



Researchstudie (Anno)

EYEMAXX Real Estate AG



„Projektpipeline auf über 750 Mio. € ausgebaut; Fortsetzung der positiven Geschäftsentwicklung erwartet“

Kursziel: 19,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18**

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“:

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

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

KAUFEN

Kursziel: 19,80 €

aktueller Kurs: 10,60
13.03.2018 / XETRA / 11:11
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94
WKN: A0V9L9
Börsenkürzel: BNT1
Aktienanzahl³: 5,18
Marketcap³: 54,88
EnterpriseValue³: 113,23
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 59,2 %

Transparenzlevel:
General Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.10.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien
Fokus: Wohn- und Gewerbeimmobilien

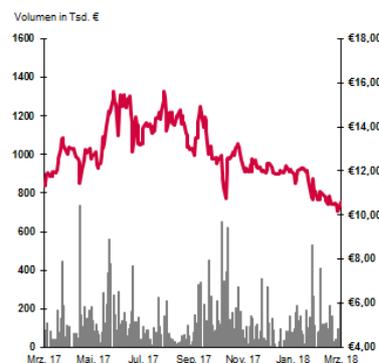
Mitarbeiter: 56 Stand: 31.10.2017

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 und Österreich. 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 über 750 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsennotierte Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2017	31.10.2018e	31.10.2019e	31.10.2020e
Gesamtleistung	23,58	23,61	23,83	24,75
EBITDA	14,56	14,72	14,76	15,50
EBIT	14,25	14,41	14,46	15,20
Jahresüberschuss	6,62	7,93	9,50	10,75

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,41	1,68	1,58	1,79
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,30	0,40

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,80	4,80	4,75	4,57
EV/EBITDA	7,78	7,69	7,67	7,31
EV/EBIT	7,95	7,86	7,83	7,45
KGV	8,29	6,92	5,78	5,10
KBV	1,10			

Finanztermine

31.07.2018: Halbjahresbericht GJ 17/18

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

24.11.2017: RG / 19,00 / KAUFEN

17.08.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

21.06.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

13.03.2017: RS / 15,00 / KAUFEN

21.12.2016: RS / 13,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- EYEMAXX hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/2017 eine erneute signifikante Ausweitung der Projektpipeline auf mittlerweile über 750 Mio. € erreicht. Nachdem im Geschäftsjahr 2015/2016 mit dem Mannheimer Großprojekt „Postquadrat“, dem mit einem Umfang in Höhe von 170 Mio. € bis dato größten Projekt der Unternehmensgeschichte gewonnen wurde, kamen im abgelaufenen Geschäftsjahr zwei weitere Projekte ähnlicher Größenordnung hinzu. Gemeinsam mit dem Projektpartner DIE Deutsche Immobilien Entwicklungs AG (EYEMAXX-Anteil an der Projektgesellschaft beträgt 50,1 %) wurden in Berlin die Projekte „Vivaldi-Höfe“ und „Sonnen-Höfe“ mit einem Volumen von jeweils ca. 170 Mio. € gewonnen.
- Zugleich kamen in 2016/2017 weitere kleinere Wohn- und Gewerbeprojekte hinzu, so dass die dynamische Geschäftsentwicklung der kommenden Geschäftsjahre durch die aktuell umfangreiche Projektpipeline gesichert ist. Die Geschäftsentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2016/2017 ist dabei, mit einem Anstieg der Gesamtleistung um 29,2 % auf 23,58 Mio. € (VJ: 18,25 Mio. €) sowie des EBIT um 39,2 % auf 14,25 Mio. € (VJ: 10,24 Mio. €) im Rahmen bzw. leicht über unseren Erwartungen ausgefallen. Einen entscheidenden Anteil hieran hatten die zwei neuen Berliner Großprojekte, bei denen wichtige Meilensteine erreicht wurden, welche auf Holdingebene ein entsprechendes Beteiligungsergebnis (at equity) in Höhe von insgesamt 11,04 Mio. € nach sich gezogen haben. Zudem verzeichnete die Gesellschaft ein Beteiligungsergebnis aus den ebenfalls im abgelaufenen Geschäftsjahr neu hinzugekommenen Projekten in Bonn (2,90 Mio. €) sowie in Offenbach (1,67 Mio. €).
- In den kommenden Geschäftsjahren wird das GuV-Bild der EYEMAXX von der Abarbeitung der aktuellen Projektpipeline, hier insbesondere der drei Großprojekte, bestimmt werden. Während beim gesamten Mannheimer Projekt die Fertigstellung bis zum Frühjahr 2020 (veräußertes Hotelprojekt wird bereits im Frühjahr 2019 an den Erwerber übergeben) geplant ist, sollen die beiden Berliner Projekte über verschiedene Phasen hinweg bis 2021 (Sonnen-Höfe) bzw. bis 2022 (Vivaldi-Höfe) fertiggestellt werden. Bei einem Projekt-ROI in Höhe von ca. 10 % - 15 % ergibt sich auf Basis eines Gesamtvolumens der drei Projekte in Höhe von über 500 Mio. € ein erwarteter Ergebnisbeitrag von bis zu ca. 77 Mio. €. Entsprechend der Beteiligungsquote verbleibt bei der EYEMAXX ein Ertrag in Höhe von insgesamt ca. 39 Mio. €, welcher in den kommenden Geschäftsjahren rätierlich gehoben werden dürfte. Wir prognostizieren für die kommenden Geschäftsjahre ein konstant hohes Ergebnisniveau.
- Ein wichtiger Ergebnistreiber dürfte die sukzessive Rückführung der noch ausstehenden Unternehmensanleihen sein. Zum 25.03.2019 steht dabei die Anleihe 2013/2019 (ausstehendes Volumen: 8,66 Mio. €) und zum 30.03.2020 die Anleihe 2014/2020 (ausstehendes Volumen: 21,34 Mio. €) zur Rückzahlung an. Alleine aus den beiden Anleiherückzahlungen lässt sich eine Zinersparnis in Höhe von rund 2,4 Mio. € realisieren.
- Im aktualisierten DCF-Modell haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,80 € je Aktie (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die daraus resultierende leichte Kurszielanhebung berücksichtigt in erster Linie die neu hinzugekommenen Großprojekte in Berlin und den dazugehörigen weiteren Ausbau der Projektpipeline. Die neuen Projekte haben zu einer leichten Erhöhung unserer Prognosen, insbesondere in der Stetigkeitsphase, geführt, was sich im leichten Anstieg des Kursziels wiederfindet. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

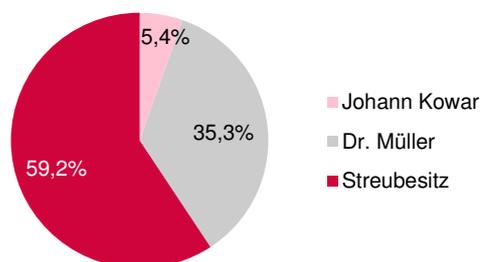
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Geschäftsmodell	4
Highlights des Geschäftsjahres 2016/2017	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung	8
Geschäftsentwicklung GJ 2016/2017	8
Ertragsentwicklung GJ 2016/2017	8
Ergebnisentwicklung GJ 2016/2017	9
Vergleich zu den GBC-Schätzungen	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.10.2017	11
Prognose und Modellannahmen	13
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

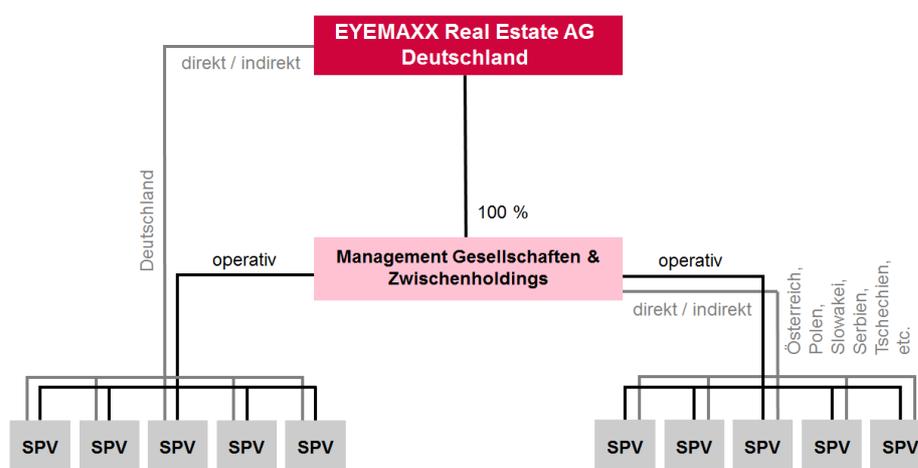
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in%
Mag. Johann Kowar	5,4 %
Dr. Michael Müller	35,3%
Streubesitz	59,2%

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG



Unternehmensstruktur



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Geschäftsmodell

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 und Österreich. 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 über 750 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsengelistede Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.

Highlights des Geschäftsjahres 2016/2017

EYEMAXX verfügt über eine umfassende Projektpipeline, welche auch im abgelaufenen Geschäftsjahr planmäßig ausgebaut bzw. realisiert wurde. Folgende Projekthighlights wurden im Geschäftsjahr 2016/2017 gemeldet:

November 2016: Projekt „Park Apartments Potsdam“ wird im Rahmen eines Forward Sale für über 18 Mio. € an einen deutschen Investor veräußert. Das damit bereits veräußerte Projekt wird bis zum dritten Quartal 2018 fertiggestellt und umfasst 95 Wohneinheiten sowie sechs Stadtvillen mit einer vermietbaren Fläche von insgesamt ca. 12.000 qm.

März 2017: EYEMAXX erzielt eine mündliche Einigung über einen Teilverkauf des Großprojektes „Postquadrat“ in Mannheim. Der Teilverkauf betrifft den Verkauf von zwei geplanten Hotels sowie angeschlossenen Service Apartments zu einem voraussichtlichen Kaufpreis von rund 45 Mio. €. Das Gesamtprojekt umfasst rund 170 Mio. €. Die vertragliche Fixierung des Verkaufes erfolgte im Juli 2017.

März 2017: Das im März 2016 im Rahmen eines „Forward Sale“ veräußerte Leipziger Projekt „Thomasium“ wurde an den Käufer plangemäß übergeben. Der 6-stöckige Neubau verfügt über eine vermietbare Fläche von insgesamt ca. 5.000 qm und beherbergt neben Praxisräumlichkeiten für Ärzte sieben Penthouse-Wohnungen.

Mai 2017: Erfolgreicher Abschluss des Pflegeheim-Projektes in Klein Lengden (Niedersachsen) und Übergabe an den Betreiber. Die Immobilie umfasst eine Bruttogeschossfläche in Höhe von 5.900 qm und enthält 71 stationäre, 14 Tagespflege-Plätze sowie 22 Einheiten für betreutes Wohnen. Auch dieses Projekt war vorab im Rahmen eines „Forward Sale“ im März 2016 veräußert worden.

Mai 2017: Erwerb eines weiteren Neubau-Wohnprojektes in Wien. Auf dem erworbenen 2.000 qm großen Grundstück sollen bis zum zweiten Quartal 2019 drei Wohngebäude mit 13 Eigentumswohnungen sowie weitere sieben „Town Houses“ ab dem vierten Quartal 2017 errichtet werden.

Juni 2017: Start eines weiteren großvolumigen Projektes (Vivaldi-Höfe) in Deutschland. Gemeinsam mit dem Projektpartner DIE Deutsche Immobilien Entwicklungs AG (EYEMAXX-Anteil am Joint Venture: 50,1 %) soll in Schönefeld ein Wohn- und Büro-Immobilienprojekt in Höhe von rund 170 Mio. € errichtet werden. Die Fertigstellung soll schrittweise bis zum Jahr 2022 erfolgen.

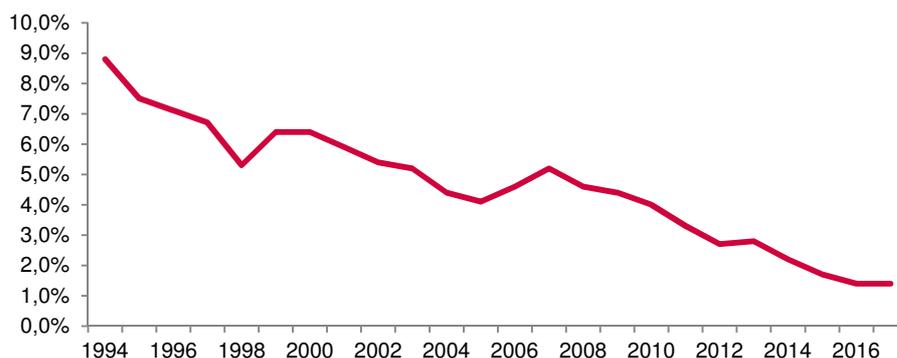
August 2017: Ein zweites großvolumiges Projekt (Sonnenhöfe) in Deutschland wird mit dem Partner DIE Deutsche Immobilien Entwicklungs AG (EYEMAXX-Anteil am Joint Venture: 50,1 %) gestartet. Es handelt sich um ein Wohn- und Büroimmobilienprojekt in Schönefeld mit einem Volumen von rund 168 Mio. €. Auf dem 51.000 qm umfassenden Areal sollen 559 Wohneinheiten und Büroflächen (12.400 qm) errichtet werden. Die Fertigstellung soll in verschiedenen Abschnitten bis Frühjahr 2021 erfolgen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die zuletzt neu hinzugekommenen Projekte der EYEMAXX verdeutlichen die erfolgte Fokussierung der Gesellschaft auf Wohn- und Gewerbeobjekte in Deutschland und Österreich. Auch wenn die Gesellschaft noch im geringen Umfang in der Tschechischen Republik, Polen oder Serbien tätig ist, spielen diese Regionen derzeit eine nur untergeordnete Rolle. Aufgrund der derzeit hohen Konzentration auf Deutschland, umfasst die Analyse des Marktumfelds den Wohn- und Gewerbeimmobilienbereich in Deutschland. Dieser ist unseres Erachtens von den Tendenzen und Vorgaben her betrachtet gut vergleichbar mit Österreich.

Die wichtigste Determinante einer unverändert hohen Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeimmobilien ist das weiterhin bestehende niedrige Zinsniveau. Der Effektivzins für Hypothekendarlehen mit zehnjähriger Zinsfestschreibung (Stand: Juni 2017) lag mit 1,4 % weiterhin auf einem historischen Tiefstwert. Es lässt sich zwar eine Bodenbildung erkennen, mit kurzfristigen Zinssteigerungen ist jedoch nicht zu rechnen, wodurch sich die Immobiliennachfrage auf ein weiterhin hohes Niveau einpendeln dürfte.

Effektivzins für Hypothekendarlehen in Deutschland (in %)



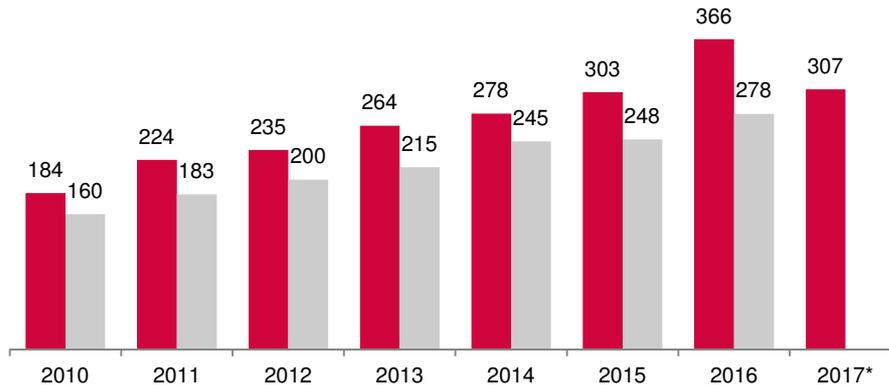
Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; GBC AG

Neben den niedrigen Zinsen profitieren die Immobilienmärkte von einem demografischen Wandel sowie von einer florierenden Wirtschaft, mit entsprechend positiven Konjunkturerwartungen. So legte beispielsweise das Transaktionsvolumen auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt in 2017 auf rund 56,8 Mrd. € (VJ: 52,9 Mrd. €) zu und lag damit um 7,3 % über dem Vorjahreswert. Sogar der Rekordwert aus 2015 konnte um 1,7 Mrd. € übertroffen werden. Ein Merkmal des abgelaufenen Geschäftsjahres war dabei eine Knappheit an Objekten, wodurch sich die Investitionen zunehmend auf die Märkte abseits der „Big 7“ verlagert haben (Quelle: Jones Lang LaSalle).

Eine ähnliche Tendenz liegt im Wohnimmobilienbereich vor, der auch aufgrund von Sondereffekten von einer sehr hohen Nachfrage determiniert wird, dem jedoch ein weiterhin nur begrenztes Angebot gegenübersteht. Hier spielen der fortgesetzte Zuzug in die Städte, sowie der Trend zum kleineren Haushalt, wodurch die Anzahl der privaten Haushalte tendenziell zunimmt, eine große Rolle. Vor dem Hintergrund geringerer Leerstände ist eine Bedarfslücke am Wohnungsmarkt sichtbar. Dies hat in den vergangenen Jahren zu einem deutlichen Anstieg bei den Baugenehmigungen geführt. Im Rekordjahr 2016 wurde gemäß statistisches Bundesamt die Baugenehmigung für 365,6 Tausend Wohnungen ermittelt, was einem Rekordwert entspricht. Gegenüber 2008, als gerade einmal die Baugenehmigung für 171,4 Tausend Wohnungen erteilt wurde, entspricht dies mehr als einer Verdoppelung. Auch in 2017 dürfte wieder ein hoher Wert erreicht worden sein. Bis Ende November ist die Genehmigung für den Neubau von 306,7 Tausend Wohnungen erteilt worden.

Die Anzahl der Baugenehmigungen ist zwar deutlich gestiegen, es besteht jedoch noch eine deutliche Bedarfslücke im Wohnungsbau. Gemäß Daten des Branchendachverbandes GdW sind angesichts der steigenden Zuwanderungszahlen und eines aufgestauten Nachholbedarfs jährlich mindestens 400 Tausend neue Wohnungen in den nächsten zehn Jahren notwendig. Wird die Anzahl der Baufertigstellungen herangezogen, wird eine noch stärkere Bedarfslücke sichtbar. In 2016 wurden dabei insgesamt 277,7 Tausend Wohnungen fertiggestellt und damit deutlich unterhalb des Neubaubedarfs:

Wohnungsbaugenehmigungen und –Fertigstellungen



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG; *bis November 2017

EYEMAXX bewegt sich damit in einem Marktumfeld, welches weiterhin von einer hohen Nachfrage geprägt ist, dem unverändert ein 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 GJ 2016/2017

in Mio. €	GJ 2013/2014	GJ 2014/2015	GJ 2015/2016	GJ 2016/2017
Umsatzerlöse	1,57	2,32	3,53	5,00
Gesamtleistung (GL)*	14,07	16,53	18,25	23,58
EBITDA (Marge in % auf GL)	7,64 (54,3%)	9,84 (59,5%)	10,45 (57,3%)	14,56 (61,7%)
EBIT (Marge in % auf GL)	7,40 (52,6%)	9,61 (58,2%)	10,24 (56,1%)	14,25 (60,4%)
Jahresüberschuss	2,31	4,03	5,85	6,62

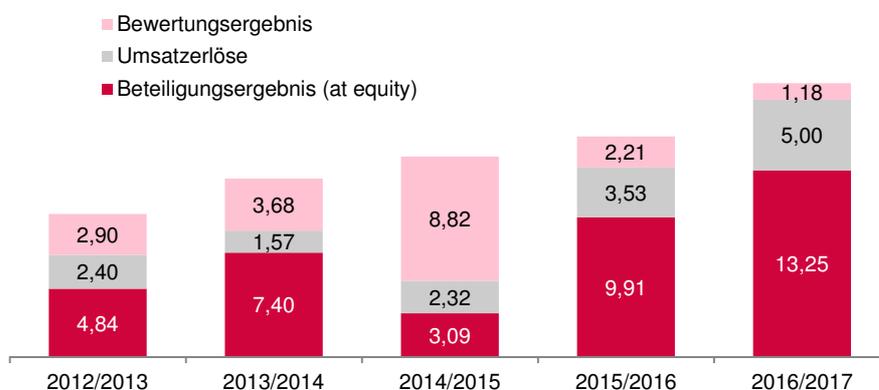
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *GL gemäß eigenen Berechnungen

Ertragsentwicklung GJ 2016/2017

Nachdem noch im Geschäftsjahr 2015/2016 der Projektfortschritt des Mannheimer Großprojektes „Postquadrat“ einen wesentlichen Einfluss auf die Ertrags- und Ergebnissituation der EYEMAXX hatte, war das abgelaufene Geschäftsjahr 2016/2017 insbesondere von den neu hinzugekommenen Projekten in Deutschland geprägt. EYEMAXX hält an den entsprechenden Projektgesellschaften zwar in der Regel die Mehrheit, wodurch auch der mehrheitliche Ergebnisanteil auf die EYEMAXX entfällt, dem Projektpartner wird aber die Hälfte der Stimmrechte eingeräumt. Daher wird der überwiegende Anteil der Projektgesellschaften nicht vollkonsolidiert. Gemäß At-Equity-Bilanzierung sind die Gewinne der Projektgesellschaft als Residualgröße im Beteiligungsergebnis (at equity) enthalten, welches wir als Bestandteil der Gesamtleistung deklariert haben.

Das **Beteiligungsergebnis (at equity)** kletterte in 2016/2017 deutlich auf 13,25 Mio. € (VJ: 9,91 Mio. €). Maßgeblich hierzu haben die beiden neuen Berliner Großprojekte Vivaldi-Höfe (5,93 Mio. €) sowie Sonnenhöfe (5,11 Mio. €) beigetragen. Zudem verzeichnete die Gesellschaft ein Beteiligungsergebnis aus den ebenfalls im abgelaufenen Geschäftsjahr neu hinzugekommenen Projekten in Bonn (2,90 Mio. €) sowie in Offenbach (1,67 Mio. €). Gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres, als das Mannheimer Projekt den wesentlichen Beitrag geleistet hatte, wird damit ein deutlicher Ausbau des Beteiligungsergebnisses sichtbar, als Folge der signifikanten Steigerung des unternehmensweiten Projektumfangs.

Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Parallel zum Beteiligungsergebnis verzeichnete die EYEMAXX AG **Umsatzerlöse** in Höhe von 5,00 Mio. €. Während die Mieteinnahmen der vollkonsolidierten und zur Bestandshaltung gehaltenen Immobilien mit 2,56 Mio. € (VJ: 2,17 Mio. €) leicht zugenommen haben, kletterten die Umsatzerlöse für Projektleistungen auf 1,82 Mio. € (VJ: 1,04

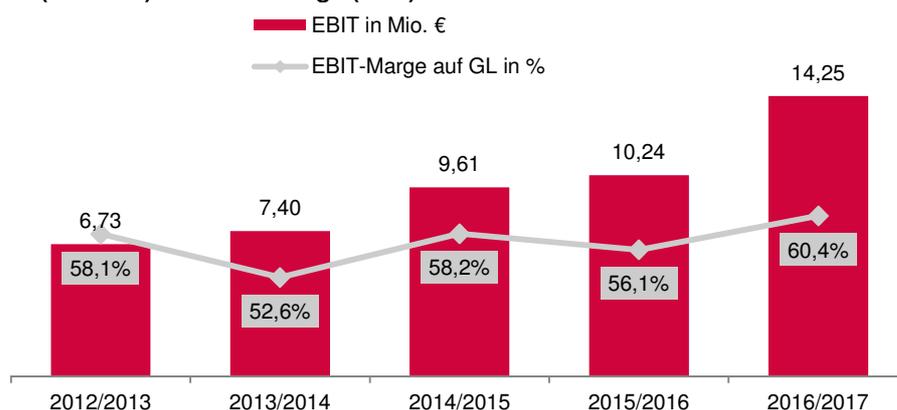
Mio. €). Die Umsatzerlöse stellen vor dem Hintergrund des deutlich volatileren Projektgeschäftes einen stabilisierenden Ertragsfaktor für die EYEMAXX dar.

Das **Bewertungsergebnis**, die dritte wichtige Ertragssäule der Gesellschaft, welches die Wertsteigerungen bei den vollkonsolidierten Projekten wiedergibt, lag mit 1,18 Mio. € unterhalb des Vorjahreswertes. Sowohl im Geschäftsjahr 2016/2017 als auch in 2015/2016 stehen die Bewertungserträge primär im Zusammenhang mit dem Logistik-/Fachmarktprojekt in Serbien, welches aufgrund des Projektfortschritts um 1,60 Mio. € (VJ: 1,84 Mio. €) höher bewertet wurde. Insgesamt weist EYEMAXX eine um 29,3 % höhere Gesamtleistung auf 23,58 Mio. € (VJ: 18,25 Mio. €) auf.

Ergebnisentwicklung GJ 2016/2017

Analog zum Anstieg der Gesamtleistung verzeichnete EYEMAXX einen EBIT-Sprung auf 14,25 Mio. € (VJ: 10,24 Mio. €), was sich auch in einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 60,4 % (VJ: 56,1 %) wiederfindet. Insgesamt verzeichnete die Gesellschaft zwar einen Anstieg der allgemeinen Kostenbasis, welcher vor allem auf Ebene der Personalaufwendungen und der sonstigen betrieblichen Erträge ersichtlich wird, es werden dennoch Skalierungseffekte sichtbar.

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

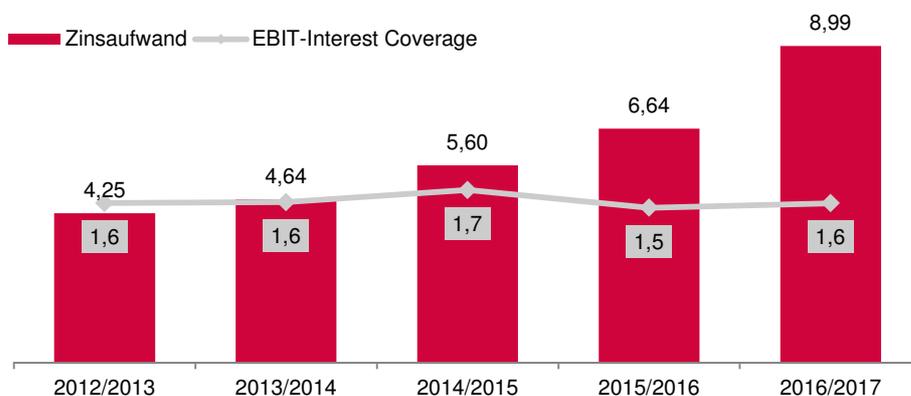
Aufgrund des dynamischen Anstiegs beim Projektvolumen hat EYEMAXX im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/2017 mit durchschnittlich 42 Mitarbeiter (VJ: 28 Mitarbeiter) einen deutlichen Personalausbau vorgenommen. Dies hatte einen Anstieg der Personalaufwendungen auf 3,38 Mio. € (VJ: 2,33 Mio. €) zur Folge. Darüber hinaus waren die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auch im Geschäftsjahr 2016/2017 unter anderem von der Emission der zwei Wandelanleihen sowie der im September 2017 durchgeführten Kapitalerhöhung geprägt, weswegen diese mit 5,24 Mio. € (VJ: 4,71 Mio. €) den Vorjahreswert übertroffen haben.

Da die Projektgesellschaften nicht voll konsolidiert sind, weist EYEMAXX eine vergleichsweise schlanke Kostenstruktur auf, mit den Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen als wesentliche Aufwandspositionen. Materialaufwendungen fallen nur bei den vollkonsolidierten Projektgesellschaften an und halten sich typischerweise in Grenzen, da hier nur die serbischen Projektgesellschaften betroffen sind.

Das EBIT in Höhe von 14,25 Mio. € ist hinsichtlich der Zinsaufwendungen in Höhe von 8,99 Mio. € deutlich kostendeckend. Der dazugehörige EBIT-Zinsdeckungsgrad in Höhe von 1,6 ist unserer Ansicht nach ein solider Wert, welcher sich in den vergangenen Geschäftsjahren, trotz einer deutlichen Ausweitung der Finanzverschuldung und der Fi-

nanzaufwendungen, nahezu unverändert entwickelt hat. Wird das Finanzergebnis (zzgl. Finanzerträge) zur Berechnung des Zinsdeckungsgrades herangezogen, dann weist EYEMAXX einen Wert in Höhe von 2,4 (VJ: 2,8) auf, was in unseren Augen einen ausreichenden Sicherheitspuffer darstellt.

Zinsaufwand (in Mio. €) und Zinsdeckungsgrad



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Im Nachsteuerergebnis in Höhe von 6,62 Mio. € (VJ: 5,85 Mio. €) ist der Steueraufwand bzw. die Veränderung der latenten Steuern in Höhe von insgesamt 1,58 Mio. € (VJ: 0,70 Mio. €) enthalten. Typischerweise weist EYEMAXX einen vergleichsweise niedrigen Steueraufwand auf, da der überwiegende Teil der Erträge auf Ebene der nicht konsolidierten Projektgesellschaften anfällt und hier teilweise bereits versteuert ist.

Vergleich zu den GBC-Schätzungen

in Mio. €	GJ 2016/2017 (as reported)	GBC-Prognosen 2016/2017*
Gesamtleistung (GL)	23,58	21,71
EBITDA (Marge in % auf GL)	14,56 (61,7%)	13,59 (62,6%)
EBIT (Marge in % auf GL)	14,25 (60,4%)	13,38 (61,6%)
Jahresüberschuss	6,62	7,87

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *siehe Researchstudie vom 17.08.2017

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2016/2017 ist auf Ebene der Gesamtleistung und des operativen Ergebnisses über unseren Erwartungen ausgefallen. Wir hatten beim Ausbau der Projektpipeline und der dazugehörigen Bewertungserträge bei den entsprechenden Projektgesellschaften eine etwas geringere Dynamik unterstellt. Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses hatten wir einen höheren Wert prognostiziert. Der latente Steueraufwand in Höhe von 1,67 Mio. €, der im Zusammenhang mit den nach IFRS vorweggenommenen Gewinnen aus der Projektentwicklung steht, hatten wir deutlich niedriger angesetzt.

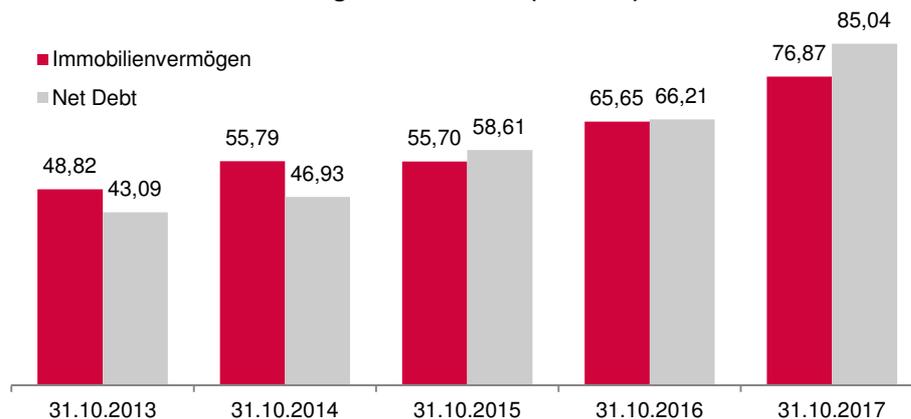
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.10.2017

in Mio. €	31.10.2015	31.10.2016	30.10.2017
Eigenkapital (EK-Quote in %)	28,53 (30,3 %)	38,01 (31,9%)	50,10 (33,4%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	62,47	69,54	100,81
Kurzfristige liquide Mittel	3,86	3,33	15,77
Net Debt	58,61	66,21	85,04
Anlagevermögen	55,70	65,65	76,87
Cashflow (operativ)	-0,76	-5,84	-6,80
Cashflow (Investition)	-0,32	-3,79	-12,16
Cashflow (Finanzierung)	4,04	6,70	21,68

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der deutliche Anstieg der Projektpipeline sowie der umgesetzte ergebniswirksame Projektfortschritt hatte einen Anstieg des operativen Anlagevermögens auf 76,87 Mio. € (30.06.16: 65,65 Mio. €) zur Folge. Hier sind auch die Wertansätze der At-Equity-Beteiligungen in Höhe von 35,08 Mio. € (30.06.16: 23,99 Mio. €) enthalten. Wesentlich für den Anstieg des Wertansatzes bei den Gemeinschaftsunternehmen ist der bereits in der Gesamtleistung enthaltene Bewertungsanstieg der Projekte „Vivaldi-Höfe“, „Sonnenhöfe“, „Wohnen Bonn“ und „Hotel Offenbach“.

Wertansatz Immobilienvermögen vs. Net Debt (in Mio. €)



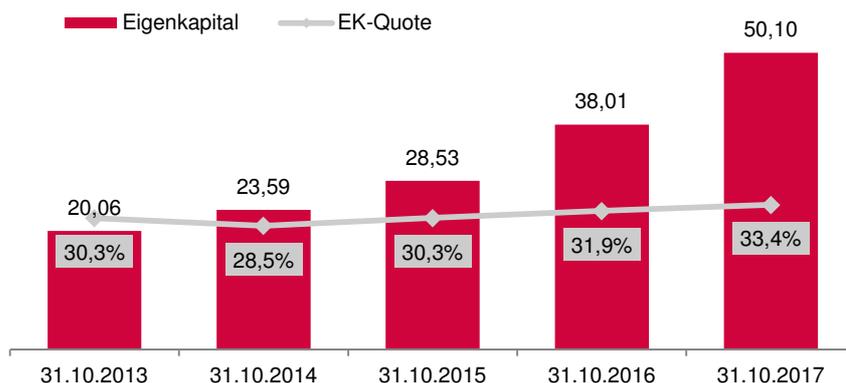
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Finanzierung des Projektausbaus wird von der EYEMAXX größtenteils über Fremdkapital gestemmt. Diesbezüglich hat die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren insgesamt fünf Unternehmensanleihen emittiert, wobei zum Bilanzstichtag 30.10.17 noch vier Anleihen in einem Volumen in Höhe von 71,62 Mio. € ausstanden waren. Nach dem Bilanzstichtag wurde die zweite Unternehmensanleihe (Volumen: 11,62 Mio. €) planmäßig zurückgeführt. Darüber hinaus stehen zum Bilanzstichtag zwei im abgelaufenen Geschäftsjahr emittierte Wandelanleihen in einem Volumen in Höhe von insgesamt 24,57 Mio. € aus.

EYEMAXX nutzt die eingeworbenen Fremdmittel zur Weitergabe an die Projektgesellschaft als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital. Auf Ebene der Projektgesellschaften kann dieses dann nochmals mit Bankfinanzierungen (üblicherweise 70 % FK-Finanzierung) „gehebelt“ werden, was die Finanzierung erheblicher Projektvolumina ermöglicht. Zum 30.10.17 hatte EYEMAXX insgesamt 33,23 Mio. € (30.10.17: 19,00 Mio. €) an die Tochtergesellschaften ausgereicht.

Als weitere Finanzierungskomponente hat die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren mehrere Kapitalerhöhungen durchgeführt. Auch im September 2017 hatte EYEMAXX eine Bezugsrechtskapitalerhöhung in Höhe von 4,89 Mio. € durchgeführt. Zusammen mit dem Nachsteuerergebnis in Höhe von 6,62 Mio. € legte daher das Eigenkapital auf 50,10 Mio. € (30.10.16: 38,01 Mio. €) zu. Die trotz des deutlichen Projektausbaus auf 33,4 % (30.10.16: 31,9 %) verbesserte EK-Quote verdeutlicht die grundsätzlich schlanke Bilanzstruktur der EYEMAXX.

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Durch die Ausgabe der Wandelanleihen, der Aufstockung der fünften Unternehmensanleihe sowie der erfolgten Kapitalerhöhung war EYEMAXX in der Lage, den negativen freien Cashflow in Höhe von -18,96 Mio. € (VJ: -9,63 Mio. €) aufzufangen. Grundsätzlich gilt es hier festzuhalten, dass bei der EYEMAXX eine Phase eines starken Ausbaus des Projektvolumens mit entsprechend negativen Cashflows einhergeht. Erst mit der Veräußerung und der Übergabe der Projekte an den Erwerber lassen sich nennenswerte Cashflows generieren.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 2016/2017	GJ 2017/2018e	GJ 2018/2019e	GJ 2019/2020e
Umsatzerlöse	5,00	6,30	6,57	6,86
Gesamtleistung (GL)*	23,58	23,61	23,83	24,75
EBITDA (Marge in % auf GL)	14,56 (61,7%)	14,72 (62,4%)	14,76 (62,0%)	15,50 (62,6%)
EBIT (Marge in % auf GL)	14,25 (60,4%)	14,41 (61,1%)	14,46 (60,7%)	15,20 (61,4%)
Jahresüberschuss	6,62	7,93	9,50	10,75

Quelle: GBC AG

EYEMAXX hat insbesondere in den vergangenen zwei Geschäftsjahren eine deutliche Ausweitung der Projektpipeline auf nun 757,7 Mio. €, zusammen mit einer Schärfung des Investitionsfokus, umgesetzt. Insbesondere im Vordergrund stehen dabei die drei erworbenen Wohn- und Gewerbeprojekte in Mannheim (Postquadrat), sowie in Berlin (Vivaldi-Höfe und Sonnen-Höfe), welche jeweils ein Projektvolumen in Höhe von rund 170 Mio. € aufweisen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft in Wien und in Bonn zwei weitere Wohnprojekte sowie in Offenbach ein Hotelprojekt mittlerer Größenordnung erworben, so dass nun damit eine ganz klare Fokussierung auf Wohn- und Gewerbeimmobilien in Deutschland und Österreich sichtbar wird:

Projekt	Land	Assetklasse	Projektvolumen bei Verkauf in Mio. €
Schönefeld Komponistenviertel	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	170,0
Schönefeld Sternenviertel	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	168,0
Offenbach	Deutschland	Gewerbe	18,4
Wien, Lainzer Straße	Österreich	Wohnen	10,1
Bonn	Deutschland	Gewerbe	18,8
Mixed Use Mannheim	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	177,0
Wien, Siemensstraße	Österreich	Wohnen	23,4
Wien-Vösendorf	Österreich	Wohnen	9,2
Wien, Rustenfeldgasse	Österreich	Wohnen	7,3
Logistikzentrum Belgrad - Phase I	Serbien	Gewerbe	11,5
FMZ Krnov	Tschechei	Gewerbe	4,3
FMZ Louny	Tschechei	Gewerbe	7,4
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	13,5
Wohnbau Potsdam	Deutschland	Wohnen	18,1
Lindauer Hafen	Deutschland	Wohnen	25,0
Summe			757,7

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

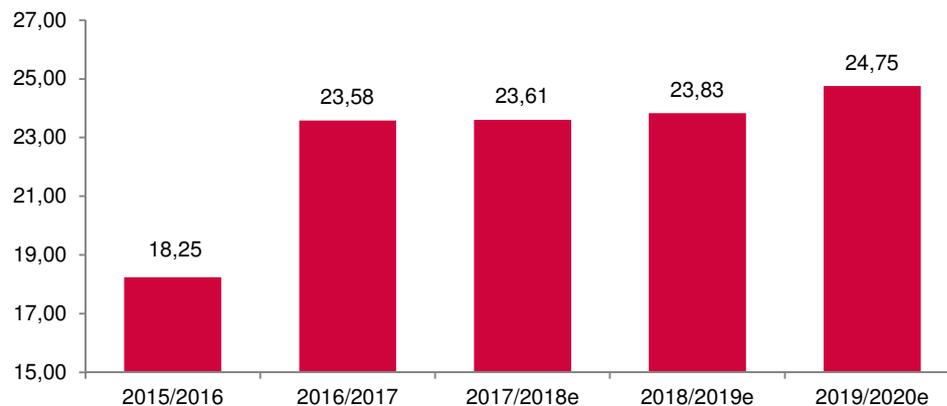
Die drei Großprojekte werden, wie auch schon in den vergangenen beiden Geschäftsjahren, einen entscheidenden Anteil am GuV-Bild der kommenden Geschäftsjahre haben. Während beim gesamten Mannheimer Projekt die Fertigstellung bis zum Frühjahr 2020 (veräußertes Hotelprojekt wird bereits im Frühjahr 2019 an den Erwerber übergeben) geplant ist, sollen die beiden Berliner Projekte über verschiedene Phasen hinweg bis 2021 (Sonnen-Höfe) bzw. bis 2022 (Vivaldi-Höfe) fertiggestellt werden. Damit sollte unsere konkrete Schätzperiode, welche die kommenden drei Geschäftsjahre enthält, stark vom Fortschritt der drei Großprojekte beeinflusst sein.

Die Großprojekte werden jeweils im Joint Venture mit Projektpartnern umgesetzt, wobei eine Beteiligungsquote von jeweils 50 % vom Projektpartner und von der EYEMAXX an der jeweiligen Projektgesellschaft gehalten wird. Bei einem Projekt-ROI in Höhe von ca. 10 % - 15 % ergibt sich auf Basis eines Gesamtvolumens der drei Projekte in Höhe von über 500 Mio. € ein erwarteter Ergebnisbeitrag von bis zu ca. 77 Mio. €. Entsprechend der Beteiligungsquote verbleibt bei der EYEMAXX ein Ertrag in Höhe von insgesamt ca. 39 Mio. €, der in den kommenden Geschäftsjahren ratierlich realisiert werden dürfte. Auf Konzernebene wird die EYEMAXX dies als Beteiligungsergebnis (at equity) ausweisen.

Die Finanzierung der Projekte ist derzeit größtenteils gesichert. Für das aufzubringende Eigenkapital (20 % -30 %) auf Ebene der Projektgesellschaft kann EYEMAXX auf Ebene der Konzerngesellschaft eingeworbenes Eigen- und Fremdkapital nutzen. Zugleich ist aus den zwischenzeitlichen Objektverkäufen (Forward Sale) mit hohen Liquiditätszuflüssen bei der Übergabe zu rechnen. So wurde beispielsweise der Hotelbestandteil des Mannheimer Projektes vorab für einen Kaufpreis in Höhe von 45 Mio. € veräußert. Nach dem Bilanzstichtag 31.10.2017 erfolgte ein weiterer großer Teilverkauf dieses Projektes in Höhe von rund 42,5 Mio. € an einen institutionellen Investor. Wir rechnen aus dem ersten Teilverkauf mit einem der Beteiligungsquote entsprechenden Liquiditätszugang im kommenden Geschäftsjahr 2018/2019.

Über die kommenden Geschäftsjahre hinweg dürfte die Gesellschaft im Zuge der Abarbeitung der Projektpipeline das hohe Niveau bei der Gesamtleistung aufrechterhalten.

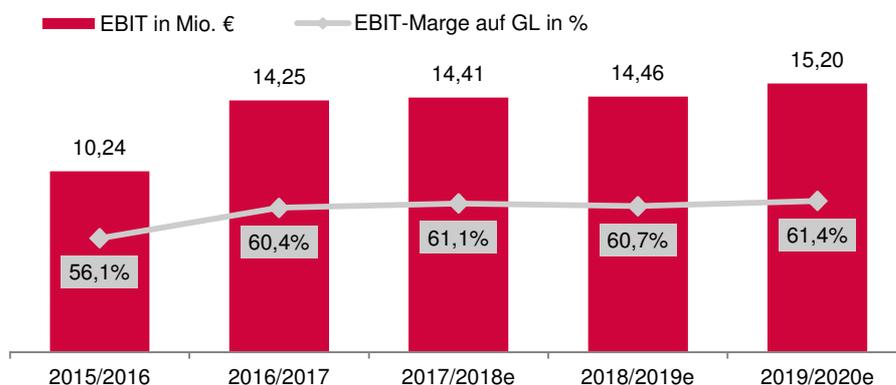
Prognose der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund des nach wie vor hohen Anteils der At-Equity-Erträge, in denen die Nachsteuererträge der Projektgesellschaften enthalten sind, wird EYEMAXX ein unverändert hohes Rentabilitätsniveau vorweisen. Unter Berücksichtigung der typischen Holdingkosten rechnen wir mit einer EBIT-Marge in Höhe von jeweils knapp über 60 %.

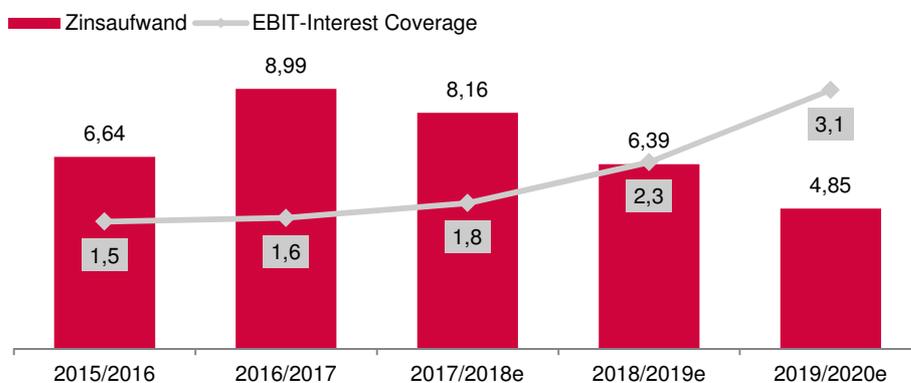
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Ein wichtiger Ergebnistreiber dürfte die sukzessive Rückführung der noch ausstehenden Unternehmensanleihen sein. Zum 25.03.2019 steht dabei die Anleihe 2013/2019 (ausstehendes Volumen: 8,66 Mio. €) und zum 30.03.2020 die Anleihe 2014/2020 (ausstehendes Volumen: 21,34 Mio. €) zur Rückzahlung an. Alleine aus den beiden Anleiherückzahlungen lässt sich eine Zinersparnis in Höhe von rund 2,4 Mio. € realisieren. Ausgehend von der aktuellen Projektpipeline dürfte die Anleiherückzahlung durch die geplante Übergabe von Projekten gedeckt sein. Bei einem erwarteten Rückgang der Zinsaufwendungen auf bis zu 4,85 Mio. € (GJ 2019/2020) sollte der EBIT-Zinsdeckungsgrad auf 3,1 ansteigen:

Zinsaufwand (in Mio. €) und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2017/2018, 2018/2019 und 2019/2020 in Phase 1, erfolgt von 2020/2021 bis 2024/2025 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 61,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 1,25 % (bisher: 1,25 %).

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 1,41 (bisher: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0 % (bisher: 9,0 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,94 % (bisher: 7,94 %).

Bewertungsergebnis

Als Bewertungsergebnis haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 19,80 € je Aktie (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die daraus resultierende leichte Kurszielanhebung berücksichtigt in erster Linie die neu hinzugekommenen Großprojekte in Berlin und den dazugehörigen weiteren Ausbau der Projektpipeline. Die neuen Projekte haben zu einer leichten Erhöhung unserer Prognosen insbesondere in der Stetigkeitsphase geführt, was sich im leichten Anstieg des Kursziels wiederfindet.

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	62,6%	ewige EBITA - Marge	62,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	20,0%
Working Capital zu Umsatz	150,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	
	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	
Gesamtleistung (GL)	23,60	23,83	24,75	25,49	26,26	27,04	27,86	28,69	
GL Veränderung	0,1%	0,9%	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,26	0,24	0,25	0,27	0,31	0,31	0,31	0,31	
EBITDA	14,72	14,76	15,50	15,97	16,45	16,94	17,45	17,97	
EBITDA-Marge	62,3%	62,0%	62,6%	62,6%	62,6%	62,6%	62,6%	62,6%	
EBITA	14,41	14,45	15,20	15,62	16,12	16,64	17,14	17,66	
EBITA-Marge	61,1%	60,7%	61,4%	61,3%	61,4%	61,5%	61,5%	61,5%	62,0%
Steuern auf EBITA	-2,71	-2,58	-2,74	-3,12	-3,22	-3,33	-3,43	-3,53	
zu EBITA	18,8%	17,8%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBI (NOPLAT)	11,70	11,88	12,46	12,49	12,89	13,32	13,72	14,13	
Kapitalrendite	11,6%	9,8%	9,0%	8,8%	9,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Working Capital (WC)	31,55	38,00	42,20	38,24	39,39	40,57	41,78	43,04	
WC zu Umsatz	133,7%	159,5%	170,5%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%	
Investitionen in WC	-7,45	-6,45	-4,20	3,96	-1,15	-1,18	-1,22	-1,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	90,00	100,00	100,00	94,42	84,70	87,24	89,86	92,55	
AFA auf OAV	-0,31	-0,31	-0,31	-0,35	-0,33	-0,30	-0,31	-0,31	
AFA zu OAV	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-13,43	-10,31	-0,31	5,23	9,39	-2,84	-2,92	-3,01	
Investiertes Kapital	121,55	138,00	142,20	132,66	124,09	127,81	131,64	135,59	
EBITDA	14,72	14,76	15,50	15,97	16,45	16,94	17,45	17,97	
Steuern auf EBITA	-2,71	-2,58	-2,74	-3,12	-3,22	-3,33	-3,43	-3,53	
Investitionen gesamt	-20,88	-16,76	-4,51	9,19	8,24	-4,02	-4,14	-4,26	
Investitionen in OAV	-13,43	-10,31	-0,31	5,23	9,39	-2,84	-2,92	-3,01	
Investitionen in WC	-7,45	-6,45	-4,20	3,96	-1,15	-1,18	-1,22	-1,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-8,88	-4,57	8,26	22,04	21,46	9,59	9,88	10,18	196,99

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	169,87
Barwert expliziter FCFs	54,84
Barwert des Continuing Value	115,03
Nettoschulden (Net debt)	67,22
Wert des Eigenkapitals	102,66
Fremde Gewinnanteile	-0,16
Wert des Aktienkapitals	102,49
Ausstehende Aktien in Mio.	5,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	20,6%
WACC	8,0%

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
10,2%	21,78	20,06	18,52	17,14	15,89
10,4%	22,52	20,74	19,16	17,73	16,45
10,7%	23,25	21,43	19,80	18,33	17,01
10,9%	23,99	22,12	20,44	18,93	17,56
11,2%	24,73	22,80	21,08	19,52	18,12

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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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;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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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