gewerbeimmobilien in Mittel- und Zentraleuropa, insbesondere in den etablierten Märkten Deutschland und Österreich und den benachbarten Wachstumsmärkten Polen und Tschechien. Die fertiggestellten Objekte werden je nach Marktsituation nach einer kurz- bis mittelfristigen Haltedauer überwiegend als Free Tender an den Bestbieter verkauft oder bereits während der Projektentwicklung an einen Investor als forward sale verkauft, um die Projektlaufzeiten zu reduzieren, Zinskosten zu senken und Liquidität für neue Projekte zu schaffen. Sektoraler Schwerpunkt von EYEMAXX sind Fachmarktcenter, wo EYEMAXX führender Entwickler in Zentraleuropa ist. Unter den Marken BIG BOX, MYBOX sowie STOP.SHOP (eine Marke der Immofinanz) wurden in den letzten 5 Jahren 20 Vorhaben mit internationalen und regionalen renommierten Handelsketten und Filialisten unter anderem mit dm, kik, C&A, Intersport, REWE, Bauhaus, Takko Deichmann, New Yorker und Rossmann mit einem Gesamtvolumen von rund EUR 200 Mio. erfolgreich realisiert und verkauft.

Prognosen auf Konzernbasis

in Mio. €/GJ-Jahr	31.12.2011	31.10.2012e	31.10.2013e	31.10.2014e
Gesamtleistung	2,83	7,55	11,15	13,95
EBITDA	1,94	3,40	6,15	7,70
EBIT	1,77	3,23	5,98	7,53
Jahresüberschuss	1,35	2,49	5,39	7,39

ausgewählte Bonitätskennzahlen	31.12.2011	31.10.2012e	31.10.2013e	31.10.2014e
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,89	1,70	2,58	3,24
EBIT-Zinsdeckungsgrad	1,72	1,62	2,51	3,16
EK-Quote	42,2 %	35,6 %	41,4 %	47,2 %
Total Debt/EBITDA	6,24	7,88	4,42	3,58
Total Net Debt/EBITDA	4,15	7,42	4,11	3,22
ROCE	6,5 %	7,1 %	11,7 %	13,2 %

* Zinserträge sind im EBIT-Zinsdeckungsgrad nicht berücksichtigt

Finanztermine:

Datum: Ereignis

19.09.2012: Veröffentlichung Q3-Bericht

05.12.2012: 14. MKK

28.02.2013: Testierter Jahresabschluss

Inhaltsangabe

Geschäftstätigkeit und Strategie	1
Wertschöpfungskette der EYEMAXX Real Estate AG.....	2
Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG.....	2
Markt und Marktumfeld.....	3
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011/2012.....	4
Ergebnisentwicklung 1.HJ 11/12.....	5
Bilanzkennzahlen 30.04.2012.....	6
Prognosen.....	7
Entwicklung Bonitätskennzahlen.....	9
Eckdaten Unternehmensanleihe.....	11
Anleihebewertung/Marktvergleich.....	13
Fazit.....	17
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Geschäftstätigkeit und Strategie

Stammgeschäft: Handelsimmobilien „Fachmarktzentren“

Das Stammgeschäft der EYEMAXX ist die Entwicklung von **Fachmarktzentren** mit dem regionalen Fokus auf den dynamischen Märkten Mittel- und Osteuropas (Polen, Tschechien, Serbien, Österreich, Deutschland und Slowakei). Fachmarktzentren werden dabei von der Gesellschaft als Objekte definiert, welche über 8 bis 15 Mieteinheiten für Einzelhändler, bei einer vermietbaren Fläche von 4.000 qm - 8.000 qm, verfügen. Typischerweise befinden sich diese Objekte in stadtrandnahen Gebieten und sind dabei sowohl durch geringe Planungs- und Errichtungsrisiken als auch, aufgrund einer hohen Standardisierung, durch kurze Realisierungszeiträume gekennzeichnet. Aufgrund der besonderen Potenziale kleinerer und mittlerer Städte mit einer Einwohnerzahl von 20.000 - 50.000 hat die Gesellschaft ihren Fokus auf Städte dieser Größenordnung gelegt. In erster Linie lassen sich hier noch hohe Aufholpotenziale, bei einer gleichzeitig nur geringen Wettbewerbsintensität, (auch von Seiten internationaler Immobilienentwickler) erkennen. Das Investitionsvolumen beläuft sich je nach Fachmarktzentrum auf 5 Mio. € - 15 Mio. €, was zu einer weiteren Wettbewerbsminderung führt. Denn die großen internationalen Immobilienentwickler konzentrieren sich im Regelfall auf investitionsintensivere Projekte.

Ein weiteres wichtiges Kriterium der Gesellschaft ist, neben der anvisierten Vorvermietquote von 50 % - 60 % die Sicherstellung einer hohen Kundenfrequenz. Die Faktoren Infrastruktur oder Größe des Einzugsgebietes sind dabei aus Sicht der Gesellschaft ebenso wichtig, wie die Platzierung neben einem so genannten Frequenzbringer. In der Regel handelt es sich hierbei um bekannte Lebensmittelmärkte, welche sich bevorzugt in direkter Nachbarschaft befinden. Als wichtige Ankermieter und langjährige Partner der Fachmarktzentren sind die Marken Takko, dm oder Deichmann zu nennen. Durch die Erstellung von Fachmarktzentren mit einem Investitionsvolumen von rund 200 Mio. € (2006-2011) weist die Gesellschaft einen umfangreichen Track Rekord auf.

Sonstiger Geschäftsbereich: Taylor Made Solutions (Economy-/Budgethotels)

Der Schwerpunkt des Geschäftsbereiches Taylor Made Solutions und demnach für maßgeschneiderte Projekte, sind die **Budgethotels**. Hier beabsichtigt die EYEMAXX ihr bisher erworbenes Know-How synergetisch auszuweiten. Dies begründet sich vor allem aus der Fokussierung auf kleinere Städte (50.000 - 100.000 Einwohner), welche insbesondere von internationalen Hotelketten noch nicht erschlossen wurden. Hierbei liegt die Erwartung einer zunehmenden Erschließung des fragmentierten Hotelmarktes kleinerer Städte durch Economy- und Budgethotels zugrunde. Der regionale Fokus der Gesellschaft ist in diesem Segment deckungsgleich zum Stammgeschäft. Die typische Bettenanzahl der Budgethotels liegt bei 100 - 200 Betten und die Bruttogeschossfläche bei 3.000 qm - 5.000 qm. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf 5 Mio. € - 10 Mio. € und weist damit ebenfalls eine zum Stammgeschäft der Fachmarktzentren ähnliche Größenordnung auf.

Sonstiger Geschäftsbereich: Logistikimmobilien

Komplettiert wird das Leistungsspektrum der EYEMAXX durch das Segment der Logistikimmobilien. Diese Immobiliengattung ist dabei vor allem vor dem Hintergrund einer weitestgehend standardisierten Bauweise, welche mit geringen Planungs-, Errichtungsrisiken aber auch kurzen Fertigstellungszeiträumen einhergeht, vergleichbar. Durch die Errichtung, Verwaltung und Veräußerung von Logistikzentren in Zentraleuropa konnte die Gesellschaft bis dato Nutzflächen von insgesamt 70.000 qm realisieren. Dieser Geschäftsbereich soll in erster Linie opportunistisch vorangetrieben werden, um damit synergetische Potenziale zu erschließen.

Sonstiger Geschäftsbereich: Factory Outlet Center (FOC)

Die EYEMAXX hat vor drei Jahren mehrere Liegenschaften mit einer Gesamtfläche von etwa 40 ha in der unmittelbaren Nähe von Belgrad erworben. Voraussichtlich können diese

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Flächen, für die bereits die Genehmigung zur Nutzung als Handels- und Logistikflächen vorliegt, ab dem laufenden Geschäftsjahr 2012 bebaut werden. Geplant ist hierbei die Errichtung eines Factory Outlet Centers und eines Retailcenters, welche der hohen Konsumnachfrage bei einem gleichzeitig mangelnden Angebot in dieser Region begegnen sollen. Darüber hinaus soll ein Teil der Flächen aufgrund der günstigen Lage auch der Logistikknutzung zugeführt werden.

Wertschöpfungskette der EYEMAXX Real Estate AG

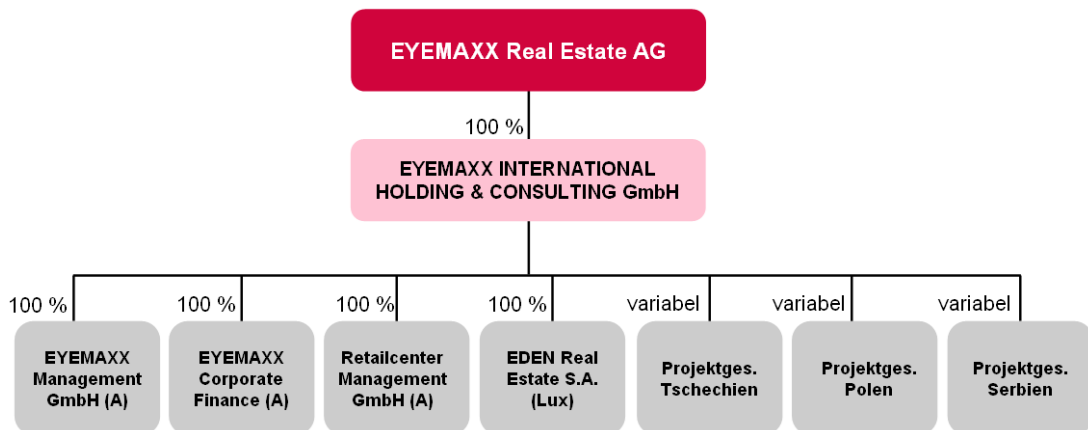
Das Unternehmenskonzept sieht in der Regel die Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette im Rahmen der Objekterstellung vor:



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Wie man dem Schaubild entnehmen kann, deckt die Geschäftsstrategie der Gesellschaft alle im Zusammenhang mit der Errichtung und Verkauf von Immobilien relevanten Wertschöpfungsstufen ab. Über eine Standortanalyse, welche auch mit der Identifikation von Ankermietern und dem Abschluss von Optionsverträgen einhergeht, wird im Rahmen der Entwicklung unter anderem die Projektfinanzierung, die Ausschreibung sowie das Einholen von Baugenehmigungen umgesetzt. In der Regel erfolgt dieser Schritt erst bei Erreichen einer Zielvorvermietquote von 50-60 % (Fachmarktzentren). Im Hotelsegment oder in den weiteren Geschäftsbereichen sind Vorvermietquoten von 100 % üblich. Die Bauphase beginnt mit der Auftragsvergabe an einen Generalunternehmer. Hierbei fungiert die EYEMAXX bis zur Bauabnahme als Kontroll- und Steuerungsorgan. Nach Fertigstellung des Objektes übernimmt die Gesellschaft sowohl das Facility Management als auch die kaufmännische Verwaltung und das Reporting. Im Regelfall beläuft sich die Projektdauer bis zum Zeitpunkt der Veräußerung auf etwa 2 Jahre. Im Anschluss daran soll die Veräußerung der Immobilie an institutionelle Investoren als Einzelobjekt oder als Paketverkauf verwertet werden.

Konsolidierungskreis EYEMAXX Real Estate AG



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG (vereinfachte Darstellung)

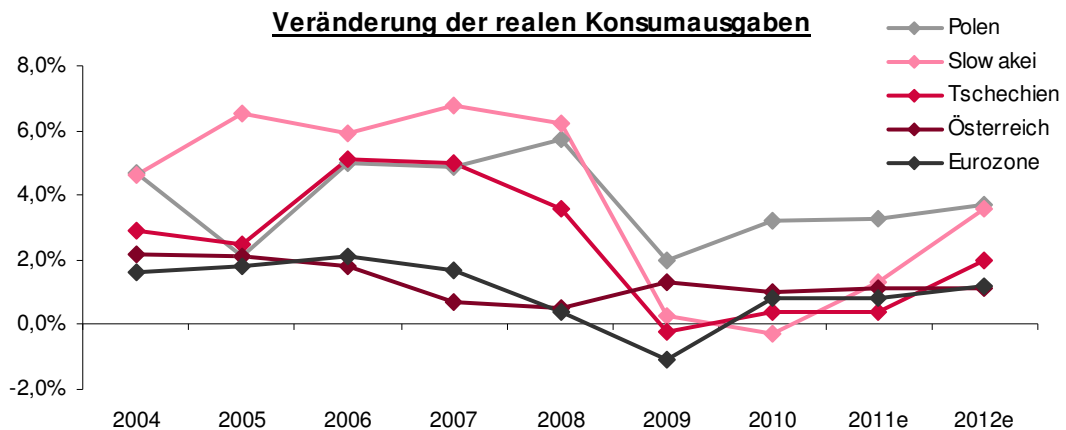
Der dargestellte vereinfachte Konsolidierungskreis weist einen für Immobilienentwicklungsgesellschaften typischen Holdingcharakter auf. Demnach werden einzelne Projektentwicklungen in hierfür vorgesehene Projektgesellschaften (so genannte SPV: Special Purpose Vehicle) realisiert. Über die Töchtergesellschaften EYEMAXX Management GmbH, EYEMAXX Corporate Finance GmbH und Retailcenter Management GmbH werden gruppenübergreifend Dienstleistungen (im operativen und finanziellen Bereich) erbracht. EDEN REAL ESTATE DEVELOPMENT SA ist eine Gesellschaft, die die Steueroptimierung nach dem Schachtelprinzip unterstützt.

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Markt und Marktumfeld

Mit der regionalen Konzentration der Errichtung von Fachmarktzentren in den Märkten Mittel- und Osteuropas (Polen, Tschechien, Serbien, Österreich, Deutschland und Slowakei) weist die Geschäftstätigkeit der EYEMAXX eine hohe Abhängigkeit zur wirtschaftlichen Entwicklung dieser Regionen (speziell Konsumententwicklung) auf. Zugleich ausschlaggebend für den Unternehmenserfolg ist die Immobilienmarktentwicklung dieser Regionen.

Ein wichtiges Indiz für die Nachfrage nach Handelsimmobilien findet sich in der Regel in der Konsumententwicklung einer entsprechenden Region. Die für die EYEMAXX wesentlichen Regionen dürften dabei vor dem Hintergrund eines erwarteten konjunkturellen Wachstums von einer Konsumbelebung geprägt sein. Bezeichnend dafür stehen Polen und die Slowakei mit einem erwarteten Konsumanstieg im Jahr 2012 von 3,7 % respektive 3,6 %. Auch Tschechien (+2,0 %) und Österreich (+1,1 %) liegen hinsichtlich der Erwartung steigender Konsumausgaben in etwa auf dem Niveau der Euroländer.



Quelle: Eurostat; EU-Kommission

Einer soliden erwarteten Konsumententwicklung, welche in den Zielregionen der EYEMAXX von einer ebenfalls soliden Konjunktorentwicklung begleitet werden dürfte, steht jedoch eine strukturelle Versorgungslücke entgegen. Gemessen an der Verkaufsflächendichte, weisen beispielsweise Tschechien und Polen noch ein starkes Aufholpotenzial auf. Mit Verkaufsflächen von 940 qm/1.000 Einwohner reihen sich Tschechien und die Slowakei sogar unter dem Niveau Griechenlands ein. Polen liegt mit Verkaufsflächen von 850 qm/1.000 Einwohner leicht über Portugal (Quelle RegioData Research).

Diese Versorgungslücke soll in den kommenden Jahren durch Einzelhandelsunternehmen geschlossen werden. In einer Langzeituntersuchung des Immobilienberaters CB Richard Ellis wurden dabei speziell die EYEMAXX-Zielregionen als Expansionsmärkte identifiziert. Neben Deutschland erweisen sich besonders Polen, Tschechien und Österreich als attraktive Expansionsregionen.

Gemäß Angaben der Gesellschaft ist das Segment der Fachmarktzentren aufgrund der relativ geringen Gesamtinvestitionskosten je Objekt von 5 bis 10 Mio. € als kleinteilig und wenig wettbewerbsintensiv zu bezeichnen. Denn die großen Immobilienentwickler würden in der Regel das Augenmerk auf Großprojekte richten. Demnach besteht die Konkurrenz der EYEMAXX aus lokalen Anbietern, denen jedoch in der Regel der Zugang zu den großen Vermietern fehlt. Diese Faktoren lassen einen relativ hohen Marktanteil in den Zielregionen erwarten.

Alleine in Polen geht die EYEMAXX davon aus, bei Fachmarktzentren einen Marktanteil von über 10 % zu erreichen, was unserer Ansicht nach als realistisch einzustufen ist. Das Gesamtpotenzial beziffert die Gesellschaft auf bis zu 200 Märkte, so dass die laufende Pipeline um bis zu 20 weitere Märkte verstärkt werden könnte.

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011/2012

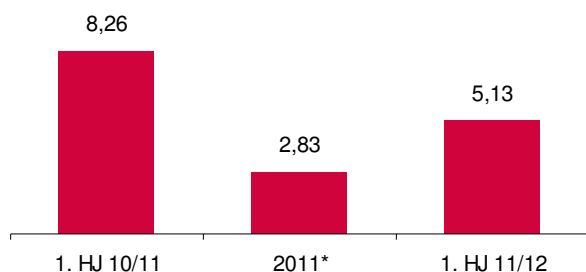
in Mio. €	1.HJ 2010/2011	Δ	1.HJ 2011/2012
Umsatzerlöse	8,20	-92,9 %	0,58
Gesamtleistung (GL)	8,26	-37,9 %	5,13
EBITDA (in % zur GL)	1,88	+42,3 %	2,68
EBIT (in % zur GL)	1,11	+66,9 %	1,86
EAT	0,75	+77,9 %	1,34

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

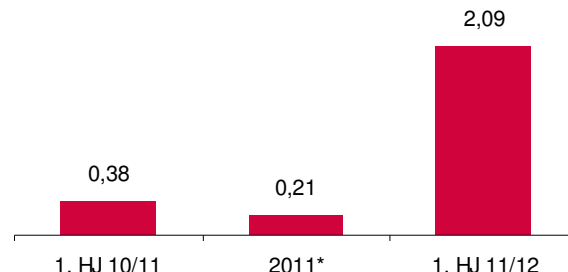
Ein Vergleich der Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2011/2011 zur Vorjahresperiode offenbart zunächst erhebliche Diskrepanzen. Der Ausweis eines Umsatzrückgangs von -92,9 % muss jedoch vor dem Hintergrund einer Strategieänderung von „forward sale“-Projekten hin zu eigenfinanzierten Projekten relativiert werden. Besonders die Tatsache, dass „forward sale“-Projekte bereits in der Projekterstellungsphase Umsätze generieren können, wohingegen eigenfinanzierte Projekte erst nach Projektabschluss umsatzwirksam werden, spielt hier eine wichtige Rolle.

Darüber hinaus gilt es eine weitere Besonderheit zu beachten. Eine direkte Auswirkung auf die Umsatz- und Ergebnissituation der EYEMAXX haben lediglich vollkonsolidierte Projekte. Künftig soll jedoch der Anteil der nicht vollkonsolidierten Projekte durch das Heranziehen eines Co-Finanzierers ausgebaut werden, was ebenfalls erhebliche Auswirkungen auf den Umsatzausweis der Gesellschaft bedeutet. Denn bei so genannten At-Equity bilanzierten Projektgesellschaften wird lediglich ein saldierter Ergebnisausweis im Beteiligungsergebnis vorgenommen.

Gesamtleistung 2007-2011 (in Mio. €)



At-Equity-Ergebnis (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG *Rumpfgeschäftsjahr 01.01.2011-31.10.2011

Ein Vergleich der Gesamtleistung zum Rumpfgeschäftsjahr 2011 (01.01.2011-31.10.2011) offenbart dabei eine positive Tendenz. Das aktuelle Niveau von 5,13 Mio. € liegt um +81,3 % oberhalb der Vorjahres-Gesamtleistung. Dieser Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der deutlichen Zunahme des At-Equity-Ergebnisses, welches von 0,21 Mio. € (Rumpfgeschäftsjahr 2011) auf 2,09 Mio. € zugelegt hat. Das At-Equity-Ergebnis repräsentiert den Projektfortschritt von nicht vollkonsolidierten Beteiligungsgesellschaften und wird künftig eine wichtigere Rolle spielen.

Ebenfalls positiv auf die Entwicklung der Gesamtleistung haben sich Bewertungseffekte von zwei als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien ausgewirkt. EYEMAXX hatte in der abgelaufenen Berichtsperiode eine vollvermietete Logistikimmobilie in Linz, nach eigenen Angaben unterhalb des Leasingwertes, erworben. Positive Ergebniseffekte haben sich aus der fair value-Bewertung dieser Immobilie in Höhe von 0,33 Mio. € ergeben. Der Bewertungseffekt von insgesamt 1,33 Mio. € beinhaltet darüber hinaus einen positiven Kurseffekt aus einer serbischen Gesellschaft.

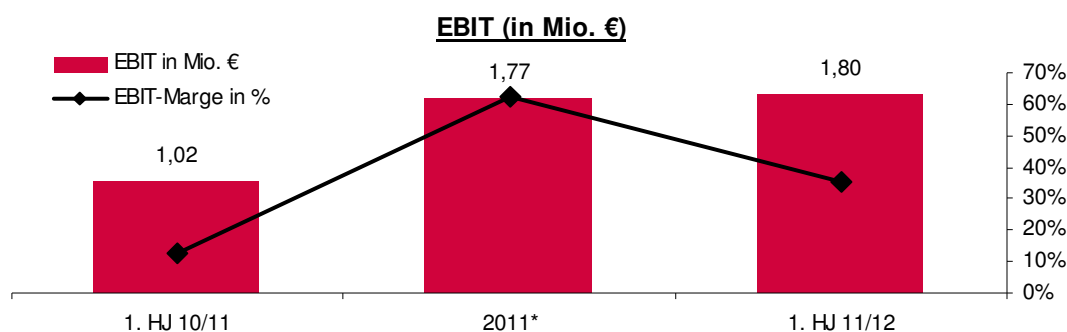
GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Ergebnisentwicklung 1.HJ 11/12

Die neue Unternehmensstrategie, wonach der Anteil der At-Equity-Gesellschaften ausgebaut werden soll, hat auch einen erheblichen Einfluss auf den Kostenausweis auf Holdingebene. Da die Projektkosten auf Ebene der Projektgesellschaft anfallen, finden diese keinen expliziten Eingang in der Gewinn- und Verlustrechnung der EYEMAXX. Auf Holdingebene werden lediglich die Gewinne der Projektgesellschaften aufgezeigt, was in Konsequenz eine im Verhältnis zur Gesamtleistung nur unterdurchschnittliche Kostenentwicklung nach sich zieht.

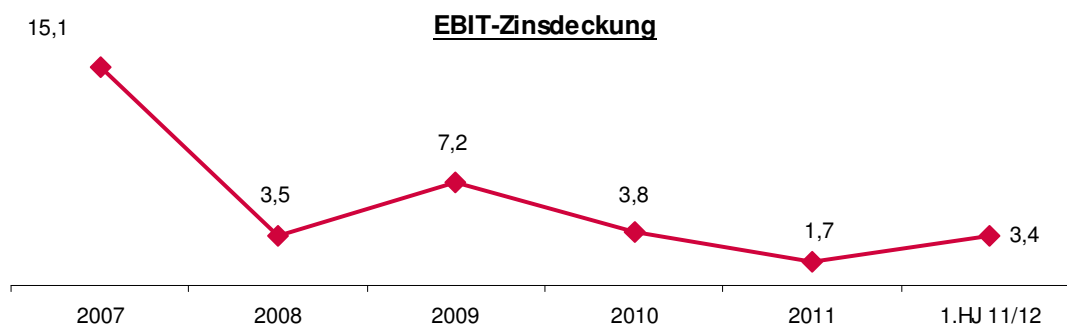
Die Situation, wonach die Kosten auf Ebene der Projektgesellschaften entstehen, wird an der Entwicklung der Materialkosten der abgelaufenen Berichtsperiode, gut sichtbar. Insgesamt sind in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2011/2012 rund 0,40 Mio. € angefallen. Dieses niedrige Niveau gibt darüber hinaus die noch geringe Bautätigkeit der vollkonsolidierten Projekte (insbesondere beim Serbischen Projekt) wieder. Gemäß Unternehmensstrategie dürften sich die Materialaufwendungen auf ein verhältnismäßig niedriges Niveau einpendeln.

Die übrigen Kostenpositionen, die vor diesem Hintergrund als Overhead-Kosten klassifiziert werden können, sind tendenziell auf 3,60 Mio. € (vergleichbare Vorjahresperiode: 2,04 Mio. €) angestiegen. Dafür verantwortlich zeichnen sich insbesondere mit 2,78 Mio. € die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche auch einmalige Aufwendungen im Rahmen der Konsolidierung von zwei Tschechischen Projektgesellschaft beinhalten.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG *Rumpfgeschäftsjahr 01.01.2011-31.10.2011

Durch die beschriebenen Effekte konnte die EYEMAXX eine positive Entwicklung des operativen Ergebnisses EBIT erzielen, welches den Wert des Vorjahreszeitraumes (1,02 Mio. €) deutlich übertraf. Diese operative Kennzahl ist dabei für Anleiheinvestoren besonders interessant, da das EBIT als Grundlage für die Entrichtung der Zinsaufwendungen dient. Gemessen wird dies durch den so genannten EBIT-Zinsdeckungsgrad, welcher das EBIT und die Zinsaufwendungen ins Verhältnis setzt.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die obige Grafik verdeutlicht dabei eine positive Entwicklung des EBIT-Zinsdeckungs-

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

grades, welcher in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2011/2012 deutlich auf 3,4 zulegen konnte. Diese Größenordnung liefert ein gutes Indiz dafür, dass die Gesellschaft gut in der Lage war, die durch die Anleiheemissionen gesteigerten Zinsaufwendungen aus dem operativen Geschäft zu stemmen.

Bilanzkennzahlen 30.04.2012

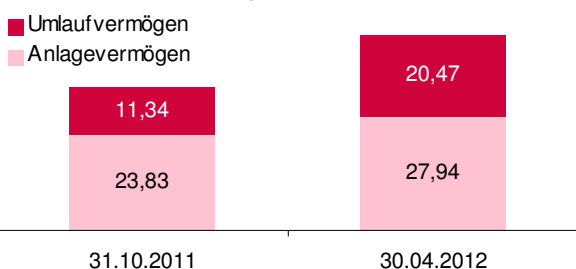
in Mio. €	31.10.2011	30.04.2012
Eigenkapital (EK-Quote)	14,85 (42,2 %)	15,33 (31,7 %)
zinstragende Verbindlichkeiten	12,11	23,51
Liquide Mittel	4,05	8,96
Working Capital	3,83	8,26
Anlagevermögen	23,48	27,59

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

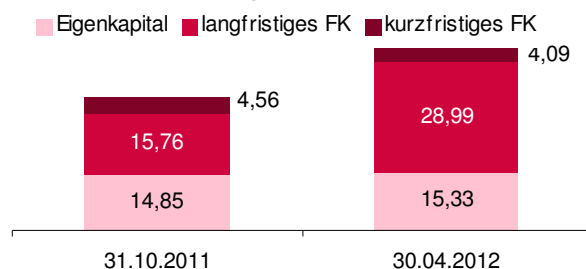
Die Vermögenslage der EYEMAXX ist zum Stichtag 30.04.2012 gegenüber der Geschäftsjahresbilanz zum 31.10.2011 insbesondere durch die Emission einer zweiten Unternehmensanleihe geprägt. Deutlich wird dies am signifikanten Anstieg der Anleiheverbindlichkeiten, welche innerhalb von sechs Monaten von 10,48 Mio. € (31.10.11) auf 22,84 Mio. € zugelegt haben. Die Platzierung der zweiten, mit einem Kupon von 7,75 % ausgestatteten Unternehmensanleihe, wurde mit einem Zeichnungsstand von 11,45 Mio. € erfolgreich beendet.

Der zur Finanzierung von Immobilienprojekten emittierte Corporate Bond zeigte sich passivseitig für den Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten auf 23,51 Mio. € (31.10.11: 12,11 Mio. €) verantwortlich. Damit einhergehend weitete sich das Umlaufvermögen der Gesellschaft, hauptsächlich durch einen Anstieg der liquiden Mittel und sonstigen Forderungen auf 20,47 Mio. € (31.10.11: 11,34 Mio. €), aus. Die sonstigen Forderungen repräsentieren im Wesentlichen vergebene Kredite an verbundene Unternehmen, welche im Gegenzug Grundstücke zur Besicherung der Anleihe bereitgestellt haben.

Entwicklung Aktiva (in Mio. €)



Entwicklung Passiva (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Das Anlagevermögen kletterte demgegenüber von 23,83 Mio. € (31.10.11) auf 27,94 Mio. € nur unterproportional an. Im Wesentlichen wird das Anlagevermögen der Gesellschaft durch das im Geschäftsjahr 2011 vollkonsolidierte Log Center d.o.o. Beograd (Serbien) dargestellt. Das Log Center ist Eigentümerin eines 49 ha großen Grundstückes in Serbien, auf dem mehrere Projekte (Factory Outlet Center, Fachmarktzentrum, Logistikzentrum) realisiert werden.

Erwähnenswert ist die für Immobilienunternehmen unverändert hohe Eigenkapitalquote. Bei einem Eigenkapital von 15,33 Mio. € (31.10.11: 14,85 Mio. €) weist die EYEMAXX eine Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag von 31,7 % (31.10.11: 42,2 %) auf. Der Rückgang der Eigenkapitalquote resultiert dabei lediglich aus der aufgezeigten Ausweitung der Bilanzsumme.

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Prognosen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2011/2012e	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e
Gesamtleistung (GL)	2,83	7,55	11,15	13,95
EBITDA (Marge auf GL)	1,94 (68,6 %)	3,40 (45,0 %)	6,15 (55,2 %)	7,70 (55,2 %)
EBIT (Marge auf GL)	1,77 (62,5 %)	3,23 (42,7 %)	5,98 (53,6 %)	7,53 (53,9 %)
Jahresüberschuss	1,35	2,49	5,39	7,39

Quelle: GBC AG

Sowohl die umfangreiche Projektpipeline als auch die künftige Strategie der Gesellschaft dienen als Grundlage der von uns ausformulierten Gesamtleistungs- und Ergebnisprognosen. Die bis zum Ende des Geschäftsjahres 2013/2014 abzuarbeitende Projektpipeline weist dabei ein Gesamtinvestitionsvolumen von rund 111,00 Mio. € auf. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Finanzierung der Projektpipeline in wesentlichen Teilen gesichert ist.

Dabei strebt die EYEMAXX bei den einzelnen Projekten, welche in entsprechenden Projektgesellschaften ausgelagert sind, einen Finanzierungsmix von 30 % Eigenkapital und 70 % Fremdkapital auf und somit beläuft sich der Eigenkapitalbedarf auf Ebene der Projektgesellschaften auf maximal 33,30 Mio. €. Durch die erfolgten Emissionen der beiden Unternehmensanleihen konnte insgesamt ein Anleihevolumen von 24,41 Mio. € eingeworben werden. Gemäß Verwendungszweck stehen hiervon für neue Projekte insgesamt 12,13 Mio. € zur Verfügung. Diese Mittel, welche auf Ebene der EYEMAXX Fremdkapital darstellen, können als eigenkapital-ersetzende Mittel den Projektgesellschaften weitergereicht werden.

Zusätzlich dazu soll der überwiegende Teil der Projekte unter Einbezug eines Finanzierungspartners realisiert werden. Gemäß Beteiligungsstruktur soll der Finanzierungspartner zu 60 % an der jeweiligen Projektgesellschaft beteiligt sein und dementsprechend beläuft sich die anvisierte Beteiligungsquote der EYEMAXX auf 40 %. Im Zuge einer vereinbarten schiefen Gewinnverteilung beschränkt sich der Ertragsteil des Finanzierungspartners auf eine jährlich vereinbarte Verzinsung auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 12,75 %. Dieses Konstrukt hat den Vorteil, dass die EYEMAXX die Projektgesellschaft künftig nicht mehr vollkonsolidieren muss und damit keine Bilanzausweitung (auch auf Ebene des Fremdkapitals) stattfindet. Darüber hinaus geht diese Vorgehensweise mit für die EYEMAXX erheblichen Steuereinsparungen einher. Denn das bereits auf Projektebene besteuerte Beteiligungsergebnis wird auf Holdingebene lediglich mit einer 5%igen Bemessungsgrundlage herangezogen.

Die erlösten Mittel aus den Anleiheemissionen, der Einbezug eines Projektpartners sowie die Tatsache, dass zwischenzeitliche Projektveräußerungen auch Finanzmittel freisetzen, gewähren eine ausreichende Finanzierung der nachfolgenden Projektpipeline (bis 2014).

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen	Geplante Fertigstellung
FMZ Pelhrimov (PL)	2,1 Mio. €	Frühjahr 2013
FMZ Kittsee (A)	14,3 Mio. €	Frühjahr 2013
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	Frühjahr 2013
FOC Belgrad (SRB)	13,2 Mio. €	Herbst 2013
FMZ Polen III	3,2 Mio. €	Herbst 2013
FMZ Kolin (CZ)	3,2 Mio. €	Herbst 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,1 Mio. €	Frühjahr 2014
FMZ Malbork (PL)	5,8 Mio. €	Frühjahr 2014
FMZ Louny (CZ)	6,5 Mio. €	Frühjahr 2014
FMZ Prerov (CZ)	11,1 Mio. €	Frühjahr 2014

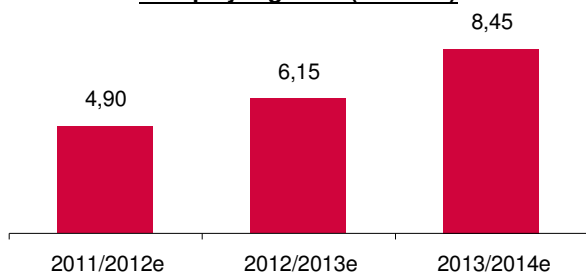
GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Logistikzentrum Belgrad (SRB)	15,6 Mio. €	Frühjahr 2014
Logistikzentrum NIS (SRB)	10,6 Mio. €	Frühjahr 2014
FMZ Polen IV	5,8 Mio. €	Frühjahr 2014
FMZ Belgrad (SRB)	13,9 Mio. €	Herbst 2014

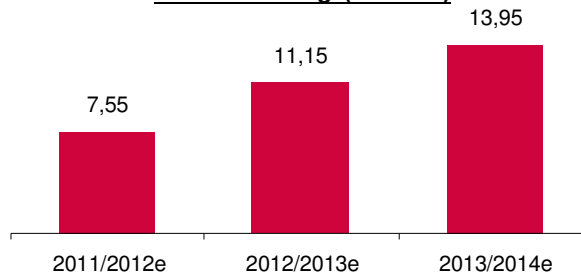
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Gemäß Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projektentwicklungen in der Regel nicht vollkonsolidiert werden, stellen unsere erwarteten Umsatzerlöse dabei lediglich die Dienstleistungsumsätze sowie Mieterträge (bspw. Logistikimmobilie Linz) dar. Der wesentliche Beitrag zur Gesamtleistung werden die Beteiligungserträge von At-Equity bilanzierten Projektgesellschaften sein, welche als saldierte Größe in die Gesamtleistung einfließen. Bezieht man den geplanten Deckungsbeitrag innenfinanzierter Projekte von etwa 25,0 % mit ein, so ergibt sich alleine aus den Projekten bis zum Ende des GJ 2013/2014 ein potenzieller Deckungsbeitrag (Beteiligungsergebnis) von etwa 24,00 Mio. €. Nach Abzug des Ergebnisanteils des Co-Finanzierers beläuft sich der Deckungsbeitrag auf etwa 21,00 Mio. €. Wir sind konservativ vorgegangen und rechnen bis zum Geschäftsjahr 2013/2014 mit einem Beteiligungsergebnis von 19,50 Mio. €, welches wir entsprechend unserer Erwartungen der Projektfortschritte folgendermaßen aufteilen:

At-Equity Ergebnis (in Mio. €)



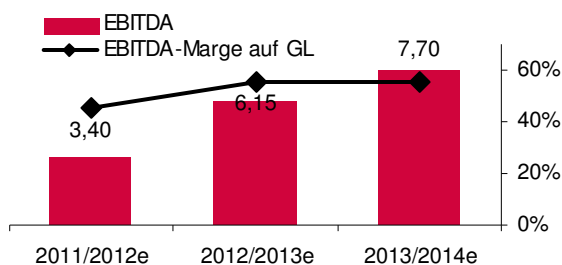
Gesamtleistung (in Mio. €)



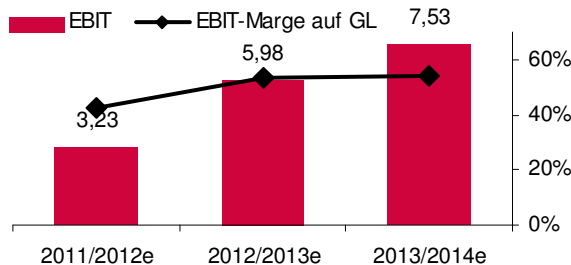
Quelle: GBC AG

Zuzüglich der erwarteten Miet- sowie Dienstleistungserträgen dürfte daher die Gesamtleistung in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive zunehmen. Parallel hierzu rechnen wir ebenfalls mit einem stetigen Anstieg des operativen Ergebnisses. Auch hier spielt die Tatsache einer zunehmenden Projektentwicklung von nicht vollkonsolidierten Projekten eine wichtige Rolle, denn die hieraus erzielten Ergebnisse sind als Saldo zu verstehen und generieren daher einen nur unterproportionalen Materialkostenanstieg. Dies ist der wesentliche Grund für die Erwartung zunehmender Ergebnismargen.

EBITDA und EBITDA-Marge (in %)



EBIT (in Mio.€) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

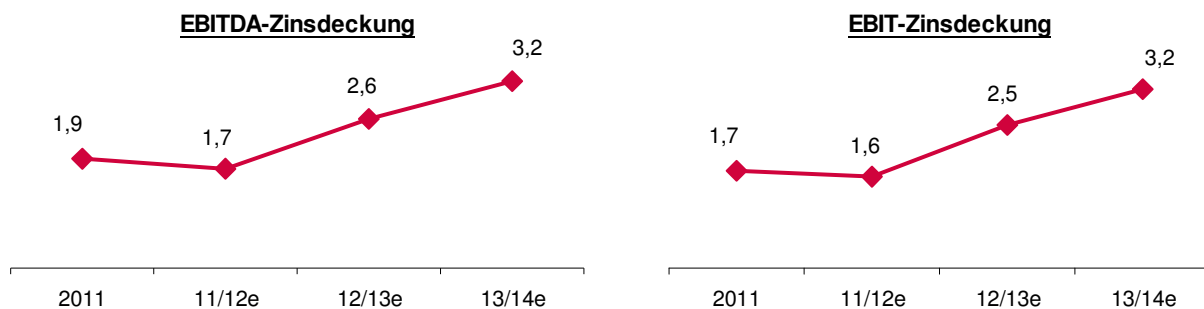
GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Entwicklung Bonitätskennzahlen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 11/12e	GJ 12/13e	GJ 13/14e
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,89	1,70	2,58	3,24
EBIT-Zinsdeckungsgrad	1,72	1,62	2,51	3,16
Total Debt/EBITDA	6,24	7,88	4,42	3,58
Total Net Debt/EBITDA	4,15	7,42	4,11	3,22
ROCE	6,5 %	7,1 %	11,7 %	13,2 %
EK-Quote	42,2 %	35,6 %	41,4 %	47,2 %

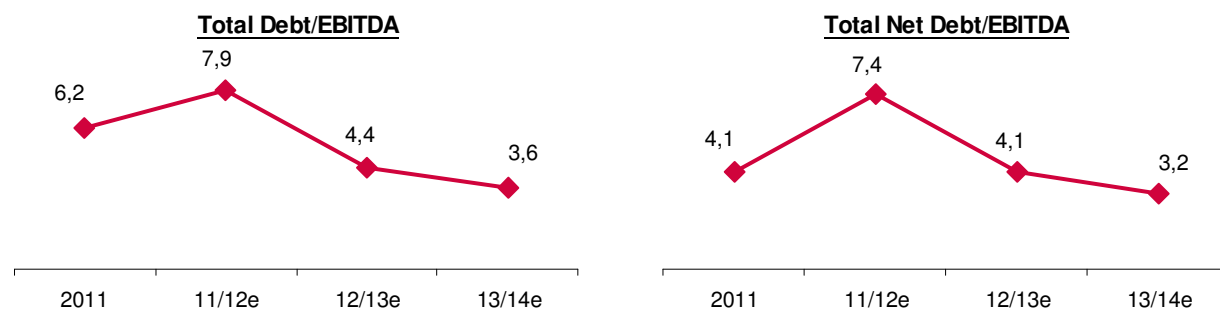
Quelle: GBC AG

Einen besonderen Stellenwert für Anleihegläubiger nehmen die Zinsdeckungsgrade (auf Basis des EBITDA und des EBIT) ein, da diese Kennzahlen einen Anhaltspunkt darüber geben, ob die Gesellschaft in der Lage ist die Anleihezinszahlungen aus dem operativen Geschäft zu entrichten. Größenordnungen oberhalb der Marke von 1 gelten dabei in der Regel als solide. Im Zuge des auf den vorangegangenen Seiten dargestellten erwarteten Ergebnisanstiegs, dürften die Zinsdeckungsgrade in den nächsten Geschäftsjahren zunehmen. Diese Entwicklung berücksichtigt zudem ab dem GJ 2012/2013 ein höheres Niveau der Anleihezinsen, welche im angesprochenen Geschäftsjahr erstmalig ganzjährig einbezogen sind. Langfristig erwarten wir sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis Zinsdeckungsgrade oberhalb von 3,0, was wir als sehr solide werten:



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus wird die Gesellschaft aus steuerlichen Gründen den Projektgesellschaften Mezzanine-Kapital zur Verfügung stellen. Dieses Kapital soll plangemäß mit 12,75 % verzinst werden und löst auf Holdingebene Zinserträge aus. Somit liegt das erwartete Finanzergebnis deutlich oberhalb des Anleihe-Zinsaufwandes. Die Zinsdeckungsgrade berücksichtigen jedoch diesen Umstand nicht und sind daher als konservativ zu werten.



Quelle: GBC AG

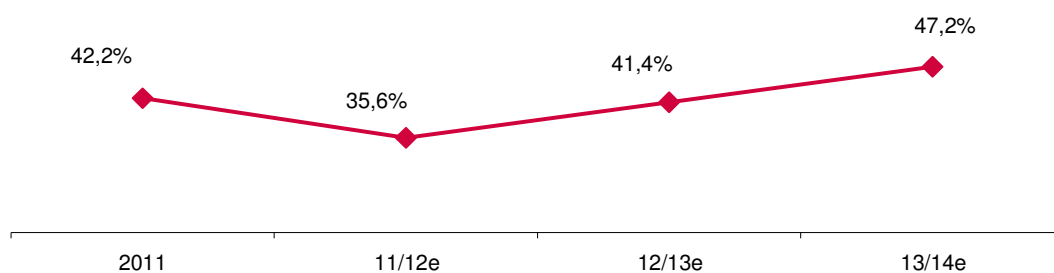
Ebenfalls von hoher Bedeutung für Anleihegläubiger sind die Verschuldungskennzahlen Total Debt/EBITDA sowie Total Net Debt/EBITDA, welche einen guten Anhaltspunkt dar-

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

über geben, in wie viel Jahren die Gesellschaft aus dem operativen Geschäft eine Entschuldung bewerkstelligen kann. Infolge der erwarteten Ergebnissteigerungen dürfte sich die Unternehmensverschuldung in den nächsten Geschäftsjahren deutlich verbessern.

Die Emission der zwei Unternehmensanleihen hat bereits zu einer Reduktion der Eigenkapitalquote (siehe Seite 6 dieser Researchstudie) geführt. In den kommenden Geschäftsjahren wird sich jedoch diese Kennzahl insbesondere aufgrund der erwartet positiven Nachsteuerergebnisse ebenfalls deutlich verbessern. Erwähnenswert sind zugleich die positiven Effekte aus der Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projektgesellschaften in der Regel nicht mehr vollkonsolidiert werden sollen. Somit werden auch die Fremdkapitalanteile, welche laut Planung rund 70 % ausmachen sollen, nicht auf Holdingebene konsolidiert und dies führt in Konsequenz zu einer deutlichen Reduktion der Bilanzsumme. Dementsprechend sollte auch künftig die EK-Quote wieder überdurchschnittlich hoch ausfallen.

EK-Quote



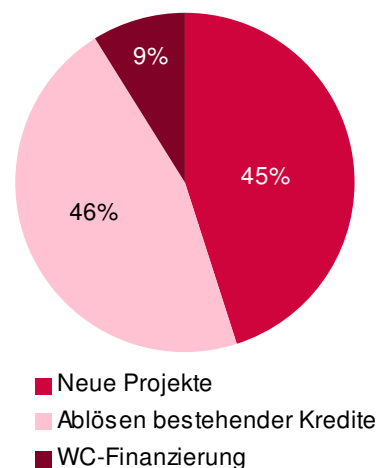
Quelle: GBC AG

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Eckdaten Unternehmensanleihe

Stammdaten der 7,50 % Eyemaxx Real Estate - Anleihe	
ISIN:	DE000A1K0FA0
WKN:	A1K0FA
Emissionsvolumen:	bis 25,00 Mio. €
Finaler Zeichnungsstand:	12,96 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (5 Jahre):	26.07.2011 - 25.07.2016
Kupon:	7,50 % p.a.
Kuponzahlungen:	jährlich zum 26. Juli
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Börsennotierung:	Entry Standard Frankfurt
Anleiherating (aktualisiert zum 22.06.12):	BBB+

Mittelverwendung in %



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Gemäß Wertpapierprospekt war der wesentliche Teil der aus der Emission erlösten Mittel zur Ablösung bestehender Kredite für Sicherungsobjekte sowie für die Finanzierung neuer Projekte geplant. Vom ursprünglich geplanten Emissionsvolumen in Höhe von 25,00 Mio. € wurden insgesamt 12,96 Mio. € platziert, was einer Quote von über 50 % entspricht. Entsprechend der Platzierungsquote wird auch die im Wertpapierprospekt der EYEMAXX-Unternehmensanleihe (2011/2016) aufgeführte Mittelverwendung angepasst.

Ursprünglich war dabei die umfangreiche Besicherung mit erst- und zweitrangigen Grundrechten geplant. Zur Realisierung des Sicherungskonzeptes mussten bestehende Darlehen der Sicherungsobjekte abgelöst werden, um somit die Vorrangigkeit der Grundpfandrechte für die Anleihegläubiger umzusetzen. Zur Verfügung standen im Wesentlichen erstrangige Grundpfandrechte in Österreich und Deutschland in Höhe von 20,10 Mio. €. Zur kompletten Besicherung des Anleihevolumens von 25,00 Mio. € war zusätzlich hierzu die Eintragung einer Hypothek zweiten Ranges auf eine österreichische Immobilie geplant.

Aufgrund des finalen Zeichnungsstandes jedoch, welcher in etwa 50 % des geplanten Anleihevolumens entspricht, war die Eintragung einer zweitrangigen Besicherung nicht mehr notwendig. Daher ist die grundpfandrechtliche Besicherung der Unternehmensanleihe ausschließlich erstrangiger Natur. Folgende Objekte fungieren derzeit als erstrangige Sicherungsobjekte für die EYEMAXX-Unternehmensanleihe (2011/2012):

Ort	Art des Objektes	Verkehrswert lt. Gutachten	Besicherungshöhe
Wuppertal	Logistik / Büro	4,46 Mio. €	4,96 Mio. €
Aachen	Logistik / Büro	1,58 Mio. €	1,58 Mio. €
Zell am See	Büro/Wohnung/ Geschäft	3,88 Mio. €	3,88 Mio. €
Hennersdorf	Wohnhaus	0,47 Mio. €	0,47 Mio. €
Wien	Wohnungen	0,65 Mio. €	0,65 Mio. €
Leopoldsdorf	Wohnungen	1,14 Mio. €	1,20 Mio. €
Summe		12,19 Mio. €	12,74 Mio. €

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Analog zur geminderten Besicherungshöhe reduzierten sich auch die abzulösenden Darlehensbeträge für die vorgenannten Sicherungsobjekte. Insgesamt hat die EYEMAXX Darlehen in Höhe von 5,75 Mio. € abgelöst um somit eine erstrangige Besicherung für die Anleihegläubiger umzusetzen. Demnach wurden insgesamt 44,4 % des Emissionserlöses für das Sicherungskonzept aufgewendet. Diese Größenordnung entspricht der von der Gesellschaft im Rahmen der Emission kommunizierten Mittelverwendung.

Flankierend hierzu hat sich die Gesellschaft verpflichtet, für die Dauer der Anleihelaufzeit die Mieteinnahmen der Sicherungsobjekte zu verpfänden. Derzeit belaufen sich diese auf 0,87 Mio. € jährlich und decken somit nahezu den kompletten Zinsdienst der EYEMAXX-Unternehmensanleihe (2011/2016) ab. Aufgrund der Tatsache, dass sich die genannten Objekte über Objektgesellschaften im unmittelbaren Eigentum des EYEMAXX-Vorstands Dr. Müller befinden, haftet dieser gegenüber den Anleihegläubigern mit seinem persönlichen Eigentum.

Schließlich wurde als weitere Sicherheit eine Ausschüttungssperre vereinbart. Demnach verpflichtet sich die Gesellschaft während der Anleihelaufzeit keine Gewinnausschüttungen vorzunehmen, die zu einem Absinken des Konzerneigenkapitals unterhalb der Marke von 14,00 Mio. € führen.

Nicht zuletzt aufgrund dieser umfangreichen Sicherungsrechte hat die Creditreform Rating AG in einem Update des Emissionsratings das Rating „BBB+“ bestätigt. Dies ist insofern als Erfolg zu werten, als in den vergangenen Monaten bei den Mittelstandsanleihen im Rahmen von Ratingupdates tendenziell Verschlechterungen der Ratingnoten sichtbar wurden.

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Anleihebewertung/Marktvergleich

Unternehmen	Kupon	Restlaufzeit in Jahren	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse ^{*1}	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
								Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG (2010/2015)	6,750%	3,2	4,171%	15.09.2010	BBB	50,00	ja	30	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500%	3,6	10,016%	08.02.2011	B+	50,00	ja	30	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125%	3,6	18,873%	01.03.2011	BBB-	100,00	nein	7	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250%	3,7	7,161%	01.04.2011	BBB	80,00	nein	60	nein	ja
Golden Gate AG	6,500%	2,2	8,017%	11.04.2011	BBB	30,00	nein	60	nein	nein
Semper Idem Underberg	7,125%	3,8	4,474%	20.04.2011	BB+	50,00	nein	k.A.	nein	ja
Valensina GmbH	7,375%	3,8	6,099%	28.04.2011	BB-	50,00	nein	45	nein	ja
SeniVita GmbH	6,500%	3,8	4,198%	17.05.2011	BBB+	15,00	nein	15	nein	ja
Albert Reiff GmbH	7,250%	3,9	4,789%	27.05.2011	BBB	30,00	nein	30	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,450%	3,9	6,403%	01.06.2011	BB+	25,00	ja	60	ja	ja
KTG Agrar AG (2011/2017)	7,125%	4,9	6,838%	06.06.2011	BBB	70,00	nein	30	nein	nein
Katjes International GmbH	7,125%	3,9	5,739%	19.06.2011	BB+	45,00	nein	k.A.	nein	ja
e.n.o. energy GmbH	7,375%	4,0	8,926%	30.06.2011	BB+	25,00	ja	3	ja	ja
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	7,250%	4,0	6,135%	15.07.2011	BB	30,00	nein	30	nein	ja
Windreich AG (2011/2016)	6,500%	4,0	21,508%	15.07.2011	BBB+	75,00	ja	30	nein	ja
Procar Automobile GmbH & Co. KG	7,750%	4,2	6,966%	14.10.2011	BBB	30,00	nein	7	ja	ja
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	6,750%	4,3	4,398%	26.10.2011	BBB	30,00	nein	7	nein	ja
Royalbeach GmbH	8,125%	4,3	9,299%	28.10.2011	BB+	25,00	nein	30	ja	ja
hkw Personalkonzepte GmbH	8,250%	4,3	9,401%	15.11.2011	BBB	10,00	nein	60	ja	ja
Textilkontor Walter Seidensticker	7,250%	5,7	5,765%	12.03.2012	BB+	30,00	nein	15	ja	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	7,750%	5,3	7,339%	11.04.2012	BBB+	15,00	ja	nein	ja	nein
Ekosem-Agrar GmbH	8,750%	4,7	7,920%	23.03.2012	BB+	50,00	nein	30	nein	ja
MT-Energie GmbH	8,250%	4,7	8,356%	04.04.2012	BBB-	30,00	nein	5	ja	nein
MITEC Automotive AG	7,750%	4,7	8,313%	30.03.2012	BBB-	50,00	nein	k.A.	nein	ja
GOLFINO AG	7,250%	4,7	6,504%	05.04.2012	BBB-	12,00	nein	30	nein	ja
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	7,250%	4,7	8,716%	11.04.2012	BB	25,00	nein	30	nein	ja
Günther Zamek GmbH & Co.KG	7,750%	4,8	6,997%	15.05.2012	BB	35,00	nein	7	ja	ja
Maritim Vertriebs GmbH	8,250%	2,4	8,734%	01.06.2012	BB+	25,00	nein	ja	nein	ja
Schalke 04 e.V.	6,750%	7,0	7,584%	11.06.2012	BB	50,00	ja	15	nein	nein
Steilmann-Boecker GmbH	6,750%	4,9	6,922%	27.06.2012	BBB	30,00	ja	k.A.	nein	nein
Mittelwert	7,361%		7,885%							
Median	7,250%		7,079%							
EYEMAXX Real Estate AG (2011/2016)	7,500%	4,0	6,344%	26.07.2011	BBB+	25,00	ja	60	ja	nein

*1 Kurse zum 16.07.2012

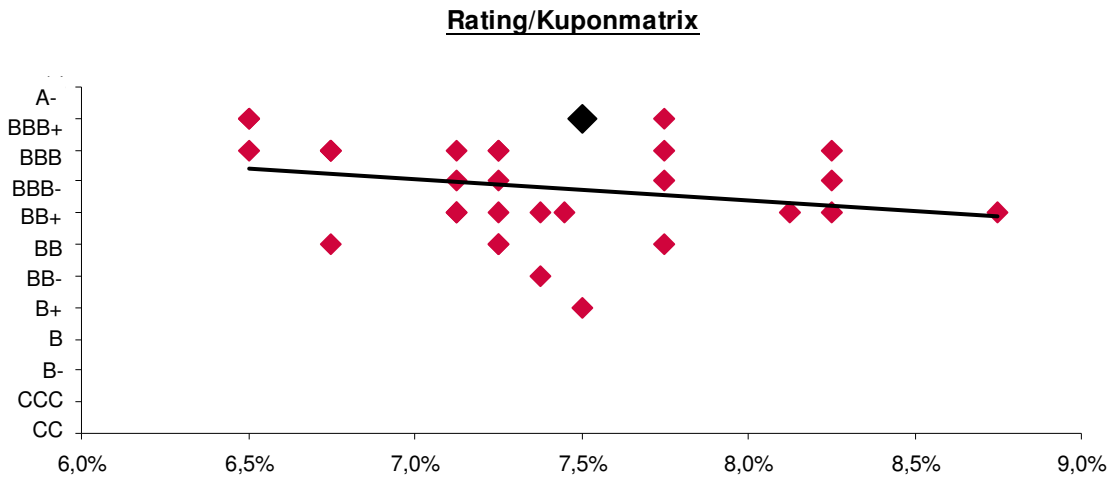
Wir haben die EYEMAXX-Anleihe einem Marktvergleich unterzogen. Dieser berücksichtigt Mittelstandsanleihen der Qualitätssegmente „Bondm“, „mittelstandsmarkt“ und „Entry Standard“, welche in den Jahren 2010-2012 emittiert wurden und über ein derzeit gültiges Rating verfügen. Im Rahmen dieses Marktvergleichs soll in erster Linie eine Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale der Anleihen ermöglicht werden, um somit die Attraktivität untersuchen zu können.

Wie dem obigen Marktvergleich zu entnehmen, ist der EYEMAXX Real Estate AG - Bond (2011/2016) insbesondere hinsichtlich des Nominalzinses (Kupon) mit 7,50 % überdurchschnittlich gut ausgestattet. Angesichts der Tatsache einer guten Kursentwicklung der Unternehmensanleihe, liegt der EYEMAXX-Bond jedoch unterhalb des Marktdurchschnitts. Dies ist als eine Folge von Anleihenotierungen zu verstehen, die im Durchschnitt Kursni-

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

veaus unter pari (< 100 %) aufweisen und damit höhere Effektivzinsen nach sich ziehen.

Wird im nächsten Schritt das Risiko (hier zunächst ausgedrückt durch das Anleiherating der Creditreform Ratig AG) der Anleihe mit in den Marktvergleich einbezogen, so wird bereits in dieser vereinfachten Betrachtung eine überdurchschnittliche Attraktivität der EYEMAXX-Anleihe ersichtlich. Es gilt hier jedoch zu beachten, dass der Großteil der Ratings des umseitig dargestellten Marktvergleiches auf Emittentenbasis ohne Anleihebezug vorgenommen wurde und daher eine nur eingeschränkte Vergleichbarkeit möglich ist. Folgende Rating/Effektivzins-Matrix stellt diesen Zusammenhang grafisch dar:



Quelle: GBC AG

In diesem ersten Schritt wird bereits eine überdurchschnittlich hohe Attraktivität des Chance-Risikoprofils der EYEMAXX-Anleihe ersichtlich. Im Marktvergleich (dargestellt durch eine Regressionsanalyse) weist daher der im vorliegenden Report untersuchte Corporate Bond eine im Vergleich zur Bonität verhältnismäßig hohe Kuponausstattung auf.

Eine aussagekräftige Vergleichbarkeit und Beurteilung der Attraktivität der EYEMAXX-Anleihe kann jedoch nur auf Ebene der Anleihe unter Berücksichtigung der Ausgestaltungsmerkmale erfolgen. Wir haben daher die Unternehmensratings der im Marktvergleich einbezogenen Gesellschaften um die Ausgestaltungsmerkmale der Anleihen erweitert, um somit eine genauere Risikoeinschätzung für die Anleihegläubiger zu ermitteln. Im Zuge dieser Simulation haben wir auch die EYEMAXX Real Estate AG einem eigenen Emittentenrating unterzogen und dieses in gleicher Weise adjustiert. Folgende Punkte erachten wir für die Investoren und damit für die Bewertung als wichtig:

Unternehmensprognose (GBC):	Sofern vorhanden, wird das Emittenten-Rating um die Unternehmensprognosen adjustiert (Ermittlung eines zukunftsgerichteten Emittentenratings)
Historie der Gesellschaft:	Historie < 1 Jahr: Anpassung um -2 Risikopunkte (Abzug) Historie < 2 Jahre: Anpassung um -1 Punkt (Abzug) Historie >5 und < 10 Jahre: Anpassung um +0,25 Punkte Historie > 10 und < 20 Jahre: Anpassung um +0,5 Punkte Historie > 20 Jahre: Anpassung um +0,75 Punkte
Covenants:	Keine Schutzrechte: Anpassung um -0,5 Risikopunkte (Abzug) Standardschutzrechte (Zinsverzug): keine Anpassung Über die Schutzrechte hinausgehende Covenants: +0,25 Punkte je Covenant
Haftmittel:	Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung
Zinsintervall:	jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond

Transparenz:	Keine Notierung und keine Verpflichtung zur Transparenz im WP-Prospekt: -1 Punkt Notierung im unregulierten Markt und keine Transparenzverpflichtung: -0,5 Punkte Notierung im unregulierten Markt, aber Transparenzverpflichtung: -1 Punkt Notierung der Aktie od. Anleihe in einem Qualitätssegment: +0,5 Punkte Notierung der Aktie od. Anleihe im regulierten Markt: +0,75 Punkte
Laufzeit:	Anleihelaufzeit im Marktdurchschnitt: keine Anpassung Anleihelaufzeit über Marktdurchschnitt: -0,5 Punkte Anleihelaufzeit unter Marktdurchschnitt: +0,5 Punkte

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala aufgeschlüsselt. Auf Basis dieser Skalierung haben wir für die EYEMAXX Real Estate AG folgende Adjustierungen vorgenommen:

AAA	19
AA+	18
AA-	17
A+	16
A	15
A-	14
BBB+	13
BBB	12
BBB-	11
BB+	10
BB	9
BB-	8
B+	7
B	6
B-	5
CCC	4
CC	3
C	2
D	1

Risikopunktzahl Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen GJ 2011/2012):	10,00
Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 5 Jahre):	+0,25
Covenants (Zinsverzug, Ausschüttungssperre):	+0,25
Weitere Haftmittel (erstrangige Grundpfandrechte in Höhe von 12,19 Mio. € und damit über ca. 100 % des Anleihevolumens vereinbart):	+4,75
Zinsintervall (normales Zinsintervall mit jährlichen Zinszahlungen):	0,00
Transparenz (Aktiennotiz im regulierten Markt):	+0,75
Laufzeit der Anleihe (5 Jahre; damit überdurchschnittliche Laufzeit):	0,00
Anleiherating gesamt (adjustiert und gerundet):	16,00

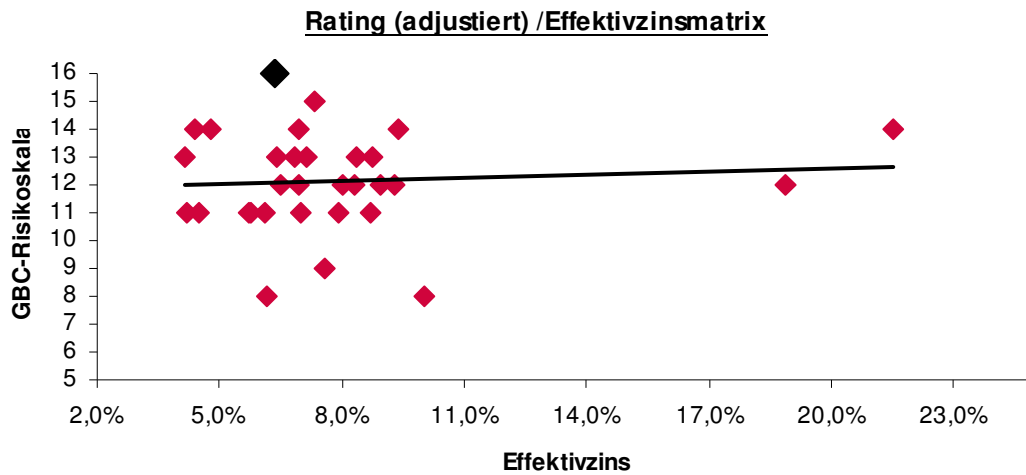
Quelle: GBC AG

Ausgehend von der selbst ermittelten Risikopunktzahl auf Emittentenebene in Höhe von 10,00 Punkten, haben wir entsprechend der obigen Tabelle unterschiedliche anleihebezogene Adjustierungen vorgenommen. Hier spielen die Haftmittel in Form von erstrangigen Grundschulden von Immobilien in Österreich und Deutschland eine wesentliche Rolle. Diese belaufen sich gemäß aktueller Verkehrsgutachten auf 12,19 Mio. € und decken somit nahezu das komplette Emissionsvolumen von 12,96 Mio. € ab. Dementsprechend haben wir eine Adjustierung von +4,75 Risikopunkten vorgenommen.

Mit der grundpfandrechtlichen Absicherung des Anleihevolumens nimmt dabei die EYEMAXX-Anleihe im Marktvergleich eine Alleinstellung ein. Vergleichbare Absicherungen sind dabei, mit Ausnahme der zweiten EYEMAXX-Unternehmensanleihe (2012/2017), in unserem dargestellten Marktvergleich nicht anzutreffen. Der überwiegende Teil der mittelständischen Anleihen verfügt dabei über keinerlei Haftmittel sowie weiteren Sicherheiten. Nach weiteren Adjustierungen (Gründungsjahr, vereinbarte Covenants, Zinsintervall, Transparenz sowie Laufzeit der Anleihe) ergeben sich gemäß unserer Bewertung in Summe 16,00 Risikopunkte (entspricht einem Anleiherisiko von „A+“).

Unter Zuhilfenahme der gleichen Aufschlüsselung haben wir die Unternehmen des Marktvergleichs ebenfalls Adjustierungen unterzogen und damit neue Risikomaße für diese Anleihen ermitteln können. In der folgenden bereinigten Risiko-Effektivitätsmatrix sind diese berücksichtigt:

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond



Anmerkung: Effektivzinsen wurden auf Basis der Kurse vom 16.07.2012 berechnet
Quelle: GBC AG

Wie der adjustierten Matrix zu entnehmen, liegt nun die EYEMAXX-Anleihe (2011/2016) aufgrund der guten Ausgestaltung und Merkmale und der damit verbundenen Risikoverbesserung oberhalb der aus dem Marktdurchschnitt ermittelten Regressionsgeraden. Die EYEMAXX-Anleihe liegt mit einem Abstand von +32,5 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher als stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC-Falken) einzustufen.

GBC Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,50 % Corporate Bond**Fazit - Anleihe weiterhin im Marktvergleich Stark überdurchschnittlich attraktiv**

Im Rahmen unserer Credit Research (Update)-Studie haben wir, aufbauend auf den Halbjahreszahlen 2011/2012, eine erneute Analyse der Potenziale der EYEMAXX Real Estate AG vorgenommen. Gleichzeitig haben wir die im Vorjahr emittierte erste Unternehmensanleihe der Gesellschaft (WKN: A1K0FA) erneut einem Marktvergleich unterzogen, um somit die Attraktivität des Wertpapiers zu untersuchen.

Unter Berücksichtigung der umfangreichen Projektpipeline der EYEMAXX Real Estate AG, welche gemäß Unternehmensangaben ein Volumen von über 110 Mio. € anbietet, haben wir deutliche Wachstumspotenziale erkennen können. Sowohl die gute Marktlage für Fachmarktzentren in den von der Gesellschaft adressierten Regionen, eine vorteilhafte Stellung der EYEMAXX Real Estate AG als auch die neue Unternehmensstrategie lassen dabei ein signifikantes Umsatz- und Ergebniswachstum erkennen.

Besonders herauszustellen ist dabei die neue Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projekte größtenteils bis zur Verkaufsreife durch den Einbezug eines Finanzierungspartners realisiert werden sollen. Speziell der Einbezug eines Finanzierungspartners, welcher die Mehrheit an den Projektgesellschaften halten soll, dessen Ertragsteil sich jedoch im Zuge einer vereinbarten schiefen Gewinnverteilung auf 12,75 % p.a. des eingesetzten Kapitals beschränkt, wird erhebliche Veränderungen in der Kapitalstruktur der EYEMAXX Real Estate AG nach sich ziehen. Demnach werden die künftigen Projektgesellschaften nicht mehr vollkonsolidiert was in Folge eine nur unterdurchschnittlichen Ausweitung der Bilanzsumme bedeutet. Der Einbezug des Projektpartners sowie die Emission der zwei Unternehmensanleihen sichern dabei das Finanzierungskonzept der Projektpipeline.

Im Zuge der Ausweitung der Geschäftstätigkeit dürften sich gemäß unseren Erkenntnissen auch die anleihebezogenen Bonitätskennzahlen verbessern. Erwähnenswert ist die Entwicklung der Zinsdeckungsgrade, deren positiv erwartete Entwicklung eine Ausweitung der Ergebnisrelationen bei einer soliden Entwicklung der Zinsaufwendungen wiedergeben. Langfristig dürften sich die Zinsdeckungsgrade (EBITDA- und EBIT) oberhalb der Marke von 3,0 einpendeln. Analog dazu erwarten wir eine rückläufige Entwicklung der Verschuldungsgrade sowie eine steigende Tendenz der Eigenkapitalquote. Hier spielt die Unternehmensstrategie, wonach eine Vollkonsolidierung der Projektgesellschaften nicht erfolgen wird, eine wichtige Rolle.

Der Marktvergleich der EYEMAXX-Unternehmensanleihe (2011/2016) verdeutlicht die hohe Attraktivität des Wertpapiers. Sowohl die umfangreichen Sicherungsrechte, welche in dieser Form bei den Marktvergleichs-Bonds nicht vorzufinden sind, als auch die gute Ratingeinstufung durch die Creditreform Rating AG (Ratingnote: BBB+) bedeuten ein attraktives Chance-Risikoprofil. Zur weiteren Bewertung haben wir auch die Ausgestaltungsmerkmale der EYEMAXX-Anleihe mit den Marktanleihen verglichen.

Gemäß unserem Bewertungssystem ergibt sich für die EYEMAXX-Anleihe eine im Marktvergleich sehr gute GBC-Risikopunktezahl von 16,0 Punkten. In Verbindung mit dem aktuellen Effektivzins liegt die EYEMAXX-Anleihe deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts (repräsentiert durch eine Regressionsanalyse) und daher stufen wir diese als stark überdurchschnittlich attraktiv ein und vergeben 5 GBC-Falken.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 30.9.2011 ein 5-stufiges absolutes Anleihe-Ratingsystem.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings lassen sich folgendermaßen einstufen:

Stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: 5

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortliche Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de