



Researchstudie (Anno)

EYEMAXX Real Estate AG



**Projektpipeline auf über 400 Mio. € ausgebaut;
Weiterer Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet;
Kursziel angehoben, Rating KAUFEN**

Kursziel: 15,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20**

EYEMAXX Real Estate AG^{*4;5a;5b;6a;10;11}

KAUFEN

Kursziel: 15,00 €
(bisher: 13,00 €)

aktueller Kurs: 11,27
13.3.2017 / 14:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94
WKN: AOV9L9
Börsenkürzel: BNT1
Aktienanzahl³: 4,290
Marketcap³: 48,35
EnterpriseValue³: 114,56
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
General Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Wohnprojekte, Pflegeheime und Gewerbeimmobilien

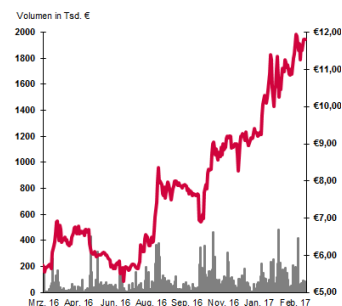
Mitarbeiter: 29 Stand: 31.10.2016

Gründung: 1996

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller

Die EYEMAXX Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen mit langjährigem, erfolgreichem Track Record mit dem Fokus auf Wohn-, Pflege- und Gewerbeimmobilien. Die Kernmärkte des Unternehmens sind Deutschland, Österreich sowie die CEE und SEE Länder. Die Geschäftstätigkeit von EYEMAXX basiert auf zwei Säulen. Dazu gehören zum einen renditestarke Projekte und zum anderen ein fortschreitender Aufbau eines Bestands an vermieteten Gewerbeimmobilien, der laufende Mieterträge und damit stetige Zahlungsströme generiert. EYEMAXX baut dabei auf die Expertise eines erfahrenen Managements von Immobilienprofis und auf ein etabliertes und starkes Netzwerk, das zusätzlichen Zugang zu attraktiven Immobilien und Projekten eröffnet. So konnte die Projektpipeline auf mittlerweile rund 400 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios auf 3,9 Mio. Euro erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere Anleihen gegeben, die im Entry Standard gelistet sind.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2016	31.10.2017e	31.10.2018e	31.10.2019e
Gesamtleistung	18,25	20,08	20,74	22,94
EBITDA	10,45	13,08	13,60	15,66
EBIT	10,24	12,86	13,38	15,44
Jahresüberschuss	5,85	8,68	10,46	12,59

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,36	2,02	2,44	2,94
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,30	0,40

Kennzahlen

EV/Gesamtleistung	6,28	5,70	5,52	4,99
EV/EBITDA	10,96	8,75	8,42	7,32
EV/EBIT	11,19	8,90	8,56	7,42
KGV	8,26	5,57	4,62	3,84
KBV	1,27			

Finanztermine

31.07.17: HJ-Bericht 2016/2017

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

21.12.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

01.12.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

13.10.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

05.08.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

06.05.2016: RS / 10,90 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015/2016 (GJ-Ende: 31.10.2016) hat die EYEMAXX Real Estate AG mehrere Projekte erfolgreich veräußert, fertiggestellt oder mit der Fertigstellung begonnen. Zudem wurde sowohl die Projektpipeline als auch das Bestandsportfolio erheblich ausgeweitet. Die Projektpipeline umfasst derzeit ein Volumen von ca. 400 Mio. € und bildet damit eine umfangreiche und aussagekräftige Basis für die künftige Geschäftsentwicklung der EYEMAXX.
- Innerhalb der Pipeline sticht besonders das in 2016 erworbene Mannheimer Projekt „Postquadrat“, das mit einem Volumen von über 170 Mio. € größte Projekt der Unternehmensgeschichte, hervor. Bis 2019 soll dieses Projekt innerhalb eines Joint Venture (Partner ist der ehemalige conwert SE-Gründer Johann Kowar) in mehreren Bauabschnitten realisiert werden. Nach dem Abschluss der vorbereitenden Maßnahmen steht der Beginn des ersten Bauabschnitts unmittelbar bevor. Für dieses Projekt steht eine Teilveräußerung zu einem Kaufpreis von 45 Mio. € unmittelbar bevor. Gemäß aktueller Unternehmensmeldung wurde mit einem Investor eine mündliche Einigung über den Verkauf der beiden geplanten Hotels sowie der angeschlossenen Serviced Apartments erzielt.
- Für die Finanzierung dieses Projektes sowie der weiteren, vornehmlich innerhalb von nicht vollkonsolidierten Gemeinschaftsunternehmen erfassten Projektpipeline, sehen wir die Übergabe und damit den Liquiditätszugang von bereits vorab veräußerten Projekten als wichtigen Baustein an. Mit der geplanten Übergabe von Projekten in Leipzig, Klein Lengden, Potsdam sowie der noch anstehenden Veräußerung des Logistikprojektes LogMaxx Alpha dürfte die EYEMAXX einen nennenswerten Liquiditätszufluss erhalten. Zudem plant die Gesellschaft noch im ersten Halbjahr 2017 die Emission einer weiteren Wandelanleihe.
- Für unsere Prognosen gehen wir davon aus, dass die Finanzierung der Projektpipeline damit weitestgehend sichergestellt sein dürfte. Zumal die Gesellschaft bei einer aktuellen Eigenkapitalquote in Höhe von 31,9 % noch Potenzial hat, auf weitere Finanzierungsoptionen zurückzugreifen. Auf dieser Basis rechnen wir mit einem weiteren Ausbau der Gesamtleistung auf bis zu 22,94 Mio. € (GJ 2018/2019). Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte die EYEMAXX mit 18,25 Mio. € (VJ: 16,53 Mio. €) die Gesamtleistung weiter ausgebaut.
- Grundsätzlich rechnen wir mit einer Fortsetzung des hohen Rentabilitätsniveaus. Nachdem im Geschäftsjahr 2015/2016 eine auf die Gesamtleistung bezogene EBIT-Marge von 56,1 % erreicht wurde, gehen wir sogar von einer tendenziellen Ausweitung des Margenniveaus aus. Bis zum Geschäftsjahr 2018/2019, der Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, prognostizieren wir eine EBIT-Marge in Höhe von 67,3 % und dementsprechend rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 15,44 Mio. €.
- Ausgehend von unseren konkreten Prognosen haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells einen neuen fairen Unternehmenswert von 15,00 € je Aktie ermittelt und heben damit unser bisheriges Kursziel (bisher: 13,00 €) an. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus verfügt die EYEMAXX-Aktie über weiteres Kurspotenzial und daher vergeben wir erneut das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

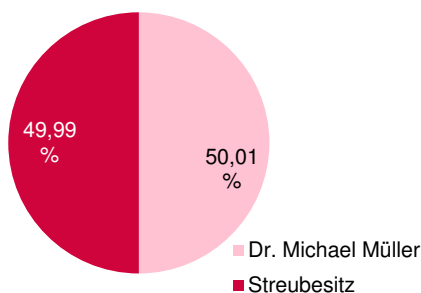
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur zum 31.10.2016	4
Geschäftsmodell	4
Highlights des Geschäftsjahres 2015/2016	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung	8
Geschäftsentwicklung 2015/2016	8
Ertragsentwicklung 2015/2016	8
Ergebnisentwicklung 2015/2016	9
Vergleich zu den GBC-Schätzungen	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.10.2016	11
Prognose und Bewertung	13
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Bewertung EYEMAXX-Anleihe (DE000A2AAKQ9)	18
Anhang	20

UNTERNEHMEN

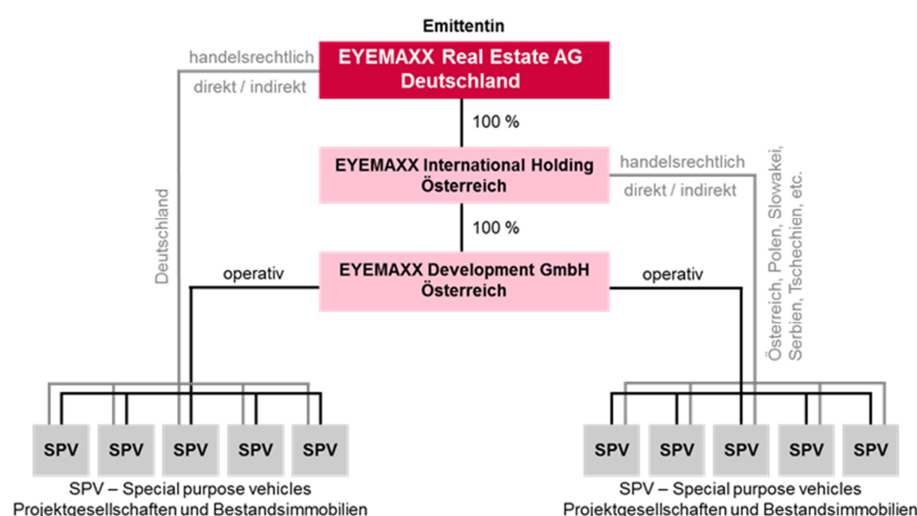
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Dr. Michael Müller	50,01%
Streubesitz	49,99%

Quelle:



Unternehmensstruktur zum 31.10.2016



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell der EYEMAXX Real Estate (kurz: EYEMAXX) wird von zwei Säulen getragen. Primär wird dabei im Rahmen der renditestarken **Projektentwicklung** die „Entwicklung und der Verkauf von Gewerbeimmobilien“ realisiert. Strategisch wird hier auf die schlüsselfertige Entwicklung gesetzt, deren Projektstart erst nach der Sicherung von langfristigen Mietern und einer gesicherten Finanzierung erfolgt. Im Rahmen der Errichtung von Einzelhandelsimmobilien stehen im Fokus der Gesellschaft der Bereich Wohnen, Pflege und Gewerbe in Deutschland, Österreich und Ost- und Südosteuropa. Im Rahmen der Projektentwicklung hat die EYEMAXX bisher ein Projektvolumen in Höhe von rund 250 Mio. € erfolgreich umgesetzt. Derzeit verfügt die Gesellschaft über eine umfangreiche Projektpipeline in Höhe von knapp über 400 Mio. € (siehe Prognosen und Modellannahmen).

Innerhalb der zweiten Säule **Immobilienbestandhaltung** wird der opportunistische Ausbau von Bestandsimmobilien (Gewerbeimmobilien) in Deutschland und Österreich zusammengefasst. Die hieraus erwirtschafteten stabilen Miet-Cashflows sollen zu einer allgemeinen Stabilisierung der für Projektentwickler typischen volatilen Umsatzentwicklung führen. Aus dem aktuellen Bestandsvolumen werden durch langfristige Mietverträge mit bonitätsstarken Mietern jährliche Mieterlöse in Höhe von 3,9 Mio. € generiert. Im Vordergrund stehen hier ein weiterer sukzessiver Ausbau des Immobilienbestands und eine daraus resultierende Erhöhung der Mieterträge.

Highlights des Geschäftsjahres 2015/2016

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015/2016 (Ende: 31.10.2016) hat die EYEMAXX AG eine Reihe von Projektentwicklungen erfolgreich veräußern und fertigstellen können. Zudem wurden sowohl die Projektpipeline als auch das Bestandsportfolio signifikant ausgeweitet.

Januar 2016: Zwei Fachmarktzentren in Tschechien (Brandýs nad Labem) und in Polen (Olawa) wurden für insgesamt 7,5 Mio. € veräußert. Beim tschechischen FMZ handelte es sich um ein „Forward Sale“, das polnische vollvermietete Objekt war bereits 2013 fertiggestellt worden.

Februar 2016: Signifikante Ausweitung des Bestandsportfolios durch den Erwerb von insgesamt fünf vollständig vermieteten Logistikobjekten in Bayern, Hessen und Nordrhein-Westfalen. Die jährlichen Mieterträge steigen dadurch um 2,0 Mio. € an.

März 2016: Veräußerung eines Pflege- und Seniorenheims in Klein Lengden (Niedersachsen). Das 11,0 Mio. € große Projekt wurde im Rahmen eines „Forward Sale“ veräußert. Der Spatenstich erfolgte im April 2016.

März 2016: Verkauf des in Leipzig ansässigen medizinischen Zentrums „Thomasium“ für rund 20,0 Mio. €. Auch dieses Projekt wurde profitabel als „Forward Sale“ veräußert. Die Übergabe des fertigen Objektes an den Endinvestor ist in März 2017 erfolgt.

April 2016: Aufkauf des Mannheimer Projektes „Postquadrat“, das mit einem Volumen von über 170,0 Mio. € größte Projekte der Unternehmensgeschichte. Auf dem 20.000 qm großen Areal sollen ca. 180 Wohnungen sowie ein Baufeld für betreutes Wohnen umgesetzt werden. Zudem sind Gewerbeflächen für zwei Hotels (300 Betten) sowie ca. 10.000 qm für Büros vorgesehen. Dieses Projekt soll als Joint Venture (Partner ist der ehemalige conwert AG-Gründer Johann Kowar) unter der Federführung der EYEMAXX entstehen.

Mai 2016: Start eines großen Wohnimmobilienprojektes in Wien mit einem gesamten Projektvolumen in Höhe von rund 27 Mio. €. Zusammen mit einem Partner sollen bis Mitte 2019 insgesamt 130 Wohneinheiten, 60 Tiefgaragen-Stellplätze und Gewerbeeinheiten mit einer Bruttogeschossfläche von mehr als 10.000 qm entstehen.

Juni 2016: Das Leipziger Großprojekt „Lindenauer Hafen“ wurde bereits vor Baustart und damit im Rahmen eines „Forward Sale“ an einen deutschen Investor veräußert. Im Rahmen dieses Projektes sollen Wohneinheiten mit einer Gesamtfläche von ca. 7.200 qm entstehen.

Juli 2016: Ein polnisches Fachmarktzentrum (Namslau) wurde an einen internationalen Investor gewinnbringend veräußert. Dieses im Jahr 2014 fertiggestellte Fachmarktzentrum befand sich zuletzt im Eigenbestand der EYEMAXX.

Oktober 2016: Übergabe des bereits veräußerten Fachmarktzentums im tschechischen Brandýs nad Labem. Darüber hinaus meldete die EYEMAXX die planmäßige Eröffnung eines ebenfalls tschechischen Fachmarktzentums in Pelhrimov.

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit den beiden Säulen Projektentwicklung und Bestandshaltung deckt die EYEMAXX in erster Linie die Bereiche Wohnimmobilien, Pflegeimmobilien und Gewerbeimmobilien ab. Der regionale Fokus liegt derzeit, ausgehend von den neuen Projekten bzw. Bestandsobjekten, ganz klar auf Deutschland und Österreich, wenngleich die Projektpipeline noch Gewerbeimmobilien in der Tschechischen Republik, Polen und Serbien enthält. Unsere Analyse des Marktumfelds konzentriert sich daher auf den Wohn- und Gewerbeimmobilienbereich in Deutschland.

Beide Immobiliengattungen profitieren dabei von den weiterhin vorherrschenden günstigen Finanzierungsbedingungen. Der Effektivzins für Hypothekendarlehen mit 10jähriger Zinsbindung liegt Ende 2016 bei gerade einmal 1,5 % und markiert damit einen neuen historischen Tiefstwert. Im vergangenen Kalenderjahr dürfte damit ein weiterer Rückgang bei den Kreditkonditionen erfolgt sein. Noch um die Jahrtausendwende kostete die Immobilienfinanzierung durchschnittlich 6,4 %:

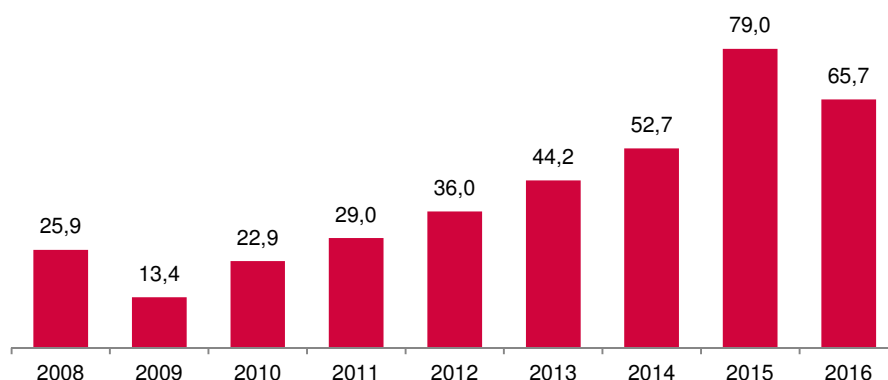
Effektivzins für Hypothekendarlehen in Deutschland (in %)



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; GBC AG

Die Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeimmobilien war einerseits von den günstigen Kreditkonditionen sowie andererseits, angesichts niedrigerer Zinsniveaus, von fehlenden Anlagealternativen geprägt. Bezeichnend dafür ist das seit dem Jahr 2009 stetig steigende Transaktionsvolumen von Gewerbe- und Wohnimmobilien, welches in 2016 mit 65,7 Mrd. € den zweithöchsten Wert der vergangenen Jahre erreicht hat. Eine ähnliche Entwicklung dürfte auch in Österreich zustande gekommen sein, da auch dieser Markt von den gleichen für die Immobiliennachfrage attraktiven Vorgaben geprägt ist.

Transaktionsvolumen Gewerbe- und Wohnimmobilien (in Mrd. €)

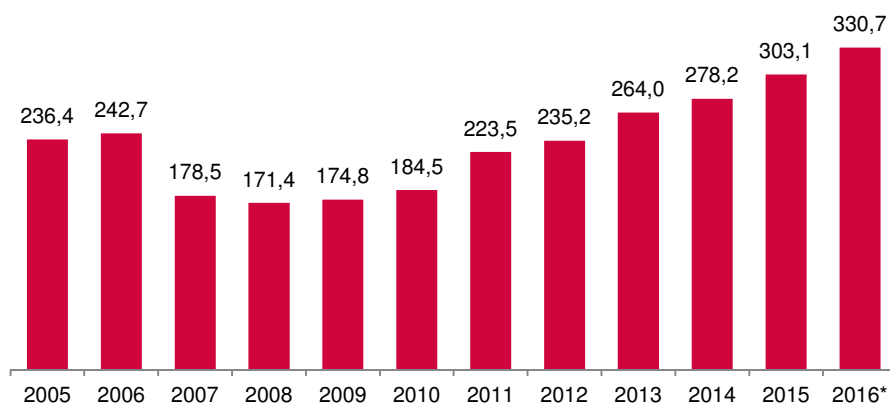


Quelle: Ernst & Young; GBC AG

Die Investitionsdynamik sollte erwartungsgemäß auch in 2017 weiterhin hoch bleiben. Nachdem die traditionellen Asset-Klassen wie Handels- und Büroimmobilien in den vergangenen Geschäftsjahren stark im Investorenfokus lagen, wird nun mit einem steigenden Interesse an alternativen Immobilieninvestments gerechnet. Gemäß CBRE sollen hiervon insbesondere Logistik, Hotel sowie Gesundheits- und Sozialimmobilien profitieren, also Asset-Klassen, in denen sich die EYEMAXX bereits frühzeitig positioniert hatte.

Der hohen Immobiliennachfrage steht aber ein weiterhin begrenztes Angebot gegenüber. Beispielhaft steht hier die Entwicklung der Wohnungsbaugenehmigungen in Deutschland, welche zwar eine deutlich steigende Tendenz aufweist, jedoch noch nicht bedarfsdeckend ist. Gemäß Verband der Wohnungswirtschaft GdW müssten bis zum Jahr 2020 jährlich rund 350.000 - 400.000 Wohnungen errichtet werden, um den Bedarf zu decken. Auch wenn in 2016 mit rund 330.000 Genehmigungen ein neuer Rekordwert bei den Baugenehmigungen erzielt wird, ist die von der GdW genannte Größenordnung noch weit entfernt. Die gleichen Tendenzen herrschen auch in Österreich vor, wo alleine zwischen 2012 und 2015 die Anzahl der genehmigten Wohngebäude um 13,2 % zugelegt hat (Quelle: Statistik Austria).

Wohnungsbaugenehmigungen in Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; Januar-November 2016

Die EYEMAXX bewegt sich damit in einem Marktumfeld, welches weiterhin von einer hohen Nachfrage geprägt ist, dem ein unverändert nicht ausreichendes Angebot gegenübersteht. Sowohl der Wohn- als auch der Gewerbeimmobilienbereich profitieren dabei von einer sehr guten Finanzierungssituation, flankiert von einer positiven Konjunkturlage.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung 2015/2016

in Mio. €	GJ 2013/2014	GJ 2014/2015	GJ 2015/2016
Umsatzerlöse	1,57	2,32	3,53
Gesamtleistung (GL)*	14,07	16,53	18,25
EBITDA (Marge in % auf GL)	7,64 (54,3%)	9,84 (59,5%)	10,45 (57,3%)
EBIT (Marge in % auf GL)	7,40 (52,6%)	9,61 (58,2%)	10,24 (56,1%)
Jahresüberschuss	2,31	4,03	5,85

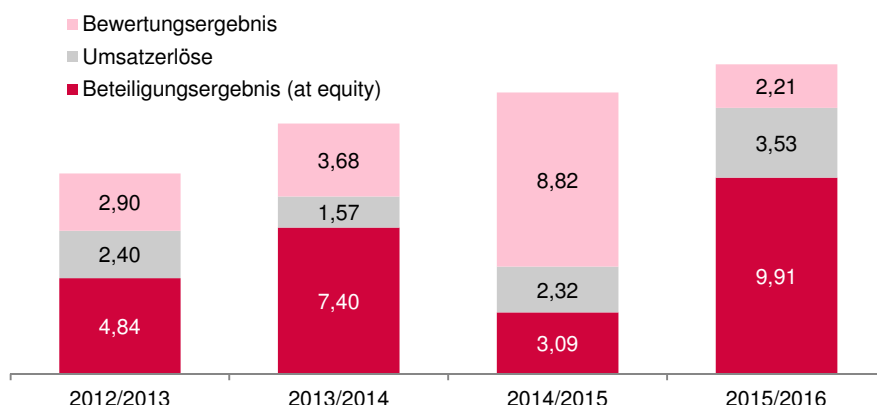
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *GL gemäß eigenen Berechnungen

Ertragsentwicklung 2015/2016

Die operative Entwicklung der EYEMAXX war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015/2016 primär vom Fortschritt des neu erworbenen Großprojektes „Postquadrat Mannheim“ geprägt. Bis zum Geschäftsjahresende wurden bei diesem mit einem Volumen in Höhe von über 170 Mio. € größten Projekt der Unternehmensgeschichte die vorbereitenden Maßnahmen für die erste Bauphase (geplanter Baubeginn: Q1/2017) planmäßig abgeschlossen. Dieses Projekt wird innerhalb eines nicht vollkonsolidierten Gemeinschaftsunternehmens realisiert, wodurch der Ergebnisbeitrag auf Konzernebene als Beteiligungsergebnis (at equity) ausgewiesen wird. Das Ergebnis aus der Equity-Bewertung des Mannheim-Projektes beläuft sich im GJ 2015/2016 auf 6,46 Mio. €.

Parallel dazu wurde ebenfalls im Rahmen der Equity-Bewertung ein Ergebnis in Höhe von 3,53 Mio. € erzielt. Dieses steht im Zusammenhang mit dem Erwerb mehrerer Bestandsimmobilien in Frankfurt, Aschaffenburg, Würzburg und Wuppertal, welcher innerhalb von ebenfalls nicht vollkonsolidierten Tochtergesellschaften stattgefunden hat. Insgesamt konnte damit das **Beteiligungsergebnis (at equity)** deutlich auf 9,91 Mio. € (VJ: 3,05 Mio. €) gesteigert werden. Zwar lag dieses damit unterhalb unseren Erwartungen aufgrund des volatilen Charakters bei Projektentwicklungen ist dies jedoch nicht als kritisch zu werten.

Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der Anstieg der **Umsatzerlöse** auf 3,53 Mio. € (VJ: 2,32 Mio. €), welche zu über 60 % aus Mieteinnahmen von vollkonsolidierten Objektgesellschaften bestehen, reflektiert die Ausweitung des Bestandsportfolios, wodurch die jährlichen Mieteinnahmen auf 3,9 Mio. € erhöht wurden. Der Ausbau des Bestandsportfolios ist dabei ein wichtiger Bestandteil

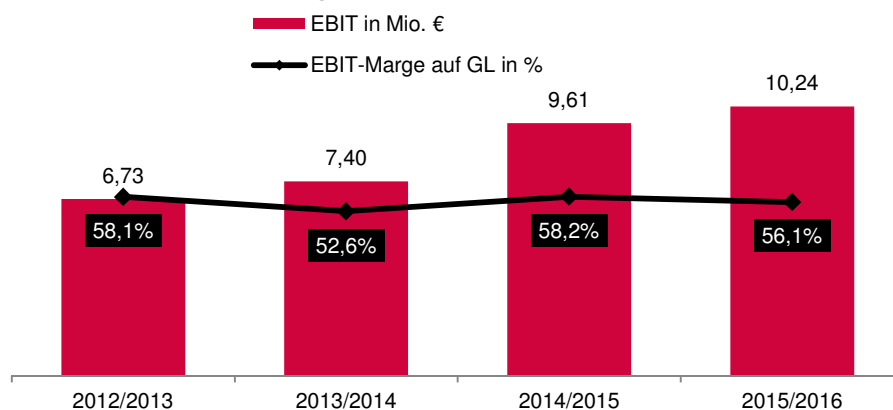
der Unternehmensstrategie, womit eine Erhöhung der Mieterträge und damit eine allgemeine Verstetigung der Umsatzentwicklung erreicht werden soll.

Beim **Bewertungsergebnis** kam es zu einem deutlichen Rückgang auf 2,21 Mio. € (VJ: 8,82 Mio. €). Sowohl im abgelaufenen Geschäftsjahr als auch im Vergleichsjahr 2014/2015 stehen die Bewertungserträge maßgeblich mit den vollkonsolidierten Logistik-/Fachmarktprojekten in Serbien im Zusammenhang. Der deutlich niedrigere Bewertungsertrag im abgelaufenen Geschäftsjahr ist unserem Verständnis nach auf Vorzieheffekte zurückzuführen, da die größere Bauleistung in Serbien in der Vorjahresperiode erbracht wurde. Für einen im Geschäftsjahr 2014/2015 fertiggestellten Bauabschnitt des serbischen Logistikprojektes wurde mittlerweile der Beschluss zur Veräußerung gefasst und damit entsprechend nach den niedrigeren Herstellungskosten in den Vorräten (Zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte) erfasst.

Ergebnisentwicklung 2015/2016

Sowohl beim Beteiligungsergebnis (at equity) als auch beim Bewertungsergebnis handelt es sich um Residualgrößen, weswegen die EYEMAXX grundsätzlich hohe Ergebnismargen aufweist. Dabei werden beispielsweise die Projektentwicklungskosten (Materialaufwand; Zinsaufwand etc.) bei den in der Mehrzahl nicht vollkonsolidierten Gesellschaften außerhalb des Konzernkreises erfasst. Dementsprechend war die EYEMAXX mit einer auf die Gesamtleistung bezogenen EBIT-Marge in Höhe von 56,1 % (VJ: 58,2 %) in der Lage, einen erneut hohen Wert zu erreichen. Aufgrund des erwartungsgemäß hohen Anteils des Bewertungsergebnisses (at equity) an der Gesamtleistung, ist auch künftig mit einem hohen Margenniveau zu rechnen:

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



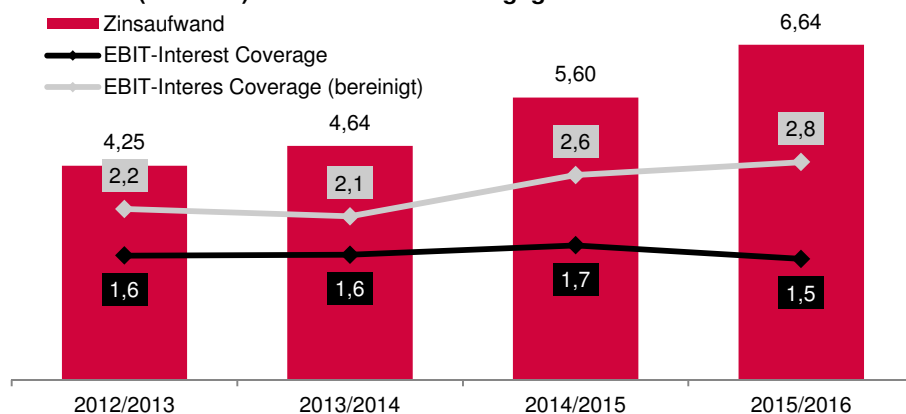
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der EBIT-Anstieg reflektiert einerseits den leichten Anstieg der Gesamtleistung und profitierte darüber hinaus von einer vergleichsweise konstanten Entwicklung der Kosten, welche maßgeblich dem Holdingbereich zuzuordnen sind. So konnten etwa die im Zusammenhang mit der Anleiheemission und durchgeführten Kapitalerhöhung etwas höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie die höheren Materialkosten für die Errichtung des Logistikzentrums in Serbien und des Fachmarktzentrums in Pelhrimov durch einen Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Erträgen auf 1,67 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €) kompensiert werden.

Ausgehend vom EBIT konnte der Zinsaufwand in Höhe von 6,64 Mio. € (VJ: 5,60 Mio. €) vollständig gedeckt werden, was einem EBIT-Zinsdeckungsgrad in Höhe von 1,5 entspricht. Die Zinsaufwendungen setzen sich dabei fast vollständig aus den Aufwendungen der ausstehenden Unternehmensanleihen zusammen. Der Anstieg der Zinsaufwen-

dungen resultiert insbesondere aus der im März 2016 erfolgten Emission der fünften 7,0 %-Unternehmensanleihe (2016/2021). Die rückläufigen Zinsaufwendungen durch die im Juli 2016 erfolgreiche und planmäßige Rückführung der 7,5 % Unternehmensanleihe (2011/2016) hatten sich dabei noch nicht ganzjährig ausgewirkt.

Zinsaufwand (in Mio. €) und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die EYEMAXX erzielt jedoch aus der Darlehensausgabe an Gemeinschaftsunternehmen oder nahestehenden Unternehmen im nennenswerten Umfang Zinserträge. Diese beliefen sich auf 2,96 Mio. € (VJ: 1,92 Mio. €), so dass das Finanzergebnis insgesamt mit -3,69 Mio. € (VJ: -3,68 Mio. €) auf dem Niveau des Vorjahres lag. Wird der EBIT-Zinsdeckungsgrad auf Basis des Finanzergebnisses errechnet, dann läge dieser bei einem für Projektentwickler überdurchschnittlich guten Wert von 2,8 (VJ: 2,6).

Nach Abzug der für die EYEMAXX typischen niedrigen Steuerbelastung (Beteiligungsergebnis ist bereits ein Nachsteuerergebnis) hat die Gesellschaft ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 5,85 Mio. € (VJ: 4,04 Mio. €) erreicht.

Vergleich zu den GBC-Schätzungen

in Mio. €	GJ 2015/2016 (as reported)	GBC-Prognosen 2015/2016*
Gesamtleistung (GL)	18,25	18,25
EBITDA (Marge in % auf GL)	10,45 (57,3%)	11,26 (61,7%)
EBIT (Marge in % auf GL)	10,24 (56,1%)	11,04 (60,5%)
Jahresüberschuss	5,85	6,26

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *siehe Researchstudie vom 08.08.2016

Die Gesamtleistung der EYEMAXX lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015/2016 exakt im Rahmen unseren Erwartungen. Beim operativen Ergebnis wurden unsere Prognosen zwar nicht vollumfänglich erreicht, mit der Fortsetzung des Wachstumskurses sind aber unsere Erwartungen weitestgehend erfüllt worden.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.10.2016

in Mio. €	31.10.2014	31.10.2015	31.10.2016
Eigenkapital (EK-Quote in %)	23,59 (28,5%)	28,53 (30,3 %)	38,01 (31,9%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	47,58	62,47	69,54
Finanzvermögen	0,65	3,86	3,33
Net Debt	46,93	58,61	66,21
Anlagevermögen	55,79	55,70	65,65
Cashflow (operativ)	-3,00	-0,76	-5,84
Cashflow (Investition)	-4,34	-0,32	-3,79
Cashflow (Finanzierung)	3,62	4,04	6,70

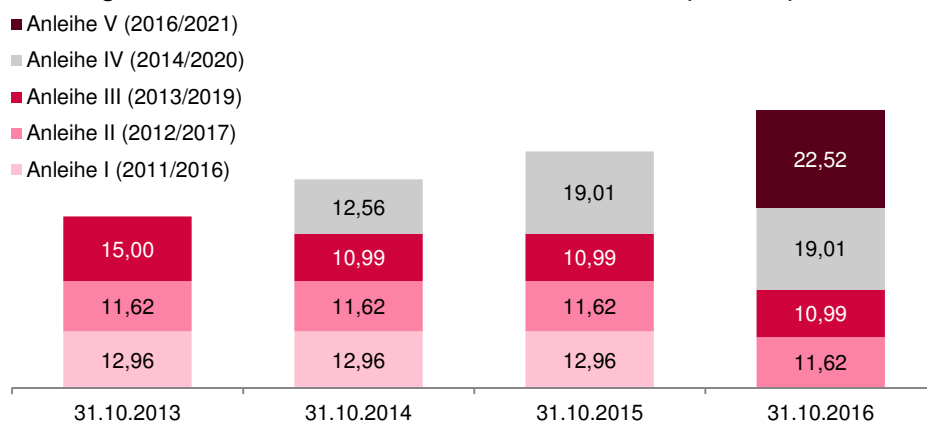
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Aufgrund der Vorgehensweise, wonach der Großteil der Projektgesellschaften nach der At-Equity-Methode einbezogen und damit nicht vollkonsolidiert wird, weist die EYEMAXX vergleichsweise schlanke Bilanzstrukturen auf. Dies ist insofern nachvollziehbar, da es sich bei der Projektfinanzierung innerhalb der Projektgesellschaften um so genannte non-recourse-Darlehen handelt, welche nicht auf den Konzern durchgreifen.

Die Projektentwicklung sowie die Gewinnung neuer Projekte findet sich bei der EYEMAXX typischerweise in einem Anstieg des Anlagevermögens wieder. So kletterte der Wert der At-Equity bilanzierten und damit nicht vollkonsolidierten Gemeinschaftsunternehmen deutlich auf 23,99 Mio. € (VJ: 15,46 Mio. €). Für diesen ergebniswirksamen Wertanstieg sind insbesondere die Entwicklung des Mannheim-Projektes „Postquadrat“ sowie der Erwerb mehrerer Bestandsimmobilien verantwortlich.

Die Finanzierung der Immobilienprojekte findet zwar auf Ebene der Tochtergesellschaften statt und wird daher mehrheitlich nicht vollkonsolidiert, auf Holdingebene findet sich der Anstieg des Projektvolumens jedoch auch in einem Anstieg des Fremdkapitals wieder. Dieses Fremdkapital auf Holdingebene wird dabei den Projektgesellschaften weitergereicht, welche dieses als Eigenkapital für die weitere Projektfinanzierung verwenden. Der Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten auf 69,54 Mio. € (31.10.15: 62,47 Mio. €) resultiert in erster Linie aus dem Anstieg des ausstehenden Anleihevolumens. Während die in 2011 emittierte erste EYEMAXX-Unternehmensanleihe plangemäß zurückgeführt wurde (Volumen: 12,96 Mio. €), hat die Gesellschaft im März 2016 eine neue Unternehmensanleihe mit einem Zeichnungsstand zum Bilanzstichtag in Höhe von 22,52 Mio. € begeben.

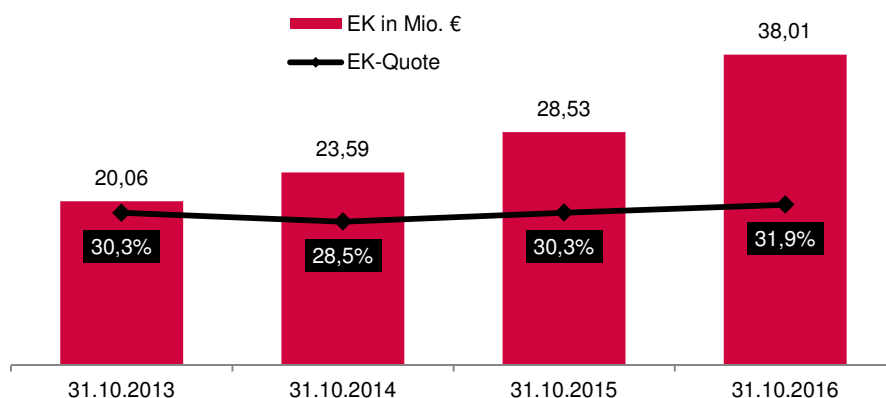
Zeichnungsstand der ausstehenden Unternehmensanleihen (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Neben der Anleiheemission hat die EYEMAXX im Mai 2016 mit der Bezugsrechtskapitalerhöhung in Höhe von 4,68 Mio. € eine weitere Kapitalmaßnahme erfolgreich durchgeführt. Zusammen mit dem positiven Jahresergebnis in Höhe von 5,85 Mio. € kletterte das Eigenkapital signifikant auf 38,01 Mio. € (31.10.15: 28,53 Mio. €) und gleichzeitig wurde die EK-Quote auf 31,9 % (31.10.15: 30,3 %), einen für Projektgesellschaften überdurchschnittlich hohen Wert, weiter ausgebaut.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Mit den beiden erfolgreichen Kapitalmaßnahmen war die EYEMAXX in der Lage, sowohl die planmäßige Rückzahlung der Anleihe zu stemmen, als auch die für den weiteren Ausbau der Projektpipeline notwendigen Investitionen zu decken. Bei einem Finanzierungscashflow in Höhe von 6,70 Mio. € (neue Anleihe + Kapitalmaßnahme - Rückzahlung der alten Anleihe) konnte ein Teil des operativen (-5,84 Mio. €) sowie des aus der Investitionstätigkeit (-3,79 Mio. €) stammenden Liquiditätsabflusses gedeckt werden. Der freie Cashflow in Höhe von -9,63 Mio. € ist dabei als eine Folge der Investitionen in den Projektfortschritt bzw. in den Beginn neuer Projekte zu verstehen.

Es gilt an dieser Stelle anzumerken, dass die EYEMAXX aufgrund der dargestellten Konzernstruktur grundsätzlich einen negativen operativen Cashflow vorweisen wird. Dabei wird der Liquiditätszufluss, welcher überwiegend aus den nicht vollkonsolidierten Projektgesellschaften stammt, innerhalb des Investitionscashflows ausgewiesen. Dies gilt auch für die nachfolgend dargestellten Geschäftsvorgänge, für die erst nach dem Bilanzstichtag jeweils ein Liquiditätszufluss stattfinden wird.

Im vergangenen Geschäftsjahr hat die EYEMAXX mehrere Verkäufe im Rahmen von „Forward Sale“ gemeldet. Der Liquiditätszugang erfolgt jedoch in der Regel mit der Projektübergabe an den Käufer, weswegen im abgelaufenen Geschäftsjahr trotz mehrfacher Forward-Sale-Transaktionen nur geringe Liquiditätszuflüsse verzeichnet wurden. Beispielsweise wird die Übergabe und der damit entsprechende Liquiditätszugang der im März 2016 veräußerten Projekte „Klein Lengden“ und „Thomasium“ erst im laufenden Geschäftsjahr 2017 erfolgen.

Ein weiterer Liquiditätszugang sowie ein nennenswerter Ergebnisbeitrag dürfte bei der Veräußerung des erstmals als „Zur Veräußerung“ deklarierten ersten Bauabschnitts des vollkonsolidierten serbischen Logistikprojektes LogMaxx Alpha erfolgen. Der bilanzielle Wertansatz beläuft sich auf 12,63 Mio. €. Abzüglich der bilanzierten Schulden dieses Projektes in Höhe von 6,20 Mio. € dürfte der Ergebnisbeitrag bei ca. 6 Mio. € liegen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 15/16	GJ 16/17e	GJ 17/18e	GJ 18/19e
Umsatzerlöse	3,53	3,84	4,88	5,90
Gesamtleistung (GL)*	18,25	20,08	20,74	22,94
EBITDA (Marge in % auf GL)	10,45 (57,3%)	13,08 (65,2%)	13,60 (65,6%)	15,66 (68,3%)
EBIT (Marge in % auf GL)	10,24 (56,1%)	12,86 (64,1%)	13,38 (64,5%)	15,44 (67,3%)
Jahresüberschuss	5,85	8,68	10,46	12,59

Quelle: GBC AG

Die Basis für die künftige Unternehmensentwicklung der EYEMAXX bildet die in den vergangenen Geschäftsjahren aufgebaute umfangreiche Projektpipeline sowie das ausgeweitete Bestandsportfolio, welches nunmehr umfangreiche Mieterträge (annualisierte Mieterträge zum 31.10.16: 3,9 Mio. €) generiert. Parallel dazu wird die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der EYEMAXX in einem erheblicheren Umfang von der Weiterentwicklung sowie dem Verkauf von Projekten aus der derzeit umfangreichen Projektpipeline beeinflusst. Derzeit verfügt die Gesellschaft über eine in den kommenden Geschäftsjahren zu realisierende Projektpipeline in Höhe von über 400 Mio. €.

Projekt	Land	Assetklasse	Projektvolumen bei Verkauf in Mio. €
Mannheim Postquadrat	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	177,0
Brünnerstrasse	Österreich	Wohnen	23,4
Vösendorf	Österreich	Wohnen	9,2
Mixed Use Leipzig	Deutschland	Gewerbe	19,5
Rustenfeldgasse	Österreich	Wohnen	7,3
Logistikzentrum Belgrad - Phase I	Serbien	Gewerbe	11,5
FMZ Krnov	Tschechei	Gewerbe	4,3
FMZ Sternberk	Tschechei	Gewerbe	3,9
FMZ Louny	Tschechei	Gewerbe	6,4
FMZ Malbork	Polen	Gewerbe	6,2
Logistikzentrum Belgrad - Phase II	Serbien	Gewerbe	21,6
FMZ Elk	Polen	Gewerbe	9,3
Retail Park Belgrad	Serbien	Gewerbe	18,1
Factory Outlet Belgrad Phase I	Serbien	Gewerbe	20,5
Pflegeheim Waldalgesheim	Deutschland	Pflege	12,3
Pflegeheim Klein Lengden	Deutschland	Pflege	10,5
Wohnbau Potsdam	Deutschland	Wohnen	18,1
Lindauer Hafen BF 3	Deutschland	Wohnen	12,3
Lindauer Hafen BF 4	Deutschland	Wohnen	10,9
Summe			402,3

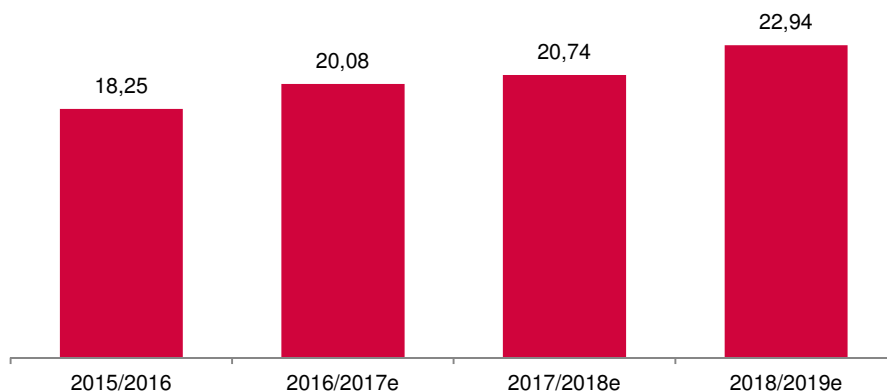
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Besonders hervorzuheben ist an dieser Stelle das in 2016 erworbene Mannheimer Großprojekt „Postquadrat“, bei dem bis zum Jahr 2019 im Rahmen mehrerer Bauabschnitte eine Bruttogeschosfläche in Höhe von ca. 60.000 qm errichtet werden soll (Wohnen/Gewerbe). Bei einem Projektvolumen in Höhe von 177 Mio. € rechnen wir mit einem Rohertrag in Höhe von ca. 35 Mio. €. Da die Projektgesellschaft jeweils hälftig der EYEMAXX sowie dem Joint Venture Partner Johann Kowar (Gründer der conwert SE) gehört, dürfte der Rohertrag auf EYEMAXX-Konzernerbene bei ca. 17,5 Mio. € liegen. Zunächst wird der Rohertrag, wie auch schon bei den bisherigen EYEMAXX-Projekten, während der Errichtungsphase innerhalb der Gemeinschaftsunternehmen ergebniswirksam erfasst werden und einen entsprechenden Liquiditätszugang erst bei Übergabe generieren. Auf Konzernebene wird die EYEMAXX dies als

Beteiligungsergebnis (at equity) ausweisen. Für dieses Projekt steht dabei eine Teilveräußerung zu einem Kaufpreis von 45 Mio. € unmittelbar bevor. Gemäß aktueller Unternehmensmeldung wurde mit einem Investor eine mündliche Einigung über den Verkauf der beiden geplanten Hotels sowie der angeschlossenen Serviced Apartments erzielt.

Mit der geplanten Übergabe der Projekte in Leipzig (Volumen: 19,5 Mio. €), Klein Lengden (Volumen: 10,5 Mio. €), in Potsdam (Volumen: 18,1 Mio. €) sowie der geplanten Veräußerung des als zur Veräußerung klassifizierten vollkonsolidierten Logistikprojektes LogMaxx Alpha, dürfte die EYEMAXX in 2017 einen signifikanten Liquiditätszufluss erzielen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft bereits angekündigt, nach der erfolgreichen Wandelanleiheemission im Dezember 2016 (Volumen: 4,19 Mio. €), noch im ersten Halbjahr 2017 eine weitere Wandelanleihe zu begeben. Insgesamt dürfte dann die EYEMAXX sowohl für die Finanzierung der Projektpipeline als auch für die im Oktober 2017 anstehende Rückzahlung der 7,75%-Unternehmensanleihe über einen ausreichenden Liquiditätsbestand verfügen.

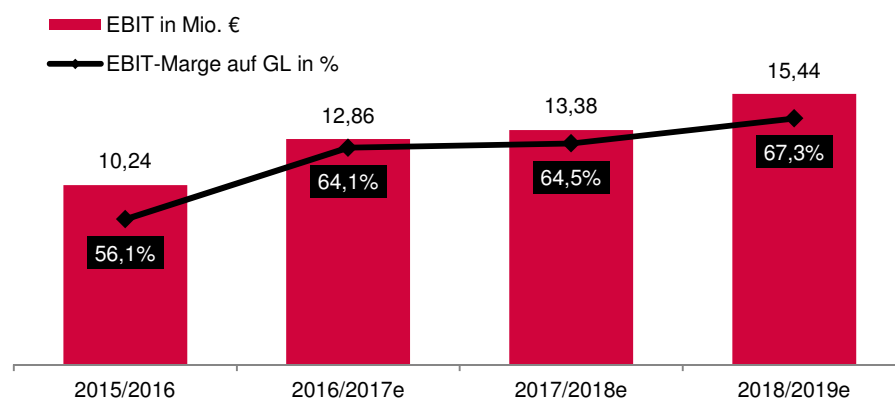
Prognose der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ausgehend hiervon, wobei wir bei der Projektpipeline unverändert einen Projekt-ROI von 10-20 % unterstellen, bestätigen wir unsere bisherigen Prognosen und rechnen daher unverändert mit einem Anstieg der Gesamtleistung in den kommenden Geschäftsjahren. Unsere Prognosen berücksichtigen zudem auch das ausgeweitete Bestandsportfolio, was zu einem Anstieg der Umsatzerlöse (hauptsächlich Mieterträge) führen sollte.

Prognose des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)

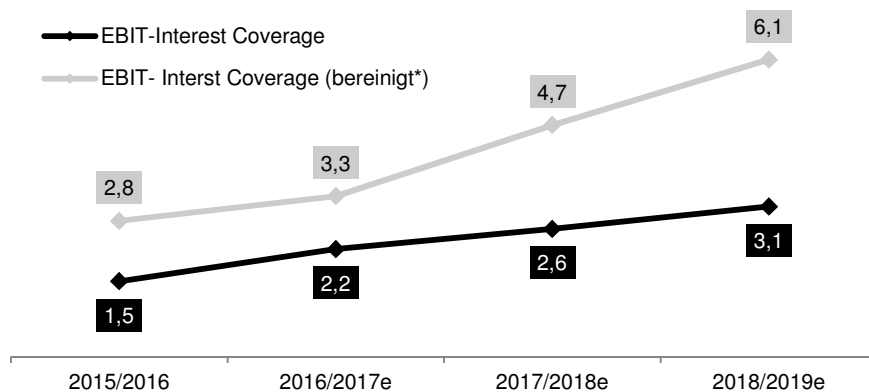


Quelle: GBC AG

Wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren wird die EYEMAXX AG künftig ein hohes Rentabilitätsniveau vorweisen. Dies liegt in erster Linie an den Ergebnissen aus Gemeinschaftsunternehmen (at equity) begründet, die die anteiligen Nachsteuerergebnisse der entsprechenden Projektgesellschaften sind und diesen daher keine operativen Kosten gegenüberstehen. Die Kostensituation der EYEMAXX AG wird dabei nahezu ausschließlich von den typischen Holdingkosten dominiert (Personal, Kapitalbeschaffung etc.).

Im prognostizierten Nachsteuerergebnis finden sich einerseits die grundsätzlich niedrigen Steuerbelastungen wieder, da der überwiegende Teil des Steueraufwands bereits auf Ebene der Projektgesellschaften erfasst wird. Andererseits haben wir die rückläufigen Finanzaufwendungen berücksichtigt, da wir unterstellen, dass der Eigenkapitalanteil der vorhandenen Projektpipeline größtenteils durch den Liquiditätszugang aus der Projektübergabe erbracht werden kann. Auf Ebene der Projektgesellschaft findet zwar eine Bankfinanzierung statt, diese wird jedoch nicht auf EYEMAXX-Holdingebene konsolidiert. Wir rechnen daher mit einer sukzessiven Verbesserung des EBIT-Zinsdeckungsgrades:

EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG; *Finanzerträge werden berücksichtigt

Bewertung

Modellannahmen

Die EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2016/2017, 2017/2018 und 2018/2019 in Phase 1, erfolgt von 2019/2020 bis 2023/2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir konservativ 60,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EYEMAXX Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,63.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,94 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,58 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows auf Basis des Entity-Ansatzes ergibt einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 15,00 € (bisher: 13,00 €). Der Anstieg des Kursziels resultiert, bei sonst unveränderten Prognosen, aus der erstmaligen Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2018/2019 innerhalb des konkreten Schätzzeitraums, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells ergibt.

DCF-Modell

EYEMAXX Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	60,0%	ewige EBITA - Marge	55,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	140,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
Gesamtleistung (GL)	20,08	20,74	22,94	23,63	24,33	25,06	25,82	26,59	
GL Veränderung	10,1%	3,3%	10,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,26	0,29	0,32	0,32	0,30	0,29	0,27	0,24	
EBITDA	13,09	13,60	15,66	14,18	14,60	15,04	15,49	15,95	
EBITDA-Marge	65,2%	65,6%	68,3%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	
EBITA	12,87	13,38	15,44	13,92	14,34	14,76	15,18	15,63	
EBITA-Marge	64,1%	64,5%	67,3%	58,9%	58,9%	58,9%	58,8%	58,8%	55,2%
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,13	-0,82	-2,09	-2,15	-2,21	-2,28	-2,34	
zu EBITA	3,0%	1,0%	5,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	12,47	13,25	14,62	11,84	12,19	12,54	12,91	13,28	
Kapitalrendite	14,5%	14,1%	15,5%	11,4%	11,4%	11,0%	10,6%	10,2%	8,6%
Working Capital (WC)	18,00	22,51	32,00	33,08	34,07	35,09	36,14	37,23	
WC zu Umsatz	89,6%	108,5%	139,5%	140,0%	140,0%	140,0%	140,0%	140,0%	
Investitionen in WC	2,37	-4,51	-9,49	-1,08	-0,99	-1,02	-1,05	-1,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,18	72,07	71,75	74,00	80,00	87,00	94,00	110,79	
AFA auf OAV	-0,22	-0,22	-0,22	-0,25	-0,26	-0,28	-0,30	-0,33	
AFA zu OAV	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-10,75	3,89	0,10	-2,50	-6,26	-7,28	-7,30	-17,12	
Investiertes Kapital	94,18	94,58	103,75	107,08	114,07	122,09	130,14	148,02	
EBITDA	13,09	13,60	15,66	14,18	14,60	15,04	15,49	15,95	
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,13	-0,82	-2,09	-2,15	-2,21	-2,28	-2,34	
Investitionen gesamt	-8,38	-0,62	-9,39	-3,58	-7,25	-8,30	-8,36	-18,21	
Investitionen in OAV	-10,75	3,89	0,10	-2,50	-6,26	-7,28	-7,30	-17,12	
Investitionen in WC	2,37	-4,51	-9,49	-1,08	-0,99	-1,02	-1,05	-1,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,31	12,85	5,45	8,51	5,20	4,52	4,85	-4,60	148,38

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	113,61	110,51
Barwert expliziter FCFs	30,22	19,96
Barwert des Continuing Value	83,39	90,54
Nettoschulden (Net debt)	48,46	39,29
Wert des Eigenkapitals	65,15	71,22
Fremde Gewinnanteile	-0,80	-0,88
Wert des Aktienkapitals	64,35	70,34
Ausstehende Aktien in Mio.	4,29	4,29
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,00	16,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,63
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	22,6%

WACC **8,6%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
8,1%	16,11	14,75	13,53	12,42	11,40
8,3%	16,95	15,54	14,26	13,11	12,05
8,6%	17,80	16,33	15,00	13,80	12,70
8,8%	18,64	17,11	15,74	14,49	13,35
9,1%	19,48	17,90	16,47	15,18	14,00

BEWERTUNG EYEMAXX-ANLEIHE (DE000A2AAKQ9)

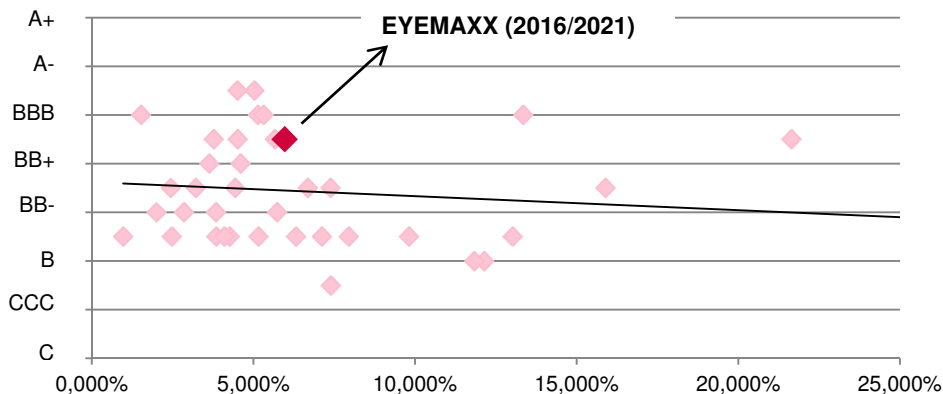
Anleihe	Kurs (9.3.17)	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivver- zinsung	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Emissions- datum	Laufzeitende
GOLFINO AG (2012/2017)	99,600%	7,250%	5	13,029%	B+	12,00	05.04.2012	04.04.2017
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	102,500%	7,750%	5,5	3,780%	BBB-	15,00	11.04.2012	31.10.2017
eterna Mode Holding (2012/2017)	102,110%	8,000%	5	4,279%	B+	35,00	09.10.2012	08.10.2017
SAF HOLLAND S.A.	106,100%	7,000%	5,5	1,534%	BBB	75,00	31.10.2012	26.04.2018
Jacob Stauder GmbH & Co. KG (2012/2017)	103,500%	7,500%	5	2,482%	B+	10,00	23.11.2012	23.11.2017
Homann Holzwerkstoffe GmbH	98,000%	7,000%	5	9,823%	B+	100,00	14.12.2012	14.12.2017
IPSAK mbH	104,010%	6,750%	7	5,148%	BBB	30,00	05.12.2012	06.12.2019
EYEMAXX Real Estate AG (2013/2019)	102,200%	7,875%	6	6,689%	BB	15,00	26.03.2013	25.03.2019
PNE Wind AG	105,100%	8,000%	5	3,845%	BB-	100,00	15.05.2013	01.06.2018
Stern Immobilien AG	85,000%	6,250%	5	21,653%	BBB-	20,00	23.05.2013	23.05.2018
SANHA GmbH & Co. KG	69,000%	7,750%	5	45,716%	B	37,50	04.06.2013	04.06.2018
Metalcorp Group B.V.	92,140%	8,750%	5	15,903%	BB	31,24	27.06.2013	26.06.2018
Cloud No. 7 GmbH	97,830%	6,000%	4	13,358%	BBB	30,00	03.07.2013	03.07.2017
Deutsche Rohstoff AG (2013/2018)	105,820%	8,000%	5	3,640%	BB+	100,00	11.07.2013	11.07.2018
Euroboden GmbH	102,000%	7,375%	5	5,736%	BB-	15,00	16.07.2013	26.06.2018
BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG	102,500%	6,500%	7	5,670%	BBB-	15,00	30.07.2013	30.07.2020
Ferratum Capital Germany GmbH (2013/2018)	104,500%	8,000%	5	5,041%	BBB+	25,00	16.10.2013	21.10.2018
Alfmeier Präzision AG	104,750%	7,500%	5	4,440%	BB	30,00	29.10.2013	29.10.2018
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (2014/2019)	92,200%	7,500%	5	12,147%	B	25,00	04.03.2014	04.03.2019
VEDES AG	100,000%	7,125%	5	7,125%	B+	20,00	24.06.2014	24.06.2019
Semper idem Underberg (2014/2018)	109,250%	6,125%	7	3,860%	B+	30,00	07.07.2014	07.07.2021
EYEMAXX Real Estate AG (2014/2020)	101,600%	8,000%	5,5	7,397%	BB	30,00	30.09.2014	30.03.2020
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	102,780%	6,500%	5	5,320%	BBB	25,00	07.10.2014	07.10.2019
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (2015/2021)	86,900%	7,500%	6	11,841%	B	25,00	17.02.2015	17.02.2021
Jacob Stauder GmbH & Co. KG (2015/2022)	106,000%	6,500%	7	5,167%	B+	10,00	08.06.2015	08.06.2022
Semper idem Underberg (2015/2020)	104,100%	5,375%	5	4,105%	B+	30,00	06.07.2015	06.07.2020
Joh. Friedrich Behrens AG (2015/2020)	105,050%	7,750%	5	6,320%	B+	25,00	11.11.2015	11.11.2020
royalbeach GmbH (2015/2020)	99,900%	7,375%	5	7,407%	B-	25,00	10.11.2015	10.11.2020
Semper idem Underberg (2015/2018)	107,000%	5,000%	3	0,973%	B+	20,00	11.12.2015	11.12.2018
Karlsberg Brauerei GmbH	110,900%	5,250%	5	2,449%	BB	40,00	28.04.2016	27.04.2021
Ferratum Capital Germany GmbH (2016/2018)	100,550%	4,875%	3	4,516%	BBB+	25,00	22.06.2016	21.10.2018
Schalke 04 e.V. (2016/2021)	109,230%	4,250%	5	2,005%	BB-	15,89	07.07.2016	07.07.2021
Schalke 04 e.V. (2016/2023)	112,220%	5,000%	7	2,863%	BB-	34,11	07.07.2016	07.07.2023
Deutsche Rohstoff AG (2016/2021)	104,250%	5,625%	5	4,608%	BB+	75,00	20.07.2016	20.07.2021
GOLFINO AG (2016/2023)	100,210%	8,000%	7	7,958%	B+	2,70	18.11.2016	18.11.2023
Hörmann Finance GmbH	105,500%	4,500%	5	3,223%	BB	30,00	21.11.2016	21.11.2021
Freund & Partner GmbH Steuerberatungsgesellschaft	108,500%	6,000%	7	4,525%	BBB-	25,00	01.12.2016	02.01.2024
eterna Mode Holding (2017/2022)	102,500%	7,750%	5	7,137%	B+	25,00	03.03.2017	03.03.2022
Mittelwert	101,521%	6,827%		7,402%				
Median	102,780%	7,125%		5,167%				
EYEMAXX Real Estate AG (2016/2021)	104,000%	7,000%	5	5,971%	BBB-	30,00	11.03.2016	10.03.2021

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die letztes Jahr neu begebene EYEMAXX-Anleihe (ISIN: DE000A2AAKQ9) haben wir im Rahmen eines Marktvergleiches, welcher die derzeit notierten Unternehmensanleihen mit einem gültigen Rating (Rating größer oder gleich B) einbezieht, bewertet. Im Rahmen dieses Marktvergleiches haben wir zunächst eine Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale vorgenommen, um die relative Attraktivität zu untersuchen. Die wesentliche Bewertungskomponente ist der aus dem Kupon abgeleitete Effektivzins, welcher ins Verhältnis zum Risiko (ausgedrückt durch die Ratingnote von Creditreform) gesetzt wird.

Die von der Creditreform Rating AG vergebene Ratingnote für die EYEMAXX-Anleihe (2016/2021) von „BBB-“ liegt dabei deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts, womit dem EYEMAXX-Wertpapier eine vergleichsweise gute Risikostruktur zugesprochen wird. Diese wird insbesondere anhand der Regressionsanalyse innerhalb einer Rating-/Effektivzinsmatrix ersichtlich, wobei die EYEMAXX-Anleihe um 24,3 % deutlich oberhalb der Regressionsgeraden liegt:

Rating/Effektivzinsmatrix



Quelle: GBC AG

Die im Rahmen der Marktanalyse damit ermittelte **stark überdurchschnittliche Attraktivität** der EYEMAXX-Anleihe ist auch vor dem Hintergrund des implementierten grundpfandrechtlichen Sicherungskonzeptes zu betrachten. Die vollständige Besicherung der EYEMAXX-Anleihe (2016/2021) besteht aus treuhänderisch verwalteten grundpfandrechtlichen Sicherheiten an Immobilien und Grundstücken in Deutschland und Österreich. Zudem werden während der Anleihelaufzeit die Mieteinnahmen der Sicherungsobjekte auf ein Treuhandkonto zur Deckung der Zinszahlungen bereitgestellt. Weitere Covenants wie etwa die Beschränkung von Gewinnausschüttungen auf 40 % des ermittelten IFRS-Jahresüberschusses sowie die Sicherstellung eines Mindesteigenkapitals in Höhe von 20,0 Mio. € sollen für einen zusätzlichen Sicherheitspuffer für die Anleihegläubiger.

Wir stufen die EYEMAXX-Anleihe weiterhin mit 5 Falken (stark überdurchschnittlich attraktiv) ein.

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 anderen 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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: (4,5a,5b,6a,10,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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