GBC AG
Investment Research

Credit Research

EYEMAXX Real Estate AG

EYEMAXX REAL ESTATE

Unternehmensanleihe EYEMAXX Real Estate AG
7,875 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

„Inflationsgeschützte Anleihe zur Finanzierung der attraktiven Projektpipeline“

„überdurchschnittlich attraktiv“

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

---

Fertigstellung: 04.03.2013 **Veröffentlichung: 04.03.2013**

EYEMAXX Real Estate AG *4;5

überdurchschnittlich attraktiv

7,875 %
Corporate Bond

Währung: EUR

Stammdaten:

DE000A1TM2T3

WKN: A1TM2T

Emissionsvol.:
bis 15,00 Mio. €
Stückelung: 1.000 €
Mindestanlage: 1.000 €
Laufzeit:
26.03.2013 - 25.03.2019

Kupon: 7,875 % p.a.
Zinszahlungen:
jährlich zum 26.03
erstmalig zum 26.03.2014

Ausgabekurs: 100 %
Rückzahlungskurs: 100 %

Analyst:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

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

Mitarbeiter: 25 Stand: 31.10.2012

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 über EUR 200 Mio. erfolgreich realisiert und verkauft.

Prognosen auf Konzernbasis

in Mio. €/GJ-Jahr	31.10.2012	31.10.2013e	31.10.2014e	31.10.2015e
Gesamtleistung	9,34	10,05	14,65	17,50
EBITDA	4,94	5,22	9,70	11,90
EBIT	4,80	5,11	9,59	11,79
Jahresüberschuss	2,61	3,14	7,49	9,09

ausgewählte Bonitätskennzahlen				
EBITDA-Zinsdeckungsgrad*	1,83	1,68	2,85	3,50
EBIT-Zinsdeckungsgrad*	1,78	1,65	2,82	3,47
EK-Quote (bereinigt)	35,1 %	34,0 %	44,3 %	53,8 %
Total Debt/EBITDA	6,40	8,00	4,02	3,04
Total Net Debt/EBITDA	5,52	7,43	3,69	2,94
ROCE	13,8 %	9,5 %	15,7 %	16,1 %

* Zinserträge sind im EBIT-Zinsdeckungsgrad nicht berücksichtigt

Finanztermine:

Datum: Ereignis
19.03.2013: Q1-Bericht GJ 2012/2013
01.07.2013: HJ-Bericht GJ 2012/2013
19.09.2013: 9M-Bericht GJ 2012/2013

Inhaltsangabe

Geschäftstätigkeit und Strategie…… 2
Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG…… 2
Geschäftsstrategie der EYEMAXX Real Estate AG…… 3
Entwicklung und Verkauf von Gewerbeimmobilien... …… 3
Bestandsimmobilien…… 5
Track Record und Projektpipeline der EYEMAXX Real Estate AG…… 5

Organe der Gesellschaft…… 8
Vorstand…… 8
Aufsichtsrat…… 8

Markt und Marktumfeld…… 9
Assetklasse Fachmarktzentren…… 9
BIP und Konsumentwicklung in CEE…… 10
Marktumfeld Serbien…… 11

Geschäftsentwicklung 2011/2012…… 12
Ergebnisentwicklung 2011/2012…… 13
Entwicklung Bilanzkennzahlen…… 14

Prognosen…… 16
Geschäftsstrategie…… 16
Projektpipeline…… 17
Umsatz- und Ergebnisprognosen…… 18
Bonitätskennzahlen…… 19

Anleihebedingungen…… 20

Anleihebewertung/Marktvergleich…… 22

Fazit…… 26

Disclaimer und Haftungsausschluss …… II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG…… IV

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

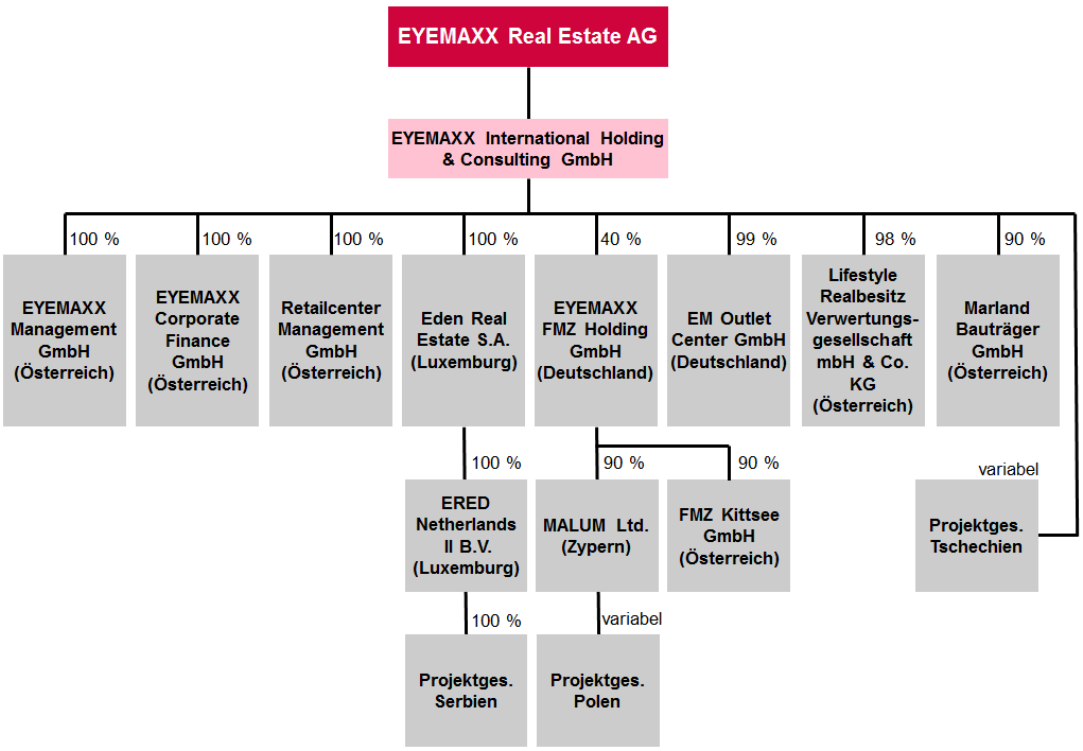
Geschäftstätigkeit und Strategie

Historie

1996	Gründung der operativen Tochter, EYEMAXX INTERNATIONAL HOLDING & CONSULTING GmbH durch den Alleingesellschafter und Geschäftsführer Dr. Michael Müller
1996	Die EYEMAXX INTERNATIONAL HOLDING & CONSULTING GmbH war als Auffanggesellschaft zur Übernahme der weltweiten Tochtergesellschaften des „CARRERA-OPTYL“ Konzerns konzipiert
1998-1999	Sukzessiver Verkauf der weltweiten EYEMAXX Vertriebsniederlassungen (früher „CARRERA-OPTYL“)
2000	Spezialisierung der EYEMAXX-Firmengruppe auf Immobilienentwicklung in Mittel– und Südosteuropa
2011	Einbringung der EYEMAXX International in den Börsenmantel (General Standard) der Amictus AG (ISIN DE000A0V9L94) im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung.
2011	Anleiheemission einer 7,5 %-Unternehmensanleihe (Emittent: Amictus AG) mit einem Volumen von bis zu 25,00 Mio. €
2011	Umfirmierung als EYEMAXX Real Estate AG
2006-2011	Realisierung von Immobilienprojekten mit einem Volumen von etwa 200 Mio. €
2012	Emission einer 7,75 %-Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 15,00 Mio. €
2013	Projektpipeline mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von über 100,00 Mio. €
2013	Emission einer 7,875 %-Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 15,00 Mio. €

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Anhand der umseitigen Darstellung des Konsolidierungskreises der EYEMAXX Real Estate AG (im Folgenden: EYEMAXX) wird der für Projektentwickler typische Holdingcharakter ersichtlich. Die Anleiheemittentin übernimmt dabei innerhalb des Konzernkreises Steuerungs- und Kontrollaufgaben und ist gleichzeitig für die Finanzierung der Gruppe (Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital) zuständig.

Die einzelnen Projekte werden in hierfür vorgesehene Projektgesellschaften (SPV=Special Purpose Vehicles) ausgelagert und je nach Beteiligungshöhe entweder vollkonsolidiert (Beteiligungshöhe > 50 %) oder als Beteiligungen nach der „At Equity-Methode“ im Konzern einbezogen. Innerhalb des Konsolidierungskreises nehmen die Projektgesellschaften (SPV) Dienstleistungen während der Projektentwicklung in Anspruch. So werden beispielsweise die Liegenschaftssuche, Finanzierungsvermittlung, Projektmanagement, Projektsteuerung, Ausschreibungen, die Vermietung oder der Verkauf von den eigenen Dienstleistungsgesellschaften übernommen. Nach Projektfertigstellung wird die Betreuung (facility management) entweder intern übernommen oder Drittgesellschaften übertragen.

Der anschließende Verkauf der üblicherweise vermieteten Objekte kann dabei sowohl als Paketveräußerung als auch als Einzelverkauf an Investoren erfolgen. Im Rahmen dessen werden die Geschäftsanteile der Projektgesellschaft (Asset Deal) veräußert.

Angestrebt wird ein Finanzierungsmix von 20-40 % Eigenkapital und 60-80 % Fremdkapital. Das Kapital wird entsprechend der Beteiligungshöhe an der Projektgesellschaft von der Emittentin zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus sollen die künftigen Projektgesellschaften unterhalb einer Zwischenholding (EYEMAXX-Beteiligung < 50 %; schiefe Gewinnverteilung siehe Seite 16) angesiedelt werden, was unter anderem eine Teilkonsolidierung (At-Equity) der Projektgesellschaften zur Folge hat. In diesem Konstrukt haben die Erträge aus den Projektgesellschaften sowohl auf die Umsatzentwicklung als auch auf die Kostenpositionen der EYEMAXX keine explizite Auswirkung. Die At-Equity-Ertragsbestandteile werden dann im Beteiligungsergebnis ausgewiesen. Ein wesentlicher Vorteil dieser Strategie ist der Umstand, wonach eine höhere Finanzierungsgeschwindigkeit erreicht werden kann. So kann die EYEMAXX als Holdinggesellschaft Fremdkapital auf Ebene der SPV als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital einsetzen. Zusätzlich hierzu können weitere Fremdmittel auf Projektebene hinzugezogen werden (non recours-Darlehen) was somit höhere Investitionsvolumina ermöglicht. Darüber hinaus geht diese Vorgehensweise mit erheblichen Steuereinsparungen auf Holdingebene einher. Denn das bereits auf Projektebene versteuerte Beteiligungsergebnis wird gemäß internationalem Schachtelprivileg auf Holdingebene mit einer Bemessungsgrundlage von lediglich 5 % herangezogen.

Geschäftsstrategie der EYEMAXX Real Estate AG

Das Geschäftsmodell der EYEMAXX umfasst in erster Linie den Hauptbereich „**Entwicklung und Verkauf von Gewerbeimmobilien**“, welcher einerseits das Stammgeschäft der „Fachmarktzentren“ sowie andererseits die sonstigen Geschäftsbereiche „Taylormade Solutions“, „Factory Outlet Center (FOC)“ und „Logistikimmobilien“ beinhaltet. Flankierend hierzu beabsichtigt die Gesellschaft opportunistisch den Aufbau von **Bestandsimmobilien** voranzutreiben, um von laufenden Mieterträgen und einer damit einhergehenden Verstetigung der Umsätze zu profitieren.

Entwicklung und Verkauf von Gewerbeimmobilien

Stammgeschäft Fachmarktzentren

Das Stammgeschäft der EYEMAXX ist die Entwicklung von Fachmarktzentren mit dem regionalen Fokus auf den bereits etablierten Märkten Österreich und Deutschland sowie auf den dynamischen Märkten Mittel- und Osteuropas (Polen, Tschechien, Slowakei, Slowenien, Serbien). 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 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 Einwoh-

nerzahl 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 etwa 200 Mio. € (seit 2006) weist die Gesellschaft einen umfangreichen Track Rekord auf.

Taylormade Solutions

In diesem Geschäftszweig realisiert die EYEMAXX maßgeschneiderte Auftragsprojekte, welche gemäß Unternehmensstrategie nur bei Vorliegen konkreter Mietvereinbarungen (mind. 15 Jahre Mietvertrag) durchgeführt werden. Aufgrund eines daraus resultierenden geringeren Risikos fallen in diesem Geschäftsbereich sowohl die Finanzierungskosten als auch die Ergebnismargen im Vergleich zum Stammgeschäft niedriger aus. Neben der Errichtung von Einzelhandelsimmobilien werden im Rahmen von Taylormade Solutions zugleich Diskontmärkte, Baumärkte sowie auch Economy-/Budgethotels geplant und errichtet. Somit sollen sowohl das bisher erworbene Know-How synergetisch ausgeweitet als auch Kundenbeziehungen gestärkt werden. In diesem Bereich konnte die EYEMAXX bereits mit dem BAUHAUS-Konzern ein Projekt in Budweis (Tschechien) erfolgreich umsetzen.

Factory Outlet Center (FOC)

Die EYEMAXX hat im Jahr 2007 mehrere Liegenschaften mit einer Gesamtfläche von etwa 49 ha (davon 40 ha Bauland) in der unmittelbaren Nähe von Belgrad erworben. Voraussichtlich können diese Flächen, für die bereits die Genehmigung zur Nutzung als Handels– und Logistikflächen vorliegt, ab dem laufenden Geschäftsjahr 2012/2013 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 Logistiknutzung zugeführt werden.

Logistikimmobilien

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Bestandsimmobilien

Neben der Projektierung und Veräußerung von Gewerbeimmobilien hat die EYEMAXX ihre Geschäftsstrategie um den Bereich der „Bestandsimmobilien“ erweitert. Im Vordergrund steht hier der Kerngedanke einer Verstetigung der Umsätze und Cashflows, welche besonders vor dem Hintergrund derzeit attraktiver Renditen von Logistik- und Büroimmobilien möglich ist. Dabei will die Gesellschaft Marktopportunitäten wahrnehmen, um das aktuelle Bestandsportfolio um ausgewählte Gewerbeimmobilien zu erweitern. Der derzeitige Bestand umfasst insgesamt 6 vermietete Logistikzentren und eine Büroimmobilie in Österreich und Deutschland, woraus sich jährliche Mieterträge in Höhe von etwa 1,0 Mio. € generieren lassen.

Track Rekord und Projektpipeline der EYEMAXX Real Estate AG

Wie im Folgenden zu entnehmen, hat die Gesellschaft eine umfangreiche Projektpipeline (derzeitiges Investitionsvolumen > 100 Mio. €) aufgebaut. Dass die EYEMAXX in der Lage ist diese zu realisieren, lässt sich anhand des bisherigen Track Rekord, welcher seit dem Jahr 2006 Immobilienprojekte mit einem Gesamtprojektvolumen von über 200 Mio. € umfasst, gut ersehen. Folgende Übersicht ist ein exemplarischer Auszug von in der Slowakei und Tschechien realisierten Projekten:

STOP.SHOP.* Rakonvnìk (CZ)	
Grundstücksgröße: 11.900 qm	
Vermietbare Fläche: 4.470 qm	
Ankerbetrieb: Tesco	
Geöffnet seit: 12/2008	
Investitionsvolumen: 4,8 Mio. €	

STOP.SHOP.* Žatec (CZ)	
Grundstücksgröße: 17.400 qm	
Vermietbare Fläche: 5.700 qm	
Ankerbetrieb: Kaufland	
Geöffnet seit: 11/2009	
Investitionsvolumen: 6,2 Mio. €	

STOP.SHOP.* Ústì nad Orlicì (CZ)	
Grundstücksgröße: 12.000 qm	
Vermietbare Fläche: 4.215 qm	
Ankerbetriebe: Plus, Penny, Lidl	
Geöffnet seit: 11/2009	
Investitionsvolumen: 4,3 Mio. €	

BAUHAUS České Budějovice (CZ)	
Grundstücksgröße: 41.714 qm	
Vermietbare Fläche: 17.625 qm	
Ankerbetrieb: BAUHAUS	
Geöffnet seit: 04/2010	
Investitionsvolumen: 15,0 Mio. €	

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Einkaufszentrum STOP.SHOP.* Liptovský Mikuláš (Slowakei)	
Grundstücksgröße: 23.000 qm	
Vermietbare Fläche: 13.000 qm	
Ankerbetrieb: Tempo Supermarket	
Geöffnet seit: 11/2010	
Investitionsvolumen: 16,5 Mio. €	

STOP.SHOP.* Dolný Kubìn (Slowakei)	
Grundstücksgröße: 20.186 qm	
Vermietbare Fläche: 5.809 qm	
Ankerbetrieb: Tesco, Lidl	
Geöffnet seit: 04/2011	
Investitionsvolumen: 6,4 Mio. €	

*Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; * STOP.SHOP ist eine Marke der IMMOFINANZ-Group an welche die Projekte plangemäß verkauft wurden*

Die genannten Beispiele wurden gemäß der alten Unternehmensstrategie als „forward sale"-Projekte realisiert. Die derzeitige Projektpipeline wird hingegen im Rahmen der Eigenfinanzierung (ohne vorherige Projektveräußerung) abgearbeitet. Einerseits bedeutet dies, dass die EYEMAXX die Projektfinanzierung ohne Einbezug der Käuferseite stemmen muß. Auf der anderen Seite bietet jedoch die eigenfinanzierte Vorgehensweise einen höheren Erlösanteil aus der Projektentwicklung. Folgende Vorteile lassen sich zusammenfassen:

- Die erzielbaren Verkaufserlöse bei eigenfinanzierten Projekten liegen höher als bei Projekten, welche im Rahmen von forward sale vorab veräußert werden.
- Aufgrund günstigerer Finanzierungskosten (EYEMAXX muss für die vom Partner eingebrachten Eigenkapitalanteile keine Zinsen mehr bezahlen) liegen die Gesamtinvestitionskosten eines eigenfinanzierten Projektes niedriger (gemäß Unternehmensangaben sind die Finanzierungskosten um mehr als 10 % niedriger als bei der Private Equity-Finanzierung)
- Der gesamte Gewinn der eigenfinanzierten Projektgesellschaft kommt der EYEMAXX zugute (gemäß Unternehmensangaben kann ein insgesamt mehr als doppelt so hoher Deckungsbeitrag erzielt werden).

In der nachstehenden Tabelle finden sich diejenigen geplanten Projekte (Fertigstellung bis Ende 2015), für die bereits eine Grundstückssicherung besteht bzw. sich derzeit in Ausarbeitung befindet.

Projekt	Land	Gesamtinvestitionsvolumen in Mio. €	vermietbare Fläche in qm	geplante Fertigstellung
FMZ Kittsee	Österreich	12,77	10.645	1. HJ 2013
FMZ Olawa	Polen	2,06	2.100	2. HJ 2013
FMZ Garwolin	Polen	7,04	6.200	2. HJ 2013
FMZ Pehlrimov	Tschechien	1,98	1.779	2. HJ 2013
FMZ Malbork	Polen	5,83	5.350	1. HJ 2014
FMZ Elk	Polen	8,46	6.250	1. HJ 2014
FMZ Plonsk	Polen	3,24	2.910	1. HJ 2014
FMZ Krnov	Tschechien	3,88	3.550	1. HJ 2014

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

FMZ Sternberk	Tschechien	1,91	1.765	2. HJ 2014
FMZ Louny	Tschechien	6,46	4.850	2. HJ 2014
FMZ Prerov	Tschechien	5,77	4.850	2. HJ 2014
Logcenter Belgrad I	Serbien	14,10	23.787	1. HJ 2014
Logcenter NIS	Serbien	10,35	13.221	1. HJ 2014
FOC Belgrad I	Serbien	6,38	3.000	2. HJ 2014
FMZ Belgrad	Serbien	13,35	14.200	1. HJ 2015
FOC Belgrad II	Serbien	6,14	3.000	2. HJ 2015
	Summe	**109,72**	**107.457**	

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der aus der Projektpipeline resultierende regionale Schwerpunkt teilt sich damit wie folgt dar:

Quelle: d-maps.com; EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Opportunistisch können darüber hinaus auch weiterhin Partnerprojekte im Rahmen von Private-Equity-Finanzierungen realisiert werden. Zugleich haben wir in dieser Darstellung diejenigen Projekte nicht berücksichtigt, deren Fertigstellungsdatum nach dem Jahresende 2015 erfolgt, beziehungsweise für die sich der Grundstücksankauf noch in der Prüfungsphase befindet.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Mag. Dr. (rer.soc.oec.) Michael Müller

Nach seinem Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Wirtschaftsuniversität Wien (Abschluss summa cum laude) durchlief Hr. Dr. Müller eine Ausbildung zum geprüften Unternehmensberater und CMC (Certified Management Consultant). Im Jahr 1996 gründete Hr. Dr. Müller die EYEMAXX International Holding & Consulting GmbH, mit dem anfänglichen Schwerpunkt auf der Optikbranche. Nach erfolgreicher Beendigung dieser Aktivitäten fokussierte sich die Gesellschaft mit ihren Tochtergesellschaften auf Immobilienentwicklungsprojekte in Zentraleuropa.

Die berufliche Laufbahn von Dr. Müller umfasst unter anderem seine Aktivität als Partner der TPA Treuhand Partner Austria Gruppe mit dem Schwerpunkt im Bereich Corporate Finance und merger & acquisition in der Slowakei und Tschechien. Neben seiner aktuellen Vorstandstätigkeit bei der EYEMAXX Real Estate AG ist Hr. Dr. Müller zugleich Gesellschafter und Geschäftsführer der Marland Wohnbau GmbH, einer Gesellschaft, die im Raum Graz Wohnbauten errichtet. Parallel hierzu bekleidet Dr. Müller die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden und über eine Privatstiftung des Alleinaktionärs der VST Verbundschalungstechnik AG, einer Gruppe, die mit 200 Mitarbeitern in der Baustoffindustrie tätig ist. Die Gesellschaft baut europaweit Projekte, vorwiegend im Wohnbau- und Hotelbereich.

Im Rahmen der privaten Vermögensverwaltung besitzt Dr. Michael Müller ein Portfolio von vermieteten Logistikimmobilien in Deutschland und Österreich.

Aufsichtsrat

Mag. Dr. Martin Piribauer (Vorsitzender des Aufsichtsrats)

Der studierte Betriebswirt und promovierte Sozial– und Wirtschaftswissenschaftler Herr Dr. Piribauer hat nach seiner akademischen Laufbahn Managementpositionen in verschiedenen Großunternehmen bekleidet. Seit 2008 ist Hr. Dr. Piribauer selbstständiger Unternehmensberater mit den Fachgebieten Reorganisation, Unternehmensbewertung, Controlling und Financial Management. Unter anderem war er als Consultant für die Allgemein Baugesellschaft A. Porr AG tätig.

Franz Gulz (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)

Hr. Gulz ist seit 1969 Unternehmer. In seiner beruflichen Laufbahn gründete Hr. Gulz zahlreiche Unternehmen in Deutschland und Österreich. So gründete er die Gulz & Partner Development GmbH, Schlosspark Obersiebenbrunn Errichtungs- und Verwertungsgesellschaft mbH oder die Prosperius Vermögensverwaltung GmbH.

Mag. (juris.) Maximilian Pasquali, LL.M.

Nach seinen Studien der Rechtswissenschaften in Österreich, Belgien und den USA erwarb Hr. Pasquali seine Rechtspraxis an diversen Wiener Gerichten sowie in internationalen Rechtsanwalts-Sozietäten. Seit 2008 ist Hr. Pasquali Prokurist der EYEMAXX Management GmbH, einer Gesellschaft, für die er zwischen 2006-2010 tätig war.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

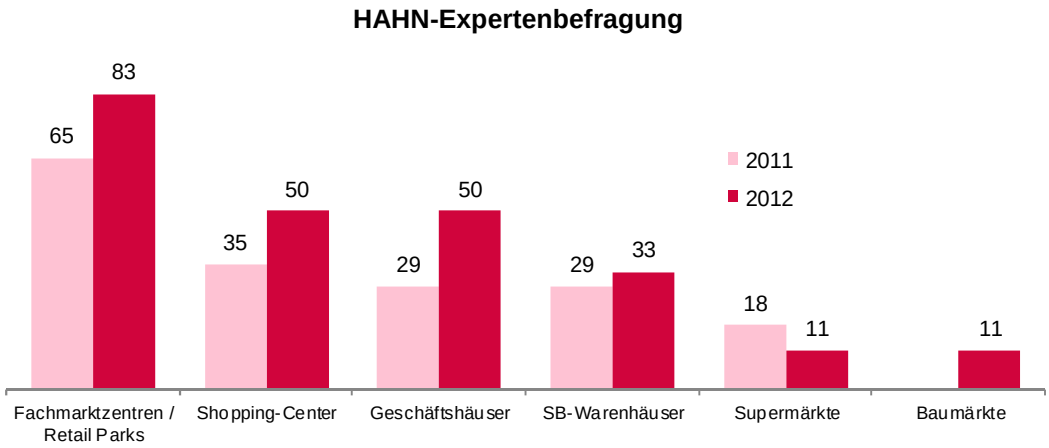
Markt und Marktumfeld - Hohe Aufholpotenziale in den EYEMAXX-Regionen

Die nachfolgende Marktanalyse ist stark an der strategischen und regionalen Ausrichtung der EYEMAXX angelehnt. Einerseits wird der regionale Fokus der Gesellschaft, welcher gemäß Projektpipeline die Länder Polen, Tschechien, Serbien und Österreich einbezieht, berücksichtigt. Mit der geplanten Errichtung von Fachmarktzentren, Logistikzentren sowie Factory Outlet Center in den oben genannten Regionen, weist die EYEMAXX eine Abhängigkeit zur allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere zum Konsum der entsprechenden Länder auf. Demzufolge beschränkt sich die nachfolgende Marktanalyse auf diese Faktoren. Zunächst erfolgt jedoch eine Differenzierung der Assetklasse „Fachmarktzentren“, da die Projektpipeline der Gesellschaft eine Konzentration auf diese Immobiliengattung aufweist.

Assetklasse Fachmarktzentren - Im Fokus der Investoren

Die Immobiliengattung „Fachmarktzentrum“ (FMZ) weist als Handelsimmobilie Besonderheiten auf, die eine Abgrenzung zu anderen Immobiliengattungen notwendig machen. Ein prägendes Merkmal ist die Tatsache, dass Fachmarktzentren im Gegensatz zu Shopping-Centern keine kleinteilige Mieterstruktur vorweisen. Vielmehr dominieren große Handelsunternehmen (im Falle von EYEMAXX: Takko, Deichmann, dm, etc.), mit zum Teil langfristig vereinbarten Mietverträgen. Dementsprechend ist eine langfristige Vermietung von Fachmarktzentren deutlich einfacher als bei anderen Einzelhandelsimmobilien. Zumal die Entwicklung von FMZ-Projekten in der Regel in enger Abstimmung mit dem Vermieter realisiert wird.

Die zunehmende Attraktivität dieser Immobiliengattung wird durch verschiedene Studien belegt. Insbesondere der Umstand, wonach FMZ in stadtrandnahe Lagen oder in der Nähe von Wohngebieten angesiedelt sind, wird als ein wichtiger Vorteil angesehen. Künftig sollen kostenbewusste Händler verstärkt preiswerte Standorte ansteuern, ein Vorgehen, welches den Fachmarktzentren zugute kommen sollte. Gemäß Schätzungen von Henderson Research machen die Mieten von FMZ lediglich 25 % der Mieten erstklassiger Einkaufszentren aus. Gut belegt wird die zunehmende Attraktivität der FMZ auch im Rahmen der „Hahn Expertenbefragung Immobilieninvestoren“, wonach Investitionen in Fachmarktzentren und Retail Parks am stärksten im Fokus der Investoren liegen.

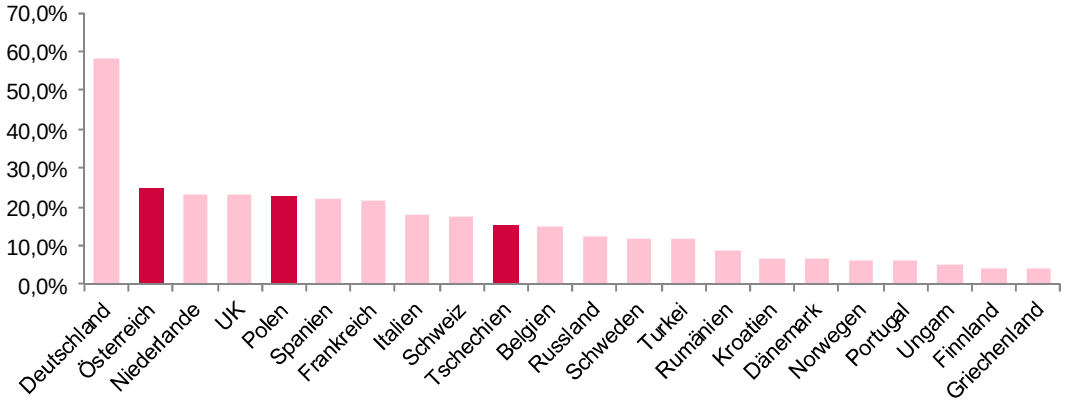


Quelle: GBC AG; HAHN Gruppe: Auf welche Objekttypen fokussieren Sie sich bei zukünftigen Akquisitionen im Bereich Handelsimmobilien?

Wir erkennen eine Verbindung zwischen der Investitionsbereitschaft in Fachmarktzentren und den Expansionsgebieten der Einzelhändler. In der Langzeituntersuchung „How Active are Retailers in EMEA“ stufen die Einzelhändler insbesondere Deutschland, Österreich, die Niederlande, UK und Polen als attraktive Zielregionen ein. Die Tschechische Republik wird ebenfalls als attraktiv eingestuft, wodurch sich die EYEMAXX-Zielregionen insgesamt im besonderen Fokus der Einzelhändler befinden.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Expansionsregionen von Einzelhändlern (in %)



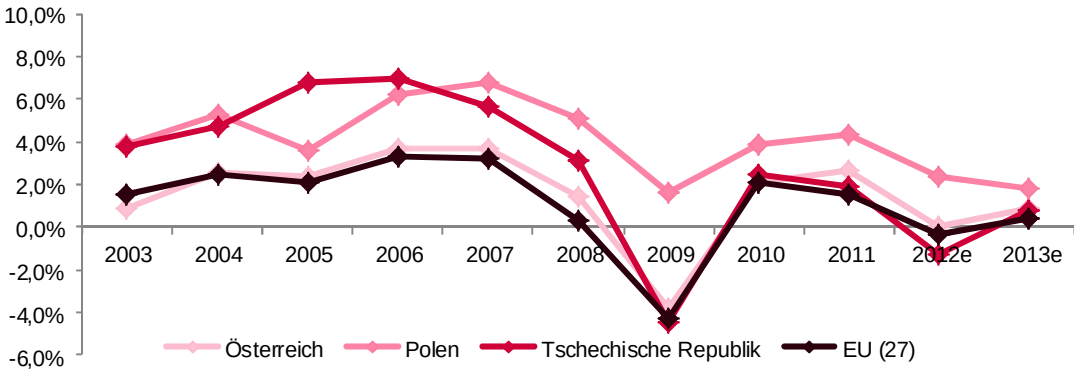
Quelle: CB Richard Ellis; GBC AG

Die vergleichsweise hohe Attraktivität der EYEMAXX-Zielregionen beruht einerseits auf einer stabilen Wirtschafts– und Konsumentwicklung und ist andererseits als eine Folge einer strukturellen Versorgungslücke zu verstehen. Gemessen an der Verkaufsflächendichte weisen beispielsweise die Tschechische Republik und Polen noch starkes Aufholpotenzial auf. Mit Verkaufsflächen von lediglich 940 qm/1.000 Einwohner (Tschechische Republik) respektive 850 qm/1.000 Einwohner (Polen) gelten diese Länder als verhältnismäßig unterversorgt. Österreich ist zwar mit einer Verkaufsflächendichte von 1.710 qm/1.000 qm relativ gut ausgestattet, diese Region gilt vor dem Hintergrund einer hohen Kaufkraft der Bürger dennoch als attraktiver Investitionsstandort (Quelle: RegioData Research).

BIP und Konsumentwicklung in CEE - Auch in der Krise vergleichsweise solide

Diese Erkenntnisse sind im Zusammenhang mit einer Konjunkturentwicklung zu verstehen, die besonders in den EYEMAXX-Zielregionen vergleichsweise stabil ausgefallen ist. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt weist speziell Polen auch während der Finanzkrise im Jahr 2009 ein Wirtschaftswachstum (2009: +1,6 %) auf. In den darauffolgenden Jahren hat sich die polnische Wirtschaft mit Wachstumsraten von +3,9 % (2010) und +4,3 % (2011) an die europäische Spitze gesetzt. Auch Österreich und die Tschechische Republik konnten sich in diesem Zusammenhang besser als der europäische Durchschnitt (EU 27) entwickeln:

BIP-Veränderung ggü. VJ (in %)



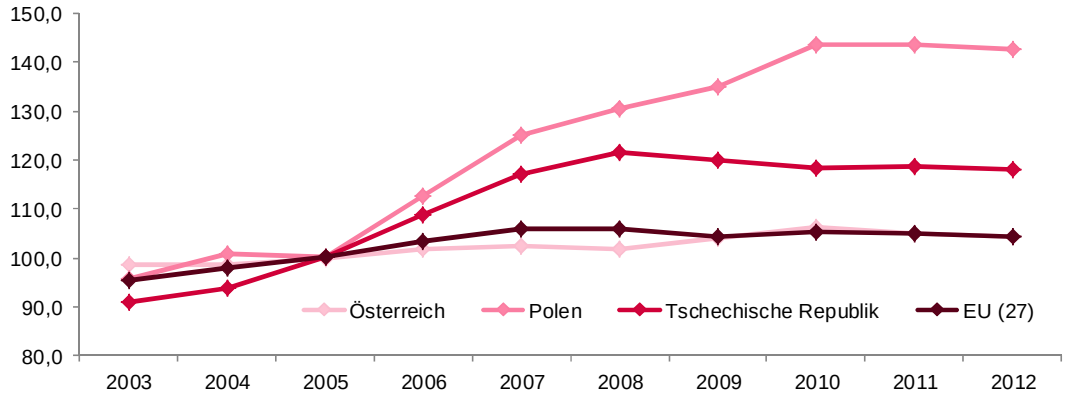
Quelle: Eurostat; GBC AG

Gemäß Prognosen würde sich die europäische Staatsschuldenkrise auch auf die Zielregionen der EYEMAXX auswirken, so dass mit einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik gerechnet wird. Da jedoch sowohl Polen als auch die Tschechische Republik und Österreich über insgesamt stabile Binnenmärkte verfügen sowie weiterhin attraktive Investitionsstandorte darstellen, sollte die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder weiterhin solide ausfallen. Im laufenden Jahr 2013 dürfte gemäß Prognosen das BIP-Wachstum oberhalb

des europäischen Durchschnitts liegen.

Ein wesentlicher Beitrag zu dieser Entwicklung leisteten die privaten Konsumausgaben der entsprechenden Länder. Analog zur BIP-Entwicklung setzte sich speziell Polen mit einer hohen Dynamik vom europäischen Durchschnitt (EU 27) ab. Österreich und die Tschechische Republik bewegten sich hinsichtlich der Konsumausgaben auf europäischem Niveau (EU 27). Gemessen am Jahr 2005 weisen jedoch insbesondere Polen und Tschechien einen relativ starken Anstieg der Einzelhandelsumsätze auf. Österreich liegt diesbezüglich in den letzten Jahren exakt auf dem Niveau der 27 EU-Staaten:

Umsatzindex Einzelhandel (2005=100)



Quelle: Eurostat; GBC AG

Zusammenfassend lässt sich demnach die regionale Strategie der EYEMAXX Real Estate AG mit dem Fokus auf der Projektierung von Fachmarktzentren nachvollziehen. Zumal dieses Segment aufgrund der geringen Investitionskosten von 5,0 Mio. € - 10,0 Mio. € je Objekt als kleinteilig und wenig wettbewerbsintensiv bezeichnet werden kann. Denn die großen Immobilienentwickler würden gemäß Unternehmensangaben 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 (Einzelhändler) fehlt. Nicht zuletzt aufgrund des bisherigen Track Rekords und des daraus entstandenen Netzwerks, lässt sich für die Gesellschaft ein relativ hoher Marktanteil in den Zielregionen erwarten.

Marktumfeld Serbien

In unmittelbarer Nähe an Belgrad (Serbien) hat die Gesellschaft in Stara Pazova eine 40 ha große Liegenschaft erworben, die gemäß bereits verabschiedetem Regulationsplan für die Errichtung von Logistik– und Einzelhandelsimmobilien genutzt werden soll.

Insgesamt werden die Marktvorgaben für Serbien in einer von „LeRoy Realty Consultants“ durchgeführten Studie als positiv eingestuft. So würde den Wachstumstendenzen der Serbischen Wirtschaft eine nur unterdurchschnittliche Entwicklung von Industrie– und Logistikflächen stehen. Insbesondere die strategisch zentrale Position Serbiens als Verbindung zwischen Westeuropa und dem mittleren Osten, dürfte die künftige Entwicklung von Logistikimmobilien positiv beeinflussen.

Auch die Flächendichte von Einzelhandelsimmobilien gilt in Serbien mit lediglich ca. 100 qm/1.000 Einwohner als ausgesprochen unterentwickelt. Gemäß der oben erwähnten Studie ist die Kaufkraft der Bewohner Belgrads die höchste im Land. Demzufolge fokussiert sich der Großteil der Einzelhändler auf diese Region, was die Schlussfolgerung eines Nachfrageanstieges in dieser für die EYEMAXX wichtigen Region zulässt. Erwähnenswert ist zudem die Tatsache, dass bis zum jetzigen Zeitpunkt in Serbien kein vergleichbares Outlet Center existiert. Somit nimmt das von der EYEMAXX geplante Projekt eine Sonderstellung ein.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Geschäftsentwicklung 2011/2012 - Hohe Rentabilität erreicht

in Mio. €	01.01.10 - 31.12.10 GJ 2010	01.01.11 - 31.10.11 GJ 2011	01.11.11 - 31.10.12 GJ 2011/2012
Umsatzerlöse	14,15	4,23	1,53
Gesamtleistung (GL)*[1]	16,56	2,83	9,34
EBITDA*[1]	1,70	1,94	4,94
EBITDA-Marge auf GL	*10,3 %*	*68,6 %*	*52,9 %*
EBIT*[1]	1,47	1,77	4,80
EBIT-Marge auf GL	*8,9 %*	*62,5 %*	*51,5 %*
Jahresüberschuss	0,43	1,35	2,61

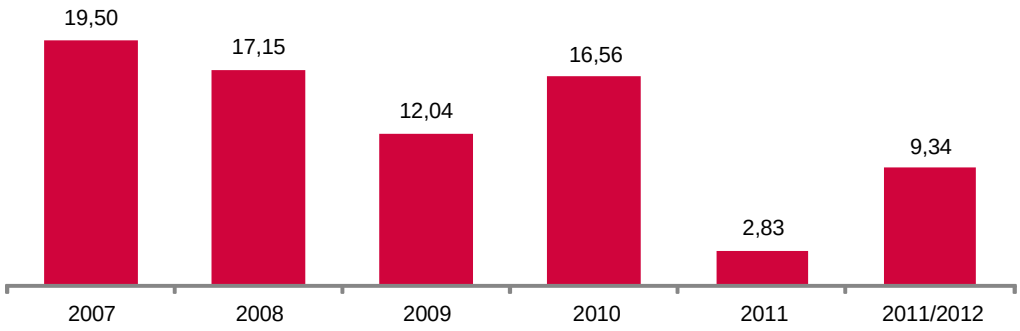
*[1]nach GBC-Berechnungen

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Eine historische Betrachtung der EYEMAXX-Geschäftsentwicklung muss vor dem Hintergrund der vorgenommenen Strategieänderung angestellt werden. Im Rahmen des bisherigen Geschäftsmodells wurden die Projektentwicklungen als „forward sale-Projekte" realisiert. Aufgrund der frühzeitig feststehenden Verkaufspreise wurden diese bereits während der Erstellungsphase anteilig als Umsätze berücksichtigt. Gemäß aktueller Unternehmensstrategie, wonach die Projekte größtenteils erst nach der Finalisierung veräußert werden, findet eine Umsatzrealisierung erst zu diesem Zeitpunkt statt. Zudem werden die aktuellen Projektgesellschaften in der Regel nicht mehr vollkonsolidiert, was zur Folge hat, dass lediglich die Ergebnisbestandteile (ohne Umsatz– und Kostenauswirkung) als At-Equity-Ergebnis ausgewiesen werden. Tendenziell ergibt sich daraus ein vergleichsweise niedrigeres Umsatzniveau, bei allerdings höheren Ergebnismargen.

Diesem Umstand entsprechen wir, indem wir eine Erfolgsanalyse auf die Entwicklung der Gesamtleistung aufbauen. Berücksichtigt werden darin die Umsatzerlöse, Bestandsveränderungen, aktivierte Eigenleistungen, Bewertungsänderungen sowie das Beteiligungsergebnis.

Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

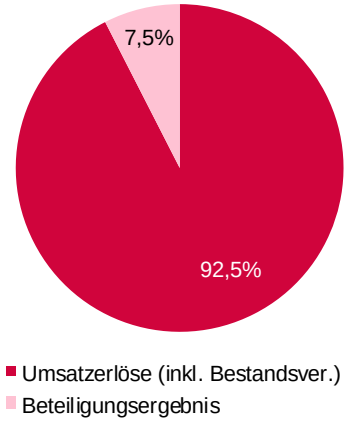
Das vorstehende Schaubild belegt nochmals die Strategieänderung der EYEMAXX. Während die vollkonsolidierten Projektgesellschaften bis zum Rumpfgeschäftsjahr 2011 vollständig umsatzwirksam waren, ist dies in den letzten beiden Geschäftsjahren nur noch eingeschränkt der Fall gewesen. Zwar wurden im Geschäftsjahr 2011 Projekte veräußert (Kosice sro und STOP.SHOP Liptovsky Mikulas s.r.o.), diese waren jedoch bereits während der Erstellungsphase in den Vorjahren umsatzwirksam (vorgezogene Umsatzrealisierung).

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/2012 konnte die EYEMAXX eine deutliche Steigerung

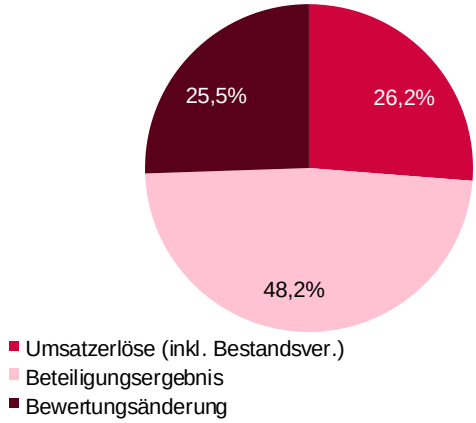
der Gesamtleistung um +230,0 % auf 9,34 Mio. € (VJ: 2,83 Mio. €) realisieren. Dieser Entwicklung liegen mehrere Faktoren zugrunde. Hauptsächlich verantwortlich zeigen sich dabei die Beteiligungserträge der nicht vollkonsolidierten Projektgesellschaften, hier speziell die Entwicklung des Immobilienprojektes im österreichischen Kittsee (nicht vollkonsolidiert da die SPV unterhalb der 40%igen Tochtergesellschaft EYEMAXX FMZ Holding GmbH Deutschland angesiedelt ist) sowie der Erwerb von 98 % der Kommanditanteile an der Lifestyle Realbesitz- Verwertungsgesellschaft mbH & Co. KG (nicht vollkonsolidiert, da keine Beherrschung vorhanden). Das At-Equity-Beteiligungsergebnis erhöhte sich dabei gegenüber dem Vorjahr signifikant auf 4,50 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €).

Zugleich weist die Gesellschaft eine positive Marktwertveränderung der voll konsolidierten Immobilien in Belgrad sowie von neu erworbenen Immobilien in Deutschland (Nürnberg) und Österreich (Linz) in Höhe von 2,39 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) auf. Insgesamt haben damit im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/2012 die Umsätze eine vergleichsweise untergeordnete Rolle gespielt. Im Rahmen der aktuellen Unternehmensstrategie dürfte sich diese Entwicklung künftig fortsetzen, wenngleich die Mieterträge aus dem Bestandsgeschäft zu einer geringfügigen Stabilisierung der Konzernumsätze führen sollten.

Umsatzaufteilung GJ 2011



Umsatzaufteilung GJ 2011/2012

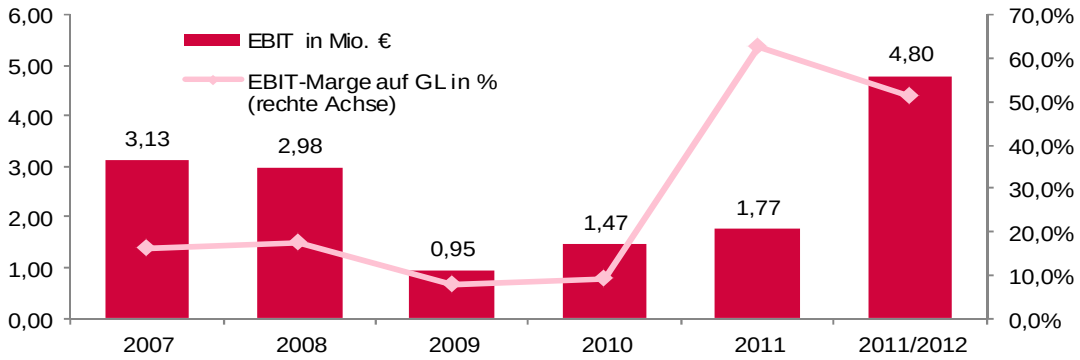


Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2011/2012 - Deutlicher Ergebnisanstieg bei geringen Kosten

Auch die Ergebnisentwicklung der EYEMAXX drückt die Strategie der Gesellschaft aus, wodurch aufgrund des hohen Anteils an nicht vollkonsolidierten Projektgesellschaften, Kosten in einem nur geringen Umfang anfallen. Typischerweise für Holdinggesellschaften stehen die wesentlichen Kostenpositionen im direkten Zusammenhang mit den Holdingaufgaben (Personalaufwand, Kapitalbeschaffung, Rechtsberatung, Konsolidierungsaufwendungen).

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

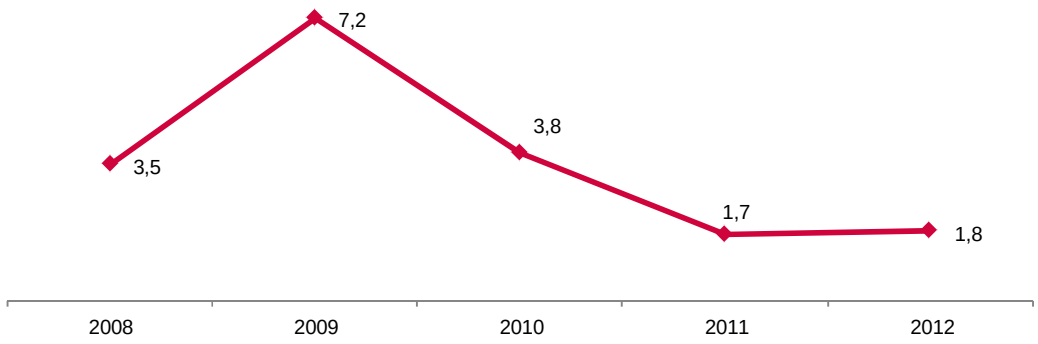


Insgesamt haben sich diese Kostenpositionen, welche wir als Overheadkosten deklarieren, gegenüber dem Vorjahr sehr solide entwickelt, was infolge der Gesamtleistungsausweitung einen deutlichen Anstieg des EBIT von 1,77 Mio. € (GJ 2011) auf 4,80 Mio. € (GJ 2011/2012) zur Folge hatte. Es ist zu beachten, dass das Vorjahresergebnis durch hohe Erstkonsoliderungserträge in Höhe von 3,61 Mio. € positiv geprägt war. Diese betrafen den Zukauf der restlichen 50 % an der Gesellschaft Log Center d.o.o. Belgrad.

Erwähnenswert ist darüber hinaus das geringe Niveau der Materialaufwendungen. Während noch im Zuge der Vollkonsolidierung bis zum Geschäftsjahr 2010 der gesamte Materialaufwand explizit in der Konzernergebnisrechnung berücksichtigt war, werden diese nun vorgelagert auf Ebene der Projektgesellschaften einbezogen. Demzufolge fällt das Ergebnisniveau mit einer auf der Gesamtleistung bezogenen EBIT-Marge von 51,5 % verhältnismäßig hoch aus.

Damit verbunden ist auch eine solide Entwicklung der Zinsdeckungsgrade, welche trotz erhöhter Finanzaufwendungen von 2,70 Mio. € (VJ: 1,03 Mio. €) in etwa dem Vorjahresniveau entsprachen. Auf EBITDA-Basis reduzierte sich zwar der Zinsdeckungsgrad marginal von 1,9 (GJ 2011) auf 1,8 (GJ 2011/2012) auf EBIT-Basis steigerte sich dieser sogar leicht auf 1,8 (VJ: 1,7). Würden die Zinserträge hinzugerechnet, so läge der bereinigte EBIT-Zinsdeckungsgrad bei einem sehr guten Wert von 2,9 (VJ: 2,7).

EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Entwicklung Bilanzkennzahlen - Weiterhin solide mit einer EK-Quote von 35,1 %

in Mio. €	31.12.2010	31.10.2011	31.10.2012
Eigenkapital (EK-Quote bereinigt*)	14,15 *(42,0 %)*	14,85 *(47,7 %)*	16,55 *(35,1 %)*
zinstragende Verbindlichkeiten	13,26	12,11	31,63
Finanzvermögen	0,83	4,05	4,36
Net Debt	12,43	8,06	27,27
Anlagevermögen	6,07	23,48	33,57
WC (Working Capital)	20,76	3,83	1,29

** Bilanzsumme wurde um Cashposition bereinigt*

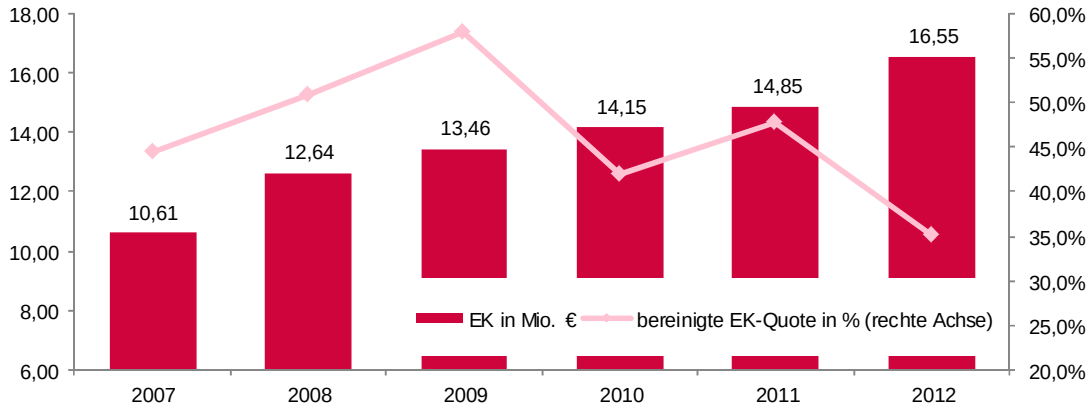
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die fortschreitende Projektentwicklung (insbesondere Projekt Kittsee) sowie auch die aus der Projektausweitung resultierende Zunahme der Beteiligungsgesellschaften, hatten in erster Linie eine Ausweitung der Bilanzsumme zur Folge. Der Anstieg des Anlagevermögens auf 43,72 Mio. € (31.10.11: 35,17 Mio. €) zeichnete sich hauptsächlich für die Ausweitung der Bilanzsumme auf 51,52 Mio. € (31.10.11: 35,17 Mio. €) verantwortlich.

Passivseitig wird diese Entwicklung sowohl durch eine Zunahme des Eigenkapitals als

auch des Fremdkapitals dargestellt. Im abgelaufenen Berichtszeitraum hatte die Gesellschaft eine Barkapitalerhöhung in Höhe von 0,50 Mio. € erfolgreich durchgeführt. Zugleich wirkte sich das Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,61 Mio. € ebenfalls auf das Eigenkapital positiv aus, so dass dieses auf 16,55 Mio. € (31.10.11: 14,85 Mio. €) zugelegt hat. Gemessen an der ausgeweiteten Bilanzsumme entspricht dies einer EK-Quote in Höhe von 32,1 % (31.10.11: 42,2 %). Wird die Cashposition berücksichtigt, dann ergibt sich hier ein bereinigter Wert in Höhe von 35,1 % (31.10.11: 47,7 %). Diese Größenordnung entspricht in etwa der mittel– bis langfristigen Unternehmensplanung, wodurch eine EK-Quote von etwa 30,0 % angestrebt wird.

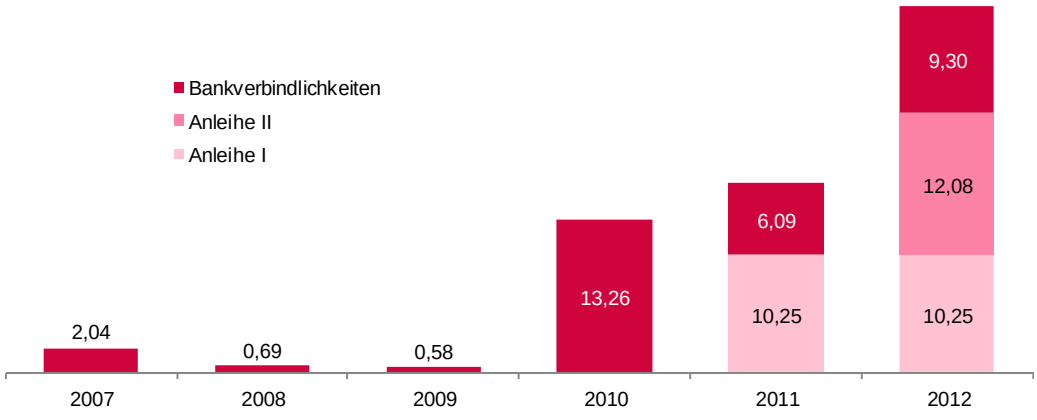
EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Flankierend hierzu hat die EYEMAXX im vergangenen Geschäftsjahr erfolgreich die zweite Unternehmensanleihe begeben und damit einen Nettoemissionserlös in Höhe von 10,63 Mio. € vereinnahmt. Bei sonst nahezu unveränderten Verbindlichkeiten erhöhte sich damit das Fremdkapital von 20,32 Mio. € (31.10.11) auf 34,98 Mio. €. Herauszustellen ist Laufzeitstruktur des zinstragenden Fremdkapitals, welches zu 95,0 % als langfristig klassifiziert wird.

Entwicklung der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Prognosen - Signifikanter Ergebnisanstieg erwartet; Projektpipeline mit hohen Potenzialen

in Mio. €	GJ 2011/2012	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e	GJ 2014/2015e
Umsatzerlöse	1,53	3,00	5,40	5,40
Gesamtleistung (GL)	9,34	10,05	14,65	17,50
EBITDA (*Marge auf GL*)	4,94 (*52,9 %*)	5,22 (*51,9 %*)	9,70 (*66,2 %*)	11,90 (*68,0 %*)
EBIT (*Marge auf GL*)	4,80 (*51,5 %*)	5,11 (*50,9 %*)	9,59 (*65,4 %*)	11,79 (*67,3 %*)
Jahresüberschuss	2,61	3,14	7,49	9,09

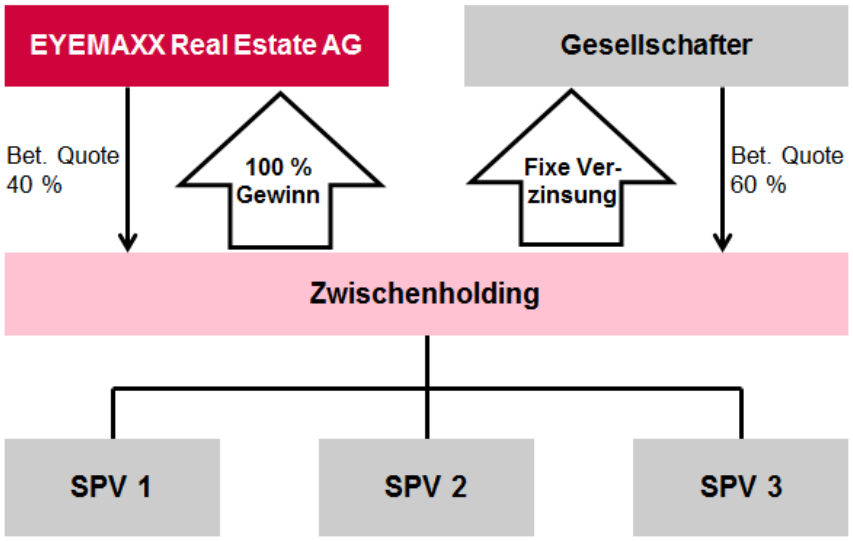
* * GL wurde vom Autor bereinigt, um eine Vergleichbarkeit zu ermöglichen

Quelle: GBC AG

Geschäftsstrategie

Die nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen orientieren sich stark an der Projektpipeline der Gesellschaft, welche nach aktuellem Stand ein Gesamtinvestitionsvolumen von über 100,00 Mio. € aufweist. Größtenteils sollen die künftigen Projekte gemäß Unternehmensstrategie im Rahmen der Eigenfinanzierung realisiert werden, was zwar einerseits mit einem erhöhten Finanzierungsaufwand, jedoch andererseits mit einer höheren Wertschöpfung und dementsprechend höheren Ergebnismargen einhergeht (Deckungsbeitrag: 25 %).

Ein weiterer wichtiger Aspekt der Unternehmensstrategie ist die Planung, bei der ein Teil der künftigen Projektgesellschaften nicht mehr direkt unter dem Holdingdach, sondern unterhalb einer Zwischenholding angesiedelt werden soll. Plangemäß soll der Beteiligungsanteil der EYEMAXX an dieser Zwischenholding bei rund 40 % liegen, was zur Folge hat, dass diese dann nicht mehr vollkonsolidiert sondern als At-Equity-Beteiligung berücksichtigt werden. Diese Vorgehensweise lässt sich gut anhand der Tochtergesellschaft EYEMAXX FMZ Holding GmbH erkennen, an der die EYEMAXX zu 40 % beteiligt ist. Die verbliebenen 60 % werden einem weiteren, konzernfremden Gesellschafter zugerechnet. Gemäß Gesellschaftsvertrag fallen jedoch im Zuge einer schiefen Gewinnverteilung 100 % der Gewinnanteile der EYEMAXX zu. Der zweite Gesellschafter erhält im Gegenzug eine fixe Verzinsung seines eingesetzten Kapitals. Folgendes Schema kommt dabei zum Einsatz:



Quelle: GBC AG

Bei der Anwendung dieses Schemas wird aufgrund des At-Equity-Beteiligungsansatzes der Projektgesellschaften lediglich der Nachsteuergewinn der Projekte in die konsolidierte Erfolgsrechnung der EYEMAXX als Beteiligungsergebnis sichtbar. Infolge dessen wird die EYEMAXX verhältnismäßig hohe Ergebnisniveaus vorweisen. Gleichzeitig berücksichtigen die Umsätze der Gesellschaft lediglich die Dienstleistungs- und sonstigen Erlöse (werden

an Tochtergesellschaften weiterverrechnet) sowie Mieteinnahmen aus den Bestandsimmobilien, die unseres Erachtens voll konsolidiert sein werden. Tendenziell werden die Umsatzerlöse als Größenordnung an Bedeutung verlieren, während im Zuge des Projektfortschritts die Beteiligungserträge an Bedeutung gewinnen werden. Aufgrund des operativen Charakters der At-Equity-Erträge, rechnen wir diese der Gesamtleistung zu.

Ein nicht zu vernachlässigender Vorteil sind darüber hinaus die Steuereinsparungen auf Holdingebene. Denn das bereits auf Projektebene versteuerte Beteiligungsergebnis wird gemäß internationalem Schachtelprivileg auf Holdingebene mit einer Bemessungsgrundlage von lediglich 5 % herangezogen.

Projektpipeline - Schlüssiges Finanzierungskonzept macht Realisierung möglich

Bei der Eigenfinanzierung der Projekte mit einem anvisierten Eigenkapitalanteil von 30 % an der Gesamtinvestitionssumme, ergibt sich aus der nachfolgend dargestellten aktuellen Projektpipeline ein Eigenkapitalbedarf von insgesamt 32,92 Mio. €. Diesen Betrag muss die EYEMAXX jedoch nicht als Eigenkapital zur Verfügung stellen. Die EYEMAXX kann das Konzernfremdkapital an die Projektgesellschaften als Eigenkapital weiterreichen. Dabei konnte die Gesellschaft in den letzten beiden Geschäftsjahren durch die Emission von zwei Unternehmensanleihen mit einem Volumen von 12,96 Mio. € (Anleihe I) respektive 11,45 Mio. € (Anleihe II) einen signifikanten Ausbau der Investitionsbasis erreichen. Gemäß Verwendungszweck der beiden Unternehmensanleihen stehen der EYEMAXX für neue Projekte Mittel in Höhe von 12,13 Mio. € zur Verfügung. Der aus der aktuellen, dritten Unternehmensanleihe erwartete Nettomittelzufluss in Höhe von 14,25 Mio. €, kann gemäß Verwendungszweck zu 80 % für die Projektfinanzierung eingesetzt werden. In Summe kann damit die EYEMAXX zur Finanzierung der Projektpipeline auf 23,53 Mio. € zurückgreifen. Neben dem Einbezug eines Finanzierungspartners, wird auch der zwischenzeitliche Abverkauf von Projekten zu einer erheblichen Entlastung des Kapitalbedarfs führen, was in unseren Augen die Finanzierung der nachfolgenden Projektpipeline sicherstellen sollte.

Projekt	Land	Gesamtinvestitionsvolumen in Mio. €	vermietbare Fläche in qm	geplante Fertigstellung
FMZ Kittsee	Österreich	12,77	10.645	1. HJ 2013
FMZ Olawa	Polen	2,06	2.100	2. HJ 2013
FMZ Garwolin	Polen	7,04	6.200	2. HJ 2013
FMZ Pehlrimov	Tschechien	1,98	1.779	2. HJ 2013
FMZ Malbork	Polen	5,83	5.350	1. HJ 2014
FMZ Elk	Polen	8,46	6.250	1. HJ 2014
FMZ Plonsk	Polen	3,24	2.910	1. HJ 2014
FMZ Krnov	Tschechien	3,88	3.550	1. HJ 2014
FMZ Sternberk	Tschechien	1,91	1.765	2. HJ 2014
FMZ Louny	Tschechien	6,46	4.850	2. HJ 2014
FMZ Prerov	Tschechien	5,77	4.850	2. HJ 2014
Logcenter Belgrad I	Serbien	14,10	23.787	1. HJ 2014
Logcenter NIS	Serbien	10,35	13.221	1. HJ 2014
FOC Belgrad I	Serbien	6,38	3.000	2. HJ 2014
FMZ Belgrad	Serbien	13,35	14.200	1. HJ 2015
FOC Belgrad II	Serbien	6,14	3.000	2. HJ 2015
	Summe	**109,72**	**107.457**	

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

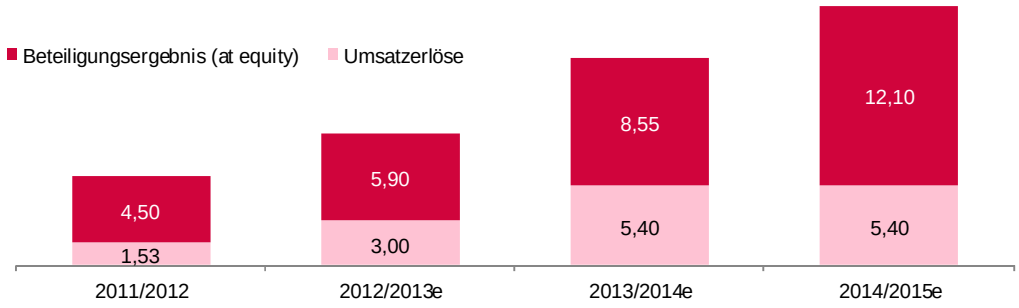
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Die erwartete Umsatzentwicklung sowie die Entwicklung des Beteiligungsergebnisses gibt die auf die Projektpipeline aufbauende Erwartung der sukzessiven Fertigstellung und Realisierung der Projektpipeline wieder. Einerseits rechnen wir mit einem Aufbau der Bestandsimmobilien, womit die EYEMAXX die Mieterträge und damit das Umsatzniveau auf eine Größenordnung von über 5,00 Mio. € stabilisieren sollte.

Die Beteiligungserträge, als zweite wichtige Ertragssäule, sollten gemäß unseren Erwartungen im Rahmen der sukzessiven Abarbeitung der Projektpipeline in den kommenden Geschäftsjahren deutlich zunehmen. Da die Beteiligungserträge dem Nachsteuergewinn der Projektgesellschaften entsprechen, haben wir für diese Prognosen den erwarteten Deckungsbeitrag in Höhe von 25,0 % zugrunde gelegt. Aus der Projektpipeline (Gesamtinvestitionsvolumen iHv 109,72 Mio. €) ergibt sich insgesamt ein Deckungsbeitrag in Höhe von 27,43 Mio. €. Wir rechnen für die kommenden drei Geschäftsjahre mit Beteiligungserträgen in Höhe von 26,55 Mio. € und bleiben damit marginal unterhalb des potenziellen Deckungsbeitrages. Die zwei Erlösgrößen teilen sich folgendermaßen auf:

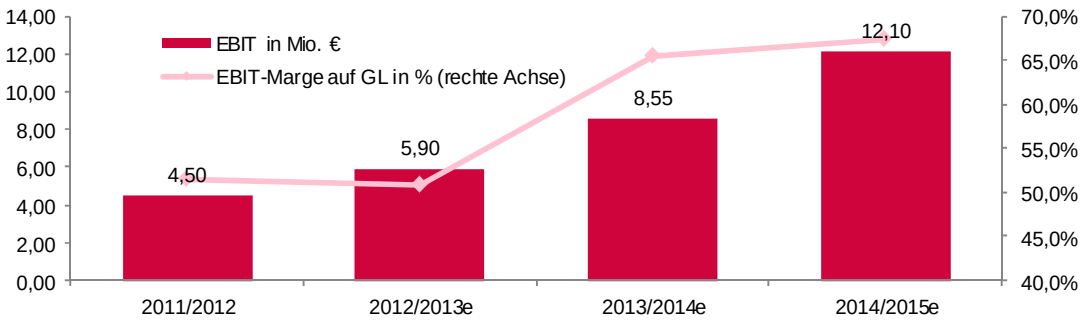
Top-Line Prognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die zunehmende Bedeutung der Beteiligungserträge, denen keine explizite Kostenposition entgegensteht, findet sich auch in unseren Ergebnisprognosen wieder. Wie bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011/2012 dürfte die Kostenstruktur der EYEMAXX für eine Holdinggesellschaft typisch schlank ausfallen. Dementsprechend sollte ein höherer Anteil der Beteiligungserträge mit einem Anstieg der Ergebnismargen einhergehen:

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



Quelle: GBC AG

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Bonitätskennzahlen - Sukzessive Verbesserung durch operativen Erfolg erwartet

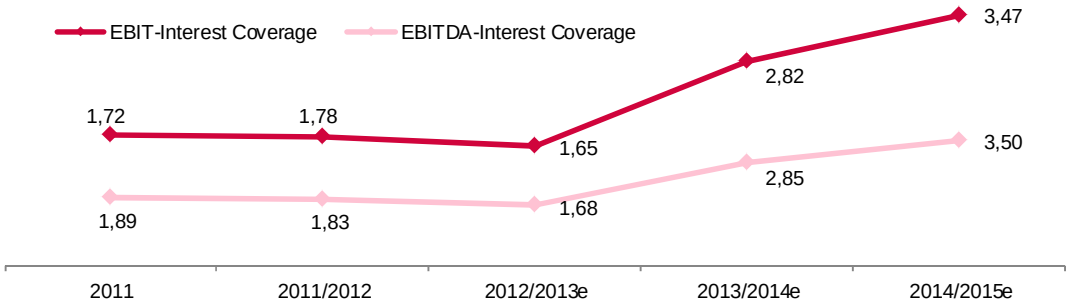
	GJ 2011/2012	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e	GJ 2014/2015e
EBITDA-Interest Coverage	1,83	1,68	2,85	3,50
EBIT-Interest Coverage	1,78	1,65	2,82	3,47
Total Debt / EBITDA	6,40	8,00	4,02	3,04
Total Net Debt / EBITDA	5,52	7,43	3,69	2,94
ROCE	13,8%	9,5%	15,7%	16,1%
EK-Quote (bereinigt*)	35,1%	34,0%	44,3%	53,8%

** Bilanzsumme wurde um Cashposition bereinigt*

Quelle: GBC AG

Der prognostizierte Ergebnisanstieg fällt gemäß unseren Planungen dynamischer aus, als im Vergleich dazu der Anstieg der Finanzaufwendungen. Zwar dürfte die neue Anleiheemission eine weitere Zunahme der Zinsaufwendungen nach sich ziehen, die EYEMAXX sollte dennoch gut in der Lage sein diese zu kompensieren, so dass die erwarteten Zinsdeckungsgrade in den kommenden Geschäftsjahren zulegen sollten. Wir rechnen bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr mit Zinsdeckungsgraden (sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis) von etwa 3,0. Damit wäre die EYEMAXX auch bei einem Ergebnisrückgang von über 60 % in der Lage, den Zinsdienst weiter zu leisten. Zur Berechnung dieser Kennzahl haben wir die möglichen Zinserträge (Ausleihungen an Tochtergesellschaften) nicht berücksichtigt.

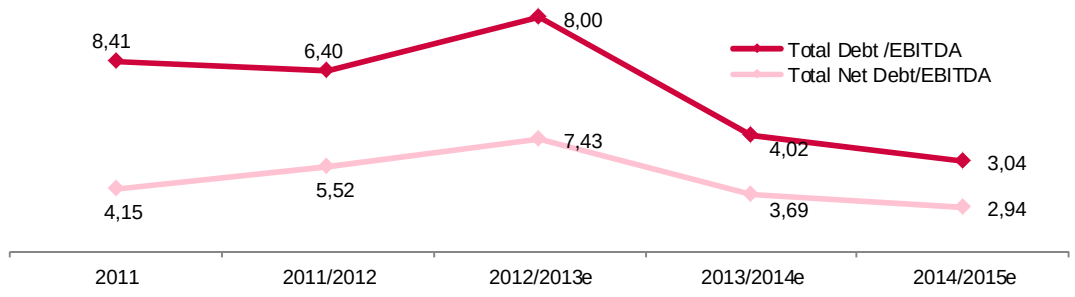
EBITDA– und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

Analog hierzu dürften sich die ergebnisbezogenen Verschuldungskennzahlen verbessern. Sichtbar wird dies an der erwarteten Entwicklung des Total Debt/EBITDA sowie Total Net Debt/EBITDA, wonach in den nächsten Geschäftsjahren Größenordnungen unterhalb von 4 erreicht werden sollten.

Verschuldungsrelationen



Quelle: GBC AG

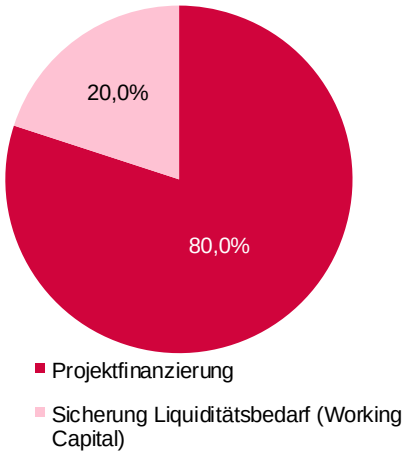
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Anleihebedingungen - Inflationsindexierte Anleihe zur weiteren Projektfinanzierung

Stammdaten der 7,875 % EYEMAXX Real Estate - Anleihe	
ISIN:	DE000A1TM2T3
WKN:	A1TM2T
Emissionsvolumen:	bis 15,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (6 Jahre):	26.03.2013 - 25.03.2019
Kupon:	7,875 % p.a.
Kuponzahlungen:	jährlich zum 26. März
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist (Stückzinsfrei):	07.03.2013 - 22.03.2013
Börsennotierung:	Entry Standard Frankfurt
Emittentenrating:	BB+

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Mittelverwendung in %

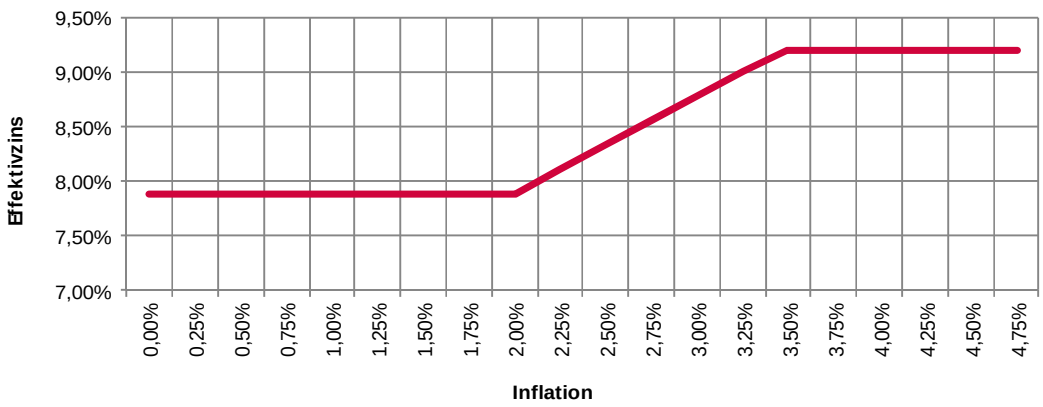


Gemäß Anleihebedingungen plant die EYEMAXX Real Estate AG die Emission einer 6-jährigen Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu 15,00 Mio. €. Gemäß Verwendungszweck soll mit 80,0 % der überwiegende Anteil der Mittel der 7,875% igen Unternehmensanleihe zur Umsetzung der gewerblichen Immobilienprojekte mit Schwerpunkt Einzelhandelsimmobilien sowie zum Erwerb von vermieteten Bestandsimmobilien verwendet werden. Die restlichen 20,0 % dienen zur Sicherung des laufenden Liquiditätsbedarfes (working capital). Abzüglich der Emissionskosten rechnet die Gesellschaft bei einer Vollplatzierung mit einem Nettoemissionserlös von 14,25 Mio. €, wodurch 11,40 Mio. € für neue Projekte sowie 2,85 Mio. € zur Liquiditätssicherung zur Verfügung stehen würden. Die Gesellschaft hat sich einem Rating der Creditreform Rating AG unterzogen und ein „BB+“ (ausreichende Bonität) zugesprochen bekommen. Die Anleihe soll im Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet werden.

Ausgestaltungsmerkmale der Unternehmensanleihe

Im Gegensatz zu den bisherigen beiden Corporate Bonds wird die aktuelle Unternehmensanleihe ohne umfangreiche Sicherungsmerkmale angeboten, was im Marktvergleich als Normalfall anzusehen ist. Gleichzeitig weist jedoch die 7,875%-Unternehmensanleihe mit einer in den Anleihebedingungen näher erläuterten Inflationsanpassung, eine Besonderheit auf.

Inflationsanpassung: Effektivzinsentwicklung in Abhängigkeit der Inflation



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Demgemäß wird der Rückzahlungsbetrag der Unternehmensanleihe in Abhängigkeit zur Inflationsentwicklung (durchschnittliche Inflationsrate während der Anleihelaufzeit) gesetzt. Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von bis zu 2,0 % würde laut Anpassungsformel der Rückzahlungsbetrag unverändert bei 100 % liegen. Sollte jedoch die Inflation in einem Korridor zwischen 2,0 % und 3,5 % liegen, würde der Rückzahlungsbetrag zwischen 100 % und 110 % liegen. Eine Inflationsrate oberhalb von 3,5 % würde dann keine weitere Auswirkung auf die Höhe der Rückzahlung haben. Wie der umseitigen Grafik zu entnehmen ist, wird eine Veränderung der Rückzahlung das Effektivzinsniveau beeinflussen. Dieses liegt dann entsprechend den Anleihebedingungen zwischen 7,875 % und 9,198 %.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Anleihebewertung/Marktvergleich

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektiv-verzinsung auf Basis aktueller Kurse	Emissions-datum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
								Zins-verzug	Ausschüttungs-sperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG (2010/2015)	6,750%	5	4,321%	15.09.2010	BBB	50,00	ja	30	nein	nein
Dürr AG (2010/2015)	7,250%	5	2,320%	28.09.2010	BB	150,00	nein	30	nein	ja
3W Power Holdings S.A.	9,250%	5	10,468%	01.12.2010	B-	125,00	nein	30	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2010/2015)	6,250%	5	12,976%	15.12.2010	BB+	50,00	ja	20	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500%	5	6,448%	08.02.2011	B+	50,00	ja	30	nein	nein
German Pellets GmbH	7,250%	5	5,280%	01.04.2011	BBB	80,00	nein	60	nein	ja
golden Gate AG	6,500%	3,5	6,869%	11.04.2011	BB	30,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS GmbH	7,500%	5	6,773%	19.04.2011	B-	50,00	ja	30	ja	ja
Semper idem Underberg GmbH	7,125%	5	4,189%	20.04.2011	BB-	50,00	nein	k.A.	nein	ja
Valensina GmbH	7,375%	5	4,607%	28.04.2011	BB-	50,00	nein	45	nein	ja
SeniVita Sozial gGmbH	6,500%	5	2,879%	17.05.2011	BBB+	15,00	nein	15	nein	ja
Albert Reiff GmbH & Co. KG	7,250%	5	3,313%	27.05.2011	BBB	30,00	nein	30	nein	ja
ffk environment GmbH	7,250%	5	6,161%	01.06.2011	BB+	25,00	ja	60	ja	ja
KTG Agrar AG (2011/2017)	7,125%	6	6,716%	06.06.2011	BBB	180,00	nein	30	nein	nein
Katjes International GmbH & Co. KG	7,125%	5	4,489%	19.06.2011	BB+	45,00	nein	k.A.	nein	ja
e.n.o. energy GmbH	7,375%	5	6,691%	30.06.2011	BB+	25,00	ja	3	ja	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2011/2017)	7,500%	6	12,291%	11.07.2011	BB+	25,00	nein	20	nein	nein
MS Spaichingen GmbH	7,250%	5	4,643%	15.07.2011	BB	30,00	nein	30	nein	ja
Windreich AG (2011/2016)	6,500%	5	42,440%	15.07.2011	BB+	75,00	ja	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2011/2016)	7,500%	5	5,444%	26.07.2011	BBB+	25,00	ja	60	ja	nein
GIF - Gesellschaft für Industrieforschung mbH	8,500%	5	6,935%	20.09.2011	BB+	15,00	nein	60	ja	ja
ALBIS Leasing AG	7,625%	5	7,625%	04.10.2011	BB+	50,00	nein	30	nein	nein
Procar Automobile Finanz-Hold. GmbH & Co. KG	7,750%	5	5,274%	14.10.2011	BB+	30,00	nein	7	ja	ja
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	6,750%	5	3,107%	26.10.2011	BBB	30,00	nein	7	nein	ja
royalbeach Spiel- & Sportartikel Vertriebs GmbH	8,125%	5	8,158%	28.10.2011	BB+	25,00	nein	30	ja	ja
hkw Personalkonzepte GmbH	8,250%	5	8,247%	15.11.2011	BBB	10,00	nein	60	ja	ja
Scholz AG	8,500%	5	7,047%	08.03.2012	BB	150,00	nein	7	nein	ja
Seidensticker GmbH	7,250%	6	4,664%	12.03.2012	BB+	30,00	nein	15	ja	ja
Ekosem-Agrar GmbH (2012/2017)	8,750%	5	6,770%	23.03.2012	BB+	50,00	nein	30	nein	ja
Singulus Technologies AG	7,750%	5	13,827%	23.03.2012	BB	60,00	nein	30	nein	ja
MITEC Automotive AG	7,750%	5	6,884%	30.03.2012	BBB-	50,00	nein	k.A.	nein	ja
MT-Energie GmbH	8,250%	5	7,234%	04.04.2012	BBB-	30,00	nein	5	ja	nein
GOLFINO AG	7,250%	5	5,441%	05.04.2012	BBB-	12,00	nein	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	7,750%	5,5	6,245%	11.04.2012	BBB+	15,00	ja	nein	ja	nein
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	7,250%	5	7,020%	11.04.2012	BB	25,00	nein	30	nein	ja
Günther Zamek GmbH & Co.KG	7,750%	5	8,733%	15.05.2012	BB-	35,00	nein	7	ja	ja
Maritim Vertriebs GmbH	8,250%	2,5	8,895%	01.06.2012	BB+	25,00	nein	ja	nein	ja
Schalke 04 e.V.	6,750%	7	6,573%	11.06.2012	BB	50,00	ja	15	nein	nein
Enterprise Holdings Limited	7,000%	5	6,403%	26.06.2012	A-	35,00	ja	nein	ja	nein
Steilmann-Boecker GmbH	6,750%	5	5,945%	27.06.2012	BBB	30,00	ja	k.A.	nein	nein
posterXXL AG	7,250%	5	7,250%	27.07.2012	BBB-	15,00	nein	k.A.	nein	nein
KTG Energie AG	7,250%	6	7,385%	27.09.2012	BBB-	25,00	nein	30	nein	nein
Karlsberg Brauerei GmbH	7,375%	5	4,891%	28.09.2012	BB-	30,00	nein	5	ja	ja
Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG	6,250%	5	4,123%	01.10.2012	A-	20,00	nein	30	nein	ja
getgoods.de AG	7,750%	5	8,007%	02.10.2012	BBB-	30,00	ja	60	ja	ja

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

BDT Media Automation GmbH	8,125%	5	9,435%	09.10.2012	BB+	30,00	nein	7	nein	nein
eterna Mode Holding	8,000%	5	7,371%	09.10.2012	BB-	35,00	nein	30	ja	ja
SAF HOLLAND S.A.	7,000%	5,5	5,088%	31.10.2012	BBB-	75,00	nein	5	ja	ja
Mox Telecom AG	7,250%	5	7,629%	02.11.2012	BBB	35,00	nein	30	nein	ja
Laurél GmbH	7,125%	5	6,643%	16.11.2012	BBB	20,00	ja	30	nein	nein
Jacob Stauder GmbH & Co. KG	7,500%	5	4,648%	23.11.2012	BB-	10,00	nein	7	nein	ja
René Lezard GmbH	7,250%	5	8,851%	26.11.2012	BB	15,00	nein	20	ja	ja
Ekosem-Agrar GmbH (2012/2018)	8,500%	6	7,374%	07.12.2012	BB+	60,00	nein	30	ja	ja
MS Deutschland Beteiligungsges. mbH	6,875%	5	8,173%	18.12.2012	A	60,00	nein	30	nein	nein
Homann Holzwerkstoffe GmbH	7,000%	5	6,028%	14.12.2012	BBB-	50,00	nein	7	nein	nein
Immob. Projektges. Salamander- mbH	6,750%	7	5,925%	05.12.2012	A	30,00	nein	45	ja	ja
Rudolf Wöhrl AG	6,500%	5	4,504%	12.02.2013	BB	30,00	nein	7	nein	ja
Photon Energy Investments N.V.	8,000%	5	8,243%	12.03.2013	BB-	40,00	ja	90	ja	ja
Mittelwert	**7,412%**		**7,274%**							
Median	**7,250%**		**6,704%**							
EYEMAXX Real Estate AG	**7,875%**	**6**	**7,875%**	**26.03.2013**	**BB+**	**15,00**	**ja**	**nein**	**nein**	**nein**

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Um eine Ersteinschätzung zur Attraktivität der EYEMAXX-Unternehmensanleihe zu bekommen, haben wir diese zunächst einem Marktvergleich unterzogen. Wie dem in der vorstehenden Tabelle dargestellten Marktvergleich zu entnehmen, liegt die Kuponausstattung der EYEMAXX-Anleihe mit 7,875 % deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts (Median und Mittelwert). Auch hinsichtlich der Effektivverzinsung liegt die Unternehmensanleihe der EYEMAXX deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts. Sowohl die vergleichsweise hohe Nominalverzinsung der Gesellschaft als auch die aktuellen Anleihekurse des Marktvergleichs, die im Durchschnitt über 100 % liegen, zeichnen sich hierfür verantwortlich.

Um jedoch eine aussagekräftige Beurteilung des Corporate Bonds zu erlangen, muss im nächsten Schritt die Risikokomponente einbezogen werden (hier ausgedrückt durch die Ratings der Creditreform AG, Euler Hermes, Scope Rating). Wir haben die öffentlichen Unternehmensratings des Marktvergleichs als Basis für eine GBC-Adjustierung herangezogen. Eine genauere Risikoeinschätzung für die Anleihegläubiger lässt sich unseres Erachtens nur durch den Einbezug der Ausgestaltungsmerkmale der Unternehmensanleihen bewerkstelligen. Im Zuge dieser Simulation haben wir auch die EYEMAXX Real Estate AG einem eigenen Bewertungsprozess unterzogen und in gleicher Weise angepasst. 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 einer zukunftsgerichteten Bonitätseinschätzung)
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 / Sicherheiten:	Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung bis 25 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +1 Punkt bis 50 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +2 Punkte bis 75 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +3 Punkte bis 100 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +4 Punkte
Zinsintervall:	jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

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: keine Anpassung 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-Anleihe folgende Adjustierung 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

Mittelwert aus Risikopunktzahl Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen GJ 2012/2013e; 2013/2014e und 2014/2015e) sowie dem Creditreform-Rating (BB+)	11,00
Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 10 Jahre):	+0,50
Covenants (keine expliziten Covenants vereinbart, allerdings eine Inflationsanpassungsklausel, die den Effektivzins deutlich erhöhen kann und den Gläubigern einen hohen Sicherheitsaspekt bei steigender Inflation bietet):	+0,75
Weitere Haftmittel (keine weiteren Haftmittel vereinbart):	0,00
Zinsintervall (jährliche Zinszahlungen und daher im Rahmen des Marktvergleichs)	0,00
Transparenz (Aktien– und Anleihenotiz in regulierten Märkten):	+0,75
Laufzeit der Anleihe (6 Jahre; damit überdurchschnittlich lange Laufzeit):	-0,25
Anleiherating gesamt (adjustiert und gerundet):	**13**

Als Basis für unsere Bewertung haben wir zum einen das Emittentenrating der Creditreform Rating AG (BB+) herangezogen, welches einer GBC-Risikopunktezahl von 10,00 entspricht. Basierend auf unseren Unternehmensprognosen für die Geschäftsjahre 2012/2013, 2013/2014 und 2014/2015 haben wir darüber hinaus eine eigene Risikoeinschätzung erstellt und ein Ergebnis von 12,00 Risikopunkten erhalten. In einer paritätischen Gewichtung ergibt dies eine Risikopunktezahl von 11,00.

Um zu einer weitergehenden Risikoeinschätzung auf Anleiheebene zu gelangen, wurde eine weitere Adaption mittels weiterer qualitativer und quantitativer Faktoren vorgenommen. Die Gesellschaft ist dabei operativ seit dem Jahr 2002 tätig und blickt damit auf eine Unternehmenshistorie von über zehn Jahren. Der qualitative Faktor „Unternehmensalter“ ist aus unserer Sicht ein äußerst wichtiger, da eine längere Unternehmenshistorie und damit auch eine aussagekräftigere Datenbasis eine fundiertere Unternehmensbeurteilung ermöglicht. Zudem wird älteren Unternehmen statistisch in verschiedenen Studien eine zunehmend höhere Überlebenswahrscheinlichkeit bescheinigt. Die EYEMAXX erhält demnach mit einer Historie von über zehn Jahren eine Punkteverbesserung von +0,50 Bonitätspunkte.

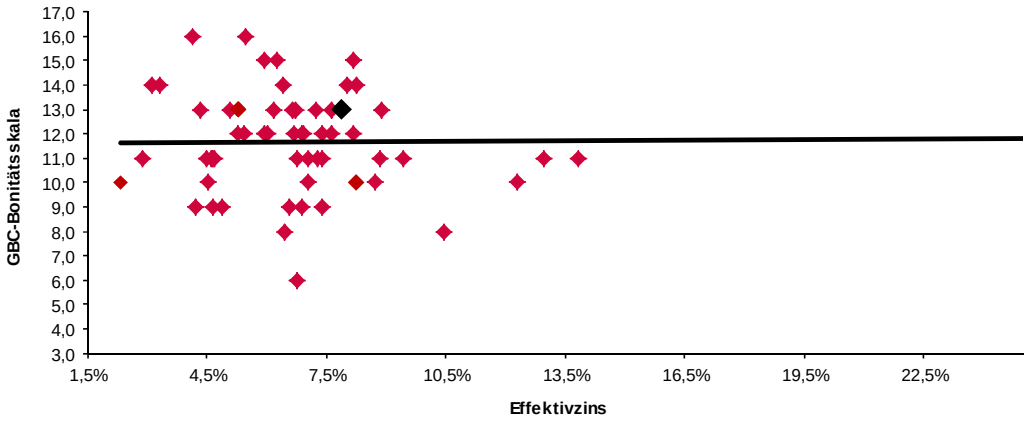
Gemäß Wertpapierprospekt werden den Anleihegläubigern Kündigungsrechte lediglich in Falle einer Insolvenz der EYEMAXX oder der Auflösung der Gesellschaft eingeräumt. Darüber hinaus gehende Covenants sind nicht vereinbart worden. Allerdings weist die dritte Unternehmensanleihe der Gesellschaft mit einer Inflationsanpassungsklausel ein starkes Schutzrecht für die Anleiheinvestoren auf, da diese den Effektivzins bei steigender Inflation (> 2,0 %) deutlich auf bis zu 9,198 % verbessern kann. Im Marktvergleich stellt diese Schutzklausel eine Besonderheit dar, welche wir mit einer Anpassung um 0,75 Punkte berücksichtigen.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Das Zinsintervall des EYEMAXX-Bonds liegt mit zwölf Monaten im üblichen Rahmen. Dementsprechend hat das Zinsintervall keinen Einfluss auf das Bewertungsmodell.

Die EYEMAXX Real Estate AG erfüllt sowohl über die Aktiennotierung im General Standard als auch über die geplante Anleihenotierung im Qualitätssegment Entry Standard für Unternehmensanleihen der Börse Frankfurt alle wichtigen Transparenzanforderungen. Dies bedeutet eine Verbesserung um +0,70 Risikopunkte. Insgesamt ergibt sich damit eine Verbesserung auf 13 Risikopunkte. Die Gesellschaft erfüllt die meisten unserer Kriterien und wir stufen die Anleiheausgestaltung als überdurchschnittlich gut ein. Unter Zuhilfenahme der gleichen Aufschlüsselung haben wir die Unternehmen des Marktvergleichs einer gleichen Adjustierung unterzogen und damit neue Risikomaße ermittelt. Folgende Risiko-Effektivzinsmatrix stellt die Ergebnisse grafisch dar:

GBC-Bonitätsskala/Effektivzins-Matrix



Quelle: GBC AG

Wie der adjustierten Matrix zu entnehmen, liegt das bereinigte Rendite-/Risikoprofil der EYEMAXX-Anleihe oberhalb des Marktdurchschnitts. Nach der vorgenommenen Adjustierung liegt diese um +11,3 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist damit als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,875 % Corporate Bonds

Fazit - Inflationsgeschützte Anleihe zur Finanzierung der attraktiven Projektpipeline

Mit dem Fokus auf die Entwicklung und den Verkauf von Gewerbeimmobilien (vornehmlich Fachmarktzentren) hat die Anleiheemittentin EYEMAXX Real Estate AG in den vergangenen Jahren Immobilienprojekte mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von über 200 Mio. € erfolgreich realisiert. Basierend auf diesem Track Rekord war die Gesellschaft zugleich in der Lage eine Projektpipeline mit einem Investitionsvolumen von über 100 Mio. € aufzubauen. Diese soll in den kommenden Jahren abgearbeitet werden.

Die regionale Ausrichtung der Gesellschaft umfasst dabei einerseits die bereits etablierten Märkte Österreich und Deutschland sowie andererseits die dynamischen Märkte Mittel- und Osteuropas (Polen, Tschechien, Slowakei, Slowenien, Serbien). Die Konzentration der aktuellen Projektpipeline liegt zunächst auf den Ländern Polen, Tschechien und Serbien. Die prägenden Merkmale dieser Zielregionen sind eine dynamische Konjunkturentwicklung und eine dazugehörige positive Konsumstimmung, denen jedoch eine noch relativ geringe Verkaufsflächendichte entgegensteht. Die daraus resultierenden Aufholpotenziale qualifizieren diese Regionen als attraktive Investitionsstandorte im Bereich der Einzelhandelsimmobilien.

Hiervon soll die EYEMAXX in den kommenden Geschäftsjahren profitieren. Ein wichtiger Aspekt der Unternehmensstrategie ist die Unternehmensplanung, wonach die Projekte größtenteils eigenfinanziert werden, wodurch künftig höhere erzielbare Verkaufserlöse bei höheren Deckungsbeiträgen erwartet werden. Zudem sollen die einzelnen Projektgesellschaften nicht mehr direkt unter dem Holdingdach, sondern unterhalb einer Zwischenholding angesiedelt werden. Erwartungsgemäß soll der Beteiligungsanteil der EYEMAXX an der Zwischenholding unterhalb von 50 % liegen, was eine „At-Equity-Konsolidierung“ zur Folge haben wird. Die verbliebenen Geschäftsanteile der Zwischenholding werden einem weiteren, konzernfremden Gesellschafter zugerechnet. Im Zuge einer schiefen Gewinnverteilung fallen jedoch 100 % der Gewinnanteile der EYEMAXX zu, der weitere Gesellschafter erhält im Gegenzug eine fixe Verzinsung auf das eingesetzte Kapital.

Bei der Eigenfinanzierung der Projekte liegt der anvisierte Eigenkapitalanteil bei ca. 30 % der Gesamtinvestitionssumme. Das Eigenkapital kann den Projektgesellschaften als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital weitergegeben werden. Somit können die Anleihemittel den Eigenkapitalanteil ersetzen. Dementsprechend plant die Gesellschaft derzeit die Emission einer dritten Unternehmensanleihe, mit einem geplanten Volumen von 15,00 Mio. €. Rund 80 % des geplanten Emissionserlöses soll für die Finanzierung der Projektpipeline verwendet werden. Unseres Erachtens ist die Finanzierung der Projektpipeline auch vor dem Hintergrund der bisher emittierten Unternehmensanleihen, des geplanten Einbezugs eines Finanzierungspartners sowie des zwischenzeitlichen Projektabverkaufs, sichergestellt.

Unter Zugrundelegung der jeweils geplanten Fertigstellungstermine der einzelnen Projekte prognostizieren wir deutliche Zuwächse der Gesamtleistung bei einem gleichzeitigen Anstieg der Ergebnismargen. Damit dürfte die EYEMAXX in der Lage sein, auch die zusätzlichen Zinsbelastungen der neuen Anleihe abzufangen. Infolge dessen rechnen wir mit einem Anstieg der Zinsdeckungsgrade bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2013/2014 auf etwa 3. Damit wäre die EYEMAXX in der Lage, auch bei einem Ergebnisrückgang von über 60 %, den Zinsdienst zu leisten.

Die ab dem 07.03.2013 zur Zeichnung angebotene 7,875%-Unternehmensanleihe der EYEMAXX Real Estate AG ist gemäß unserem Marktvergleich unter Einbezug des adjustierten Risikos sehr attraktiv. Daher versehen wir die Anleihe mit 4 GBC-Falken (von 5 GBC-Falken) und stufen diese als „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 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-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 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/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;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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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