Eyemaxx Real Estate AG

7,875% Unternehmensanleihe III (2013/2019)

11 | März | 2013

SRC
Der Spezialist für Finanzaktien

EYEMAXX REAL ESTATE

SRC Rendite-Risiko-Rating

★★★★☆

Kurs (Geld / Brief in %)	**100% / 100%**
Hoch / Tief 52 Wochen	N/A
Rendite p.a.	7,875%

Schlüsseldaten

Emittentin	Eyemaxx Real Estate AG
Sektor	Immobilien
Sub-Sektor	Immobilienentwicklung
Sitz der Gesellschaft	Deutschland
Tag der Erstnotierung	11.03.2013
Börse	Börse Frankfurt
Börsensegment	Entry Standard
WKN	A1TM2T
ISIN	DE000A1TM2T3
Zeichnungsfrist Beginn	07.03.2013
Zeichnungsfrist Ende (vorzeitig beendet)	07.03.2013
Laufzeit Beginn	11.03.2013
Laufzeit Ende	25.03.2019
Restlaufzeit (Jahre)	6,0
Kupontyp	Fixer Kupon + Inflationsschutz
Kupon	7,875%
Erster Kupon	26.03.2014
Zahlweise	Jährlich
Zinstermine	26.03.
Emissionsvolumen (Mio. Euro)	15,0
Liquidität (durchschn. Vol./Tag)	N/A
Stückzinslauf ab	26.03.2013
Nennwert / Stück	1.000 €
Platzierungspreis	100%
Dokumentation	Börsenprospekt (Dt. Recht)
Rating	Nein
Ratingagentur	N/A
Zahlstelle	VEM Aktienbank
Listing Partner	VEM Aktienbank
Besichert	Nein
Internet	www.eyemaxx.com

Analysten **Dipl.-Vw. Denis Kuhn**
Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA

E-Mail kuhn@src-research.de
Telefon +49 (0) 69 400313 - 81
Internet **www.src-research.de**

- Überdurchschnittliche Rendite von mindestens 7,875% p.a., über eine Laufzeit von 6 Jahren. Durch den zusätzlichen Inflationsschutz kann sich der Rückzahlungswert während der Laufzeit auf bis zu 110% erhöhen. Dies entspräche einer max. Rendite von 9,11% p.a.
- Langjähriger, erstklassiger Track-Record von über 200 Mio. Euro Volumen in der Konzeption, Entwicklung und Vermarktung von Fachmarktzentren, insbesondere in der Region Osteuropa (Polen, CZ, Slowakei etc.)
- Durch die Börsennotierung der Emittentin deutlich überdurchschnittliche Transparenz des Unternehmens.
- Das Unternehmen verfügt mit Dr. Michael Müller über einen starken und langfristig orientierten Kernaktionär.
- Sehr stabile Kursentwicklung der bereits seit 2011 bzw. 2012 notierten Unternehmensanleihen I und II.
- Hohe Profitabilität der Entwicklungsprojekte sowie stetige Cash-Flows aus Bestandsliegenschaften ergeben sehr gute Zinsdeckungsquoten. Die Umstellung von Forward Sales der Liegenschaften auf Eigenfinanzierung wird die Rentabilität der Projekte weiter steigern.
- Durch die Kooperation mit PPF Real Estate, einer Tochter des Großkonzerns PPF Group, wurde erst kürzlich ein starker lokaler Partner in Osteuropa gefunden, was nochmal das Geschäftspotential ausweitet.
- Solide Eigenkapitalquote von rund 34%, sowie eine diversifizierte Finanzierungsstruktur.
- Die jetzt schon gut gefüllte Pipeline von über 120 Mio. Euro Investitionsvolumen bis 2016 erlaubt stabile Unternehmensgewinne. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir einen Gewinnsprung um mindestens 30% auf 3,4 Mio. Euro. Für das folgende Geschäftsjahr 2013/14 erwarten wir sogar fast eine Verdopplung des Gewinns auf mindestens 6,0 Mio. Euro.

Unternehmensprofil

EYEMAXX AG

Industry:	Real Estate
Sub-segment:	Commercial Developer
Region:	Austria, Germany, CEE
Headquarters:	Aschaffenburg
Foundation	1996
Employees:	25
IR Contact:	
amuehlhaus@edicto.de	

Management Board of EYEMAXX Real Estate AG:
CEO Dr. Michael Müller

Supervisory Board of EYEMAXX Real Estate AG:
Mag. Dr. Martin Piribauer (Chairman)
Franz Gulz
Mag. Maximilian Pasquali

EYEMAXX Immobilien AG ist ein internationales Immobilienentwicklungsunternehmen für Gewerbeimmobilien mit einem klaren Fokus auf Osteuropa, Österreich und Deutschland. Das Unternehmen ist überwiegend auf den Bau von Fachmarktzentren spezialisiert, arbeitet mit bekannten westlichen Einzelhandelsmarken zusammen und beteiligt sich an deren Erweiterung in Zentral- und Osteuropäische Länder wie Polen, die Tschechische Republik und die Slowakei. Bei Konzeption und Bau von Fachmarktzentren ist das Unternehmen einer der europäischen Marktführer. Eine Vorvermietungsquote von mindestens 50% wird üblicherweise bereits von Baubeginn erreicht. Außerdem befinden sich bekannte und beliebte Handelsketten wie Hofer, DM, Takko, New Yorker, Bauhaus, Deichmann, Rossmann oder C&A unter den Mietern. Die Fachmarktzentren werden unter den Marken "BIG BOX" "MyBOX" oder "STOP.SHOP" (eine Handelsmarke von Immofinanz) vertrieben. In den letzten fünf Jahren wurden über 20 Entwicklungsprojekte mit einem Transaktionsvolumen von mehr als 200 Mio. Euro erfolgreich entwickelt und verkauft. Außerdem erstellt Eyemaxx auf Kundenwunsch Logistikzentren, Factory -Outlets und andere maßgeschneiderte Lösungen für Kunden.

Darüber hinaus verfügt die Eyemaxx Gruppe über Bestandsimmobilien, die bei entsprechenden Marktopportunitäten günstig erworben werden und anschliessend konstante Cash-Flows zum Konzernergebnis beisteuern.

Stärken-Schwächen-Analyse (SWOT-Analyse)

Stärken

- Klarer Fokus auf Länder Zentraleuropas mit zuverlässiger Gesetzgebung und meist überdurchschnittlichem Wirtschaftswachstum wie Polen, Tschechien und Slowakei. Dazu kommen weitere Bestandsliegenschaften und Developments in den Euro-Kernländern wie Deutschland und Österreich. Serbien ist als einziges Land der Eyemaxx-Zielländer nicht Mitglied der Europäischen Union, ist aber seit März 2012 EU-Beitrittskandidat. Die meisten vom Unternehmen entwickelten Fachmarktzentren liegen in kleineren und mittelgroßen Städten, wo die Konkurrenzsituation für Eyemaxx meist überschaubar ist.

- EYEMAXX gehört zu den Marktführern für Fachmarktzentren in seiner Region. Die operative Tochter mit Sitz in Österreich ist bereits seit 1996 tätig. Seit 2001 liegt der geschäftliche Schwerpunkt auf der Entwicklung und dem Verkauf von Fachmarktzentren. Daher verfügt das Unternehmen über einen großen Erfahrungsschatz und ein Netzwerk zu allen großen Konsummarken, die die Mieter sind, aber auch zu Investoren, Baufirmen und Behörden.

- Der Track Record umfasst mittlerweile über 20 Fachmarktzentren, Logistikimmobilien und nach speziellem Kundenwusch errichtete Objekte mit einem kumulierten Investitionsvolumen von über 200 Mio. Euro. Dazu unterliegt Eyemaxx als im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistetes deutsches Unternehmen hohen Anforderungen an Transparenz und Publizität.

- Für die Zukunft hat die Firma schon jetzt eine Investitionspipeline von über 100 Mio. Euro durch entsprechende Grundstückskäufe gesichert. Mit den Mitteln aus der derzeit emittierten Unternehmensanleihe kann die Gesellschaft weitere Immobilien mit einem Investitionsvolumen von weiteren rund 60 Mio. Euro anbinden. Entsprechende Objekte in Deutschland (37 Mio. Euro) und Polen (ca. 9 Mio.) wurden bereits positiv geprüft. Ein Kauf wäre denkbar.

- Zahlreiche bekannte Konsummarken wie Aldi/ Hofer, dm Drogerie, Takko, New Yorker, Bauhaus, Deichmann, Rossmann oder C&A, um einige zu nennen, arbeiten als Mieter mit EYEMAXX zusammen. Das gute Netzwerk des Unternehmens zu allen diesen Adressen ist sehr wertvoll und ermöglicht, rechtzeitig auf deren Bedürfnisse bei den Planungen der Liegenschaften einzugehen. Die von den Finanzierungspartnern geforderte Vorvermietungsquote für Fachmarktzentren und den entsprechenden Baubeginn liegt normal bei mindestens 50%. Hier liegt Eyemaxx meist klar im Vorteil zu lokalen Entwicklern, die nicht über das breite Netzwerk wie die Gesellschaft verfügen.

- Durch die spezielle Struktur der einzelnen Projekte, die jeweils in eigenen Gesellschaften abgebildet werden (sogenannten SPVs – Special Purpose Vehicles) entfällt meist gänzlich die Besteuerung der Entwicklergewinne. Die Hauptbedingungen für die Erlangung der Steuerfreiheit in Österreich im Falle des Verkaufs einer Projektgesellschaft sind: Ein weiterer Eigentümer des SPVs, der über 10% der Anteile hält, muss aus dem Ausland kommen und die Anteile an der Projektgesellschaft für über ein Jahr halten. Das ist eigentlich immer der Fall.

Schwächen

- Es gehört zum Geschäftsmodell, hohe Eigenkapitalrenditen aus attraktiven Entwicklerprojekten mit einem relativ geringen Eigenkapitaleinsatz zu realisieren. Da die Banken oft nur bis zu 70% des Projekts finanzieren, braucht Eyemaxx oft zusätzliche Finanzierungspartner oder einen Co-Investor, der Eigenkapital für die Finanzierung zur Verfügung stellt und so einen recht hohen Leverage ermöglicht. Bisher hat Eyemaxx das hohe Wachstum durch die kontinuierliche Fertigstellung von neuen Projekten gut verkraftet.

- Die Gesellschaft ist sehr stark zugeschnitten auf den Gründer und Vorstandsvorsitzenden Dr. Michael Müller und ein kleines Führungsteam von 4 bis 5 Personen. Sollten hier mehrere Personen dem Unternehmen den Rücken kehren, was wir eigentlich nicht befürchten, so würde hiermit auch wichtiges Know-How und Netzwerk das Unternehmen verlassen, was sich nachteilig auf zukünftige Geschäftsergebnisse auswirken könnte.

Chancen

- Aufgrund der hervorragenden Planungs- und Entwicklerkompetenzen und der Bekanntheit der Marke Eyemaxx eröffnen sich für das Unternehmen extrem gute Opportunitäten für neue Projekte, um mit vielleicht nur 10% oder 20% Eigenkapital-Beteiligung neue Developments durchzuführen, um dann anschließend mit bis zu 50% am Entwicklergewinn zu partizipieren (in Einzelfällen sogar noch über 50%).

- Eyemaxx hat im Bau der Projekte und in der Planung eine relative hohe Standardisierung erreicht, die meist kurze Realisierungszeiten von nur 6 bis 12 Monaten und die Einhaltung der geplanten Baukosten ermöglicht. Das Investitionsvolumen beläuft sich je nach Projekt zwischen 5 und 15 Mio. Euro. Selbst wenn ein Projekt doch teurer wird als geplant (was durch Fixpreispauschalen bisher immer vermieden wurde) oder sich zeitlich nach hinten verschiebt, sind die Auswirkungen auf den Gesamtkonzern meist eher gering.

Risiken

- Die Wiener Immofinanz AG, einer der großen europäischen Immobilienkonzerne, verfolgt in Bezug auf Fachmarktzentren eine sehr ähnliche Strategie und verfügt bereits über ein Portfolio von über 40 Liegenschaften in diesem Bereich, wovon rund ein Drittel in Kooperation mit Eyemaxx entstanden sind. Die Objekte liegen ebenfalls in Tschechien, Polen der Slowakei und Ungarn und laufen unter der von Immofinanz geschützen Marke „STOP.SHOP“. Wir sehen die Immofinanz AG als einen bedeutenden Konkurrenten.

- Relativ viele der für die nächsten Jahre in Umsetzung befindlichen Projekte liegen in Serbien. Auch wenn wir an die wirtschaftliche Erholung der Balkanregion glauben, so kämpft Serbien derzeit mit hoher Arbeitslosigkeit und einer schrumpfenden Wirtschaft (2012 ca. -2%) sowie einer Inflation im zweistelligen Bereich. Allerdings bietet der EU-Beitrittskandidat attraktive Steuersätze bei relativ günstigen Lohnkosten, was ausländische Investoren ansprechen sollte. Zudem fördert die Notenbank die Geldwertstabiltät mit einer restriktiven Geldpolitik. Die Infrastruktur des Landes ist ausbau- und modernisierungsbedürftig, von daher ist gerade das geplante Eyemaxx-Logistikzentrum nahe Belgrad mit insgesamt fast 48.000 qm Fläche sicher nach Fertigstellung extrem begehrt, da es kaum ein vergleichbares Konkurrenzprodukt gibt.

EYEMAXX hat eine lange Referenzliste mit vielen erfolgreichen Developments im Volumen von über 200 Mio. Euro seit 2006.

Bisher wurden alle Objekte nach Fertigstellung verkauft. In Zukunft sollen mehr Objekte nach der Fertigstellung auch im eigenen Bestand verbleiben, um stetige Cash Flows durch Mieteinnahmen zu generieren.

Die Fachmarktzentren und Logistikimmobilien haben meist ein Investitionsvolumen von 2 bis 15 Mio. Euro pro Objekt. Ein späterer Verkauf kann einzeln oder gebündelt erfolgen.

Hohe Akzeptanz der Eyemaxx-Fachmarktkonzepte bei den führenden internationalen Handelsmarken. Fokussierung auf die Nische „Verbraucher Nahversorgung“ in kleinen und mittelgroßen Städten.

Lebensmittel und andere Dinge des täglichen Lebens unterliegen weniger den konjunkturellen Schwankungen als andere Konsumgüter.

Attraktive Entwicklungspipeline und ein stabiles 2-Säulen-Geschäftsmodell

Das Unternehmen hat in den letzten Jahren eine Reihe von Fachmarktzentren und ebenso einige Logistikliegenschaften sowie spezielle nach Kundenwünschen erstellte Liegenschaften (taylormade solutions) entwickelt und erfolgreich abgeschlossen. In den meisten Fällen wurden die Liegenschaften noch vor Fertigstellung als Forward Sale oder kurz danach an Investoren verkauft, um das Kapital für neue Projekte freizusetzen. So wurde seit 2006 ein Projektvolumen von mehr als 200 Mio. Euro Volumen realisiert und veräußert. Die Gesellschaft konnte bei fast allen ihren Projekten attraktive Entwicklermargen oberhalb von 20%, meist sogar über 25%, zum eingesetzten Investitionsvolumen realisieren, zumindest dann, wenn man das Objekt bis zur Fertigstellung in den eigenen Büchern hielt, was seit 2011 und der Begebung der ersten beiden Unternehmensanleihen auch regelmässig angestrebt wird.

In der Zukunft will Eyemaxx einen Teil seiner fertiggesetllten Objekte (bis zu 50%) in den eigenen Büchern behalten, um davon auch zukünftig über attraktive regelmässige Cash Flows in Form von Mieteinnahmen zu partizipieren. Die Mietverträge mit den Konsummarken werden auch in den Nicht-Euro-Ländern wie Polen und Tschechien in Euro abgeschlossen, so dass ein Währungsrisiko bei den Mieteinnahmen für die Gesellschaft nicht besteht.

Neben dem Aufbau eines Bestandsportfolios, dem jetzt schon heute unter anderem mehrere deutsche und österreichische Logistikimmobilien mit Mieteinnhamen von jährlich rund 1,0 Mio. Euro angehören, steht weiterhin die Erzielung attraktiver Entwicklerrenditen auf dem Programm. Die vielen kleineren Fachmarktzentren und Logistikimmobilien mit einem Investitionsvolumen von je 2 bis 15 Mio. Euro werden gebündelt verkauft, um mehr institutionelle Nachfrage zu erzeugen und unter Umständen auch höhere Preise zu erzielen als im Einzelverkauf.

Bei den Fachmarktzentren wird Wert darauf gelegt, internationale Handelsketten aus der Lebensmittel-, Drogerie- und Bekleidungsbranche sowie auch Heimwerkermärkte als Ankermieter zu gewinnen und diese als Ankermieter schon im Vorfeld der Entwicklung für 10 Jahre oder länger fix an die zu erstellten Objekte zu binden. Als Beispiel sind Marken wie die dm Drogerien, KIK, Aldi/Hofer, Bauhaus, C&A, NewYorker, Deichmann zu nennen. Die Handelsketten finden mit Eyemaxx einen zuverlässigen Partner, um Ihre Reichweite auch ausserhalb der gesättigten Märkte Westeuropas in der Fläche mit vielen kleinen und mittelgroßen Städten (ca. 20.000 bis 50.000 Einwohner) zu erhöhen. Gerade hier ist die Wettbewerbssituation zum Vorteil für Eyemaxx in vielen Fällen überschaubar. Wichtig ist auch, dass diese internationalen Handelsmarken über eine meist überdurchschnittliche bis hervorragende Bonität verfügen, die die Planungssicherheit für Eyemaxx erheblich erhöht und das Geschäftsrisiko mindert.

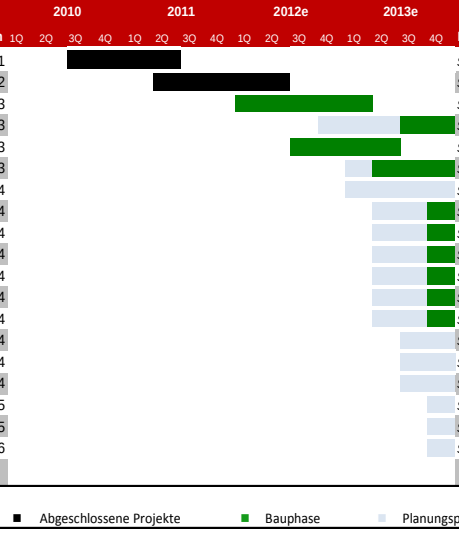
Sollte Eyemaxx nach Fertigstellung der Objekte keine Käufer (einzeln oder wie präferiert im Bündel) finden, so kann die Firma die Fachmärkte problemlos in den eigenen Bestand übernehmen und wird mit grosser Wahrscheinlichkeit über sehr viele Jahre sehr stabile Mieten auf Euro-Basis einnehmen können, weil dies die Vertragswährung ist. Zu bedenken ist auch, dass bei schwächerer Konjunktur das Thema „Nahversorgung“ mit Grundbedürfnissen und Dingen des täglichen Lebens weniger betroffen ist als Luxusartikel oder andere Güter, die nicht unbedingt zu einem Basis-Lebensunterhalt gehören.

Im Jahr 2013 werden einige Objekte fertig gestellt. Das Gros der Objekte wird im folgenden Jahr 2014 fertig gestellt werden.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die für das laufende Geschäftsjahr und die nachfolgenden Jahre geplanten Projekte. Es fällt auf, dass neben den 4 für 2013 geplanten Fertigstellungen insbesondere im nächsten Jahr 2014 zahlreiche Projekte fertiggestellt werden sollen. In unserer aktuellen Übersicht sind das für 2014 10 Objekte.

Fahrplan und Pipeline der Eyemaxx Entwicklungsliegenschaften

No.	Project	City	Country	Type	Rental space sqm	Invest. vol. € m	Completion	Remarks
18	STOP.SHOP. Dolný Kubín	Dolny Kubin	SK	Retail Park	5.809	6,4	Apr 11	*Sold as forward sale*
19	Vendo Park Kyjov	Kyjov	CZ	Retail Park	3.500	4,1	Mai 12	*Sold as forward sale*
20	Retail Park Olawa	Olawa	PL	Retail Park	2.100	2,1	1H 2013	*Self-financing, Co-funding*
21	My BOX Pelhrimov	Pehlrimov	CZ	Retail Park	1.779	2,1	2H 2013	*Self-financing*
22	FMZ Kittsee	Kittsee	A	Retail Park	10.645	14,3	1H 2013	*Self-financing, Co-funding*
23	Garwolin	Garwolin (southeast Warsaw)	PL	Retail Park	6.200	7,0	2H 2013	*Self-financing*
24	FOC Belgrad I	Stara Pazova	SRB	Factory Outlet	3.000	6,4	1H 2014	*Self-financing, Joint venture*
25	Elk	Elk	PL	Retail Park	6.250	8,5	1H 2014	*Self-financing, Joint venture*
26	Malbork	Malbork (southeast Gdansk)	PL	Retail Park	5.350	5,8	1H 2014	*Self-financing, Co funding*
27	Plonsk	Plonsk	PL	Retail Park	2.910	3,2	1H 2014	*Self-financing*
28	Logcenter Belgrad I	Stara Pazova	SRB	Logistics	23.787	14,1	1H 2014	*Self-financing, Joint venture*
29	Logcenter Nis	Nis	SRB	Logistics	13.221	10,4	1H 2014	*Self-financing, Joint venture*
30	My BOX Krnov	Krnov	CZ	Retail Park	3.550	3,9	1H 2014	*Self-financing*
31	Prerov	Prerov	CZ	Retail Park	4.850	5,8	2H 2014	*Self-financing*
32	My BOX Louny	Louny	CZ	Retail Park	6.462	6,5	2H 2014	*Self-financing*
33	Sternberk	Czech Republic	CZ	Retail Park	1.765	1,9	2H 2014	*Self-financing*
34	FMZ Belgrad	Stara Pazova	SRB	Retail Park	13.346	14,2	1H 2015	*Self-financing, Joint venture*
35	FOC Belgrad II	Stara Pazova	SRB	Factory Outlet	4.000	6,1	2H 2015	*Self-financing, Joint venture*
36	Logcenter Belgrad II	Stara Pazova	SRB	Logistics	23.787	14,1	1H 2016	*Self-financing, Joint venture*
			Total (2013 - 2016)		**133.002**	**126,3**		



Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research

In 2013 und 2014 dominieren Fertigstellungen in Polen, Tschechien und Österreich. In 2015 und 2016 sind es Fertigstellungen in Serbien.

Auf Basis der aktuellen Pipeline gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einer Gewinnsteigerung um mindestens 30% auf 3,4 Mio. Euro aus. Für das nächste Geschäftsjahr erwarten wir mindestens 6,0 Mio. Euro Nettogewinn.

Insgesamt ergibt sich auf Basis der aktuellen Pipeline ein Bestand an Entwicklungsliegenschaften und Projekten von über 130 Tausend Quadratmetern mit einem Investitionsvolumen von über 126 Mio. Euro für den Zeitraum 2013 bis 2016. Während in 2013 und 2014 eher die Fertigstellungen in Polen, Österreich und Tschechien dominieren, sind es in 2015 und 2016 nach jetzigen Stand eher die Fertigstellungen in Stara Pazova nahe Belgrad in Serbien, wo ein Fachmarktzentrum, ein Factory Outlet Center und eine grosse Logistikimmobilie erstellt wird. Das Investitionsvolumen in Serbien in den Jahren 2015 und 2016 liegt bei rund 34 Mio. Euro bei rund 41.000 Quadratmetern.

Insgesamt gehen wir bei unserer Schätzung zur Gewinnrechnung davon aus, dass die Gesellschaft im laufenden Geschäftsjahr 2012/13, das am 31. Oktober endet, ihren Gewinn nach Steuern aufgrund der anstehenden Fertigstellungen und aufgrund von Höherbewertungen bei neu erworbenen Immobilien im Bestandsportfolio von 2,6 Mio. Euro um mindestens 30% auf 3,4 Mio. Euro erhöhen kann. Für das folgende folgende Geschäftsjahr sollte sich der Gewinn nach Steuern dann noch einmal erheblich erhöhen. Wir halten mindestens 6,0 Mio. Euro für realistisch.

Im Vorfeld der Begebung der dritten Unternehmensanleihe, die in diesem Monat vom 7. Bis 22. März zur Zeichnung stand (Platzierung bereits am 7. März vorzeitig geschlossen), hat das Unternehmen eine Reihe von möglichen Investitionen in weitere Grundstücke und Liegenschaften schon geprüft und einige davon bereits positiv beurteilt. Diese könnten dann im Zuge einer erfolgreichen Anleihebegebung erworben werden. Es handelt sich im Wesentlichen um Objekte in Deutschland und Polen, wodurch die Diversifizierung weiter verbessert und das Länderrisiko gemindert würde.

Eyemaxx hat bereits weitere Investitionsmöglichkeiten in einer Größenordnung von rund 50 Mio. Euro geprüft und für gut befunden. Diese Objekte könnten mit den Mitteln aus der dritten Anleihe gekauft und entwickelt werden. Der Schwerpunkt liegt hierbei klar auf Deutschland.

Insgesamt handelt es sich bei den positiv geprüften Objekten um ein Gesamtinvestitionsvolumen von rund 48 Mio. Euro, davon entfallen über 75% auf Deutschland. Sollte die Emission von 15 Mio. Euro vollständig platziert werden, so würden die Mittel aus der Anleihe vollständig ausreichen, um alle bisher positiv geprüften Objekte bei einem Leverage in einer Grössenordnung von rund 25% anzubinden und die Pipeline der Gesellschaft auf über 170 Mio. Euro zu erhöhen.

Potentielle Investitionen nach erfolgreicher Anleiheemission

Projekt	Stadt	Land	Typ	Volumen Mio. €
Logistikzentrum BRD	keine Detailangaben*	D	Logistik	10,8
Retail Park BRD	keine Detailangaben*	D	Retail Park	26,0
FMZ	Nova Sol	PL	Retail Park	5,5
FMZ	Illyrska Bistrica	SLO	Retail Park	5,5
			Total:	**47,8**

* Standort bekannt, aus Konkurrenzgründen zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Detailangaben

Quelle: Unternehmensangaben

Eyemaxx erhält mit der PPF Real Estate einen sehr finanzstarken und erfahrenen Partner für zukünftige gemeinsame Projekte bei Gewerbeimmobilien in Osteuropa und Südosteuropa.

Kooperation mit PPF Real Estate erlaubt weitere Ausweitung des Geschäfts

Weitere Ertragsphantasie für die Geselschaft und eine deutliche Aufstockung des Geschäftsvolumens könnte sich für die Gesellschaft weiterhin aus der am 4. März veröffentlichten Unternehmensmeldung zu der strategischen Kooperation mit PPF Real Estate ergeben. Die PPF Real Estate ist ein Geschäftsbereich der niederländischen PPF Group N.V., die nach Stand vom 30. Juni 2012 über ein konsolidiertes Eigenkapital von 4,8 Mrd. Euro und rund 17,6 Mrd. Euro Assets under Management verfügt. Bei der Kooperation geht es um die gemeinsame Entwicklung von gewerblichen Immobilienprojekten mit dem regionalen Schwerpunkt auf Osteuropa und Südosteuropa, also dort, wo beide Partner jahrelange Expertise vorzuweisen haben. Der Schwerpunkt wird auf Einzelhandelsimmobilien liegen, die durchschnittlich eine Grösse von rund 5 Mio. Euro bis 25 Mio. Euro pro Projekt haben. Durch die neue Kooperation sollten sich auch neue interssante Kontakte zu einer Reihe von Marktteilnehmern in der Zielregion ergeben, die für Eyemaxx bei anderen Akquisitionen und potentiellen Verkäufen nützlich sind.

Wir sind hier im weiteren Jahresverlauf gespannt, welche Projekte das neue Tandem zuerst in Angriff nehmen will. Eine erfolgreiche Anleiheemission kann jedenfalls dazu beitragen, den Start der neuen Kooperation zu beschleunigen.

Gewinn- und Verlustrechnung der Eyemaxx Real Estate AG

EYEMAXX AG 31/10 IFRS (Euro '000)	2010	2011*	2011/12	12/13e	13/14e	14/15e	15/16e	CAGR '13e - '16e
Umsatzerlöse	**14.152**	**4.232**	**1.534**	**3.180**	**4.987**	**5.246**	**5.350**	**18,9%**
Veränderung des Bestandes an fertigen und unfertige	152	-1.616	905	0	0	0	0	
Sonstige betriebliche Erträge	1.096	4.767	3.618	1.200	300	300	300	
Summe betriebliche Erträge	**15.400**	**7.383**	**6.057**	**4.380**	**5.287**	**5.546**	**5.650**	
Materialaufwand	-11.034	-1.150	-497	-641	-565	-587	-610	
Personalaufwand	-1.729	-1.203	-1.760	-1.580	-1.877	-2.011	-2.105	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3.193	-3.301	-3.361	-2.505	-1.784	-1.829	-1.895	
Ergebnisse aus Beteiligungen nach der Equity-Methode	2.260	213	4.503	5.540	7.541	11.155	12.875	
EBITDA	**1.704**	**1.942**	**4.942**	**5.194**	**8.602**	**12.274**	**13.915**	**38,9%**
EBITDA-Marge	*12,0%*	*45,9%*	*322,2%*	*163,3%*	*172,5%*	*234,0%*	*260,1%*	
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagen und Investment Properties	-234	-175	-137	-110	-150	-175	-160	
EBIT	**1.470**	**1.768**	**4.829**	**5.084**	**8.452**	**12.099**	**13.755**	**39,3%**
EBIT Marge	*10,4%*	*41,8%*	*314,8%*	*159,9%*	*169,5%*	*230,6%*	*257,1%*	
Zinserträge	244	383	1.061	1.259	1.150	1.100	1.020	
Erträge aus dem Abgang von Finanzanlagen	160	9	0	0	0	0		
Sonstige Finanzerträge	0	0	0	0	0	0		
Zinsaufwendungen	-390	-1.026	-2.703	-2.985	-3.410	-3.988	-2.847	
Sonstige Finanzaufwendungen	-667	0	0	0	-50	0	0	
Finanzergebnis	**-654**	**-635**	**-1.642**	**-1.727**	**-2.311**	**-2.889**	**-1.828**	
Vorsteuerergebnis (EBT)	**817**	**1.134**	**3.187**	**3.358**	**6.142**	**9.210**	**11.928**	**52,6%**
EBT-Marge	*5,8%*	*26,8%*	*207,8%*	*105,6%*	*123,2%*	*175,6%*	*223,0%*	
Steuern	-59	182	-614	60	-120	-350	-410	
Steuerquote	*n.s.*	*n.s.*	*19,3%*	*-1,8%*	*2,0%*	*3,8%*	*3,4%*	
Nettoergebnis	**757**	**1.316**	**2.573**	**3.418**	**6.022**	**8.860**	**11.518**	
Minderheiten	-326	36	38	0	0	0	0	
Nettokonzernergebnis	**432**	**1.353**	**2.611**	**3.418**	**6.022**	**8.860**	**11.053**	**47,9%**
Umsatzrendite	*3,1%*	*32,0%*	*170,2%*	*107,5%*	*120,8%*	*168,9%*	*206,6%*	
Aktienanzahl	2.651	2.651	2.651	2.901	3.200	3.500	3.800	
Gewinn je Aktie (EPS)	**0,15**	**0,50**	**0,98**	**1,18**	**1,88**	**2,53**	**2,91**	
Dividende je Aktie (DPS)	0,00	0,00	0,30	0,30	0,40	0,50	0,50	
Buchwert je Aktie (BVPS)	4,88	5,12	6,24	7,06	8,54	10,52	12,81	

Kennzahlen	2010	2011*	2011/12	12/13e	13/14e	14/15e	15/16e
Wachstum in %							
Umsatz	n.s.	-70,1%	-63,8%	107,3%	56,8%	5,2%	2,0%
EBITDA	n.s.	14,0%	154,5%	5,1%	65,6%	42,7%	13,4%
EBIT	n.s.	20,3%	173,1%	5,3%	66,2%	43,1%	13,7%
EBT	n.s.	38,8%	181,0%	5,4%	82,9%	50,0%	29,5%
Nettokonzernergebnis	n.s.	213,2%	93,0%	30,9%	76,2%	47,1%	24,8%
Margen in %							
EBITDA	11,1%	26,3%	81,6%	118,6%	162,7%	221,3%	246,3%
EBIT	9,5%	23,9%	79,7%	116,1%	159,9%	218,2%	243,5%
EBT	5,8%	26,8%	207,8%	105,6%	123,2%	175,6%	223,0%
Kostenquoten in %							
Personalkostenquote	11,2%	16,3%	29,1%	36,1%	35,5%	36,3%	37,3%
Abschreibungen/Umsatz	1,5%	2,4%	2,3%	2,5%	2,8%	3,2%	2,8%
Steuerquote	n.s.	n.s.	19,3%	-1,8%	2,0%	3,8%	3,4%
Profitabilität in %							
Nettokonzernergebnis/Umsatz	3,1%	32,0%	170,2%	107,5%	120,8%	168,9%	206,6%
Eigenkapitalrendite nach Steuern	3,1%	9,8%	15,8%	16,7%	22,0%	24,1%	22,7%
Bewertung							
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	36,55	11,17	5,68	4,74	2,97	2,21	1,92
Preis-Buchwert-Verhältnis	1,15	1,09	0,90	0,79	0,65	0,53	0,44
Dividendenrendite in %	0,0%	0,0%	5,4%	5,4%	7,2%	8,9%	8,9%
Marktkapitalisierung/Umsatz	1,05	2,20	2,68	3,70	3,07	2,92	2,87
Marktkapitalisierung/EBT	19,85	14,30	5,09	4,83	2,64	1,76	1,36
Kennzahlen je Aktie							
Aktienanzahl in tsd.	2.651	2.651	2.651	2.901	3.200	3.500	3.800
Gewinn je Aktie	0,15	0,50	0,98	1,18	1,88	2,53	2,91
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,30	0,30	0,40	0,50	0,50
Buchwert je Aktie	4,88	5,12	6,24	7,06	8,54	10,52	12,81

**Rumpfgeschäftsjahr bis 31. Oktober*

Konzernbilanz Eyemaxx Real Estate AG

31/10 IFRS (Euro '000)	2010*	2011**	11/12e	12/13e	13/14e	14/15e	15/16e	CAGR '13e-16e
Aktiva								
Langfristiges Vermögen								
Gesamt	6,463	23,833	43,723	58,046	60,268	66,358	66,925	*4.9%*
Kurzfristiges Vermögen								
Gesamt	28,008	11,337	7,801	7,650	9,040	10,190	11,600	*14.9%*
Summe Aktiva	34,471	35,170	51,524	65,696	69,308	76,548	78,525	*6.1%*

31/10 IFRS (Euro '000)	2010*	2011**	11/12e	12/13e	13/14e	14/15e	15/16e	
Passiva								
Eigenkapital								
Gesamt	14,152	14,849	16,548	20,471	27,313	36,823	48,676	*33.5%*
Langfristige Verbindlichkeiten								
Gesamt	2,816	15,760	31,253	40,860	38,200	36,150	26,804	*-13.1%*
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
Gesamt	17,504	4,563	3,723	4,365	3,795	3,575	3,045	*-11.3%*
Summe Passiva	34,472	35,172	51,524	65,696	69,308	76,548	78,525	*6.1%*

* 1.1. bis 31.12.
** Rumpfgeschäftsjahr vom 1.1. bis 31.10.

Anleihebedingungen / Gläubigerschutz

- *Kein ordentliches Kündigungsrecht*
- *Außerordentliches Kündigungsrecht* bei:
  - Insolvenz
  - Liquidation
- *Pari Passu* – Die Verbindlichkeiten der Emittentin gegenüber den Inhabern der Teilschulderschreibungen stellen unmittelbare, unbedingte und nicht nachrangige Verpflichtungen dar, die im gleichen Rang mit allen anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, sofern diese nicht kraft Gesetzes Vorrang haben.
- *Inflationsschutz:* Der Rückzahlungswert der Anleihe beträgt, je nach Entwicklung der Inflation über die Laufzeit, zwischen 100% und 110% liegen. Berechnet wird der sogenannte Inflationsanpassungsbetrag nach der Formel:

$$\mathbf{N_0 \left[(1+I_{Ø})^6 - (1+I_0)^6\right]}$$

N_0 ist die Nominale und entspricht 100%. Die durchschnittliche Inflationsrate I_0 wird nach dem arithmetischen Mittel während der Laufzeit der Anleihe berechnet. Die Laufzeit beträgt 6 Jahre. Folgende Erhebungsdaten gehen in die Berechnung von $I_Ø$ ein: Die Inflationsraten I_1 bis I_6, gemessen jeweils im Januar der Jahre 2014 bis 2019. Der Vergleichszeitpunkt der Inflationsraten I_1 bis I_6 ist jeweils der Vorjahresmonat. Die Inflationsraten werden aus den Publikationen des Deutschen Statistischen Bundesamtes in Wiesbaden („Destatis“) entnommen.

Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate $I_Ø$ von mehr als 2% p.a. erhöht sich der Rückzahlungsbetrag der Anleihe. Der Inflationsanpassungsbetrag ist auf 10% des Nominalwertes gedeckelt.

Ab einer Inflation von jährlich 3,46% und einer kumulierten Gesamtinflation von 22,62% würde die maximale Rückzahlung von 110% erreicht, was einer nominellen Rendite von 9,11% entspräche.

Eyemaxx sollte anhand der derzeitigen Projektplanung über eine solide Eigenkapitaldecke sowie ausreichende Cash Flows um Zins und Tilgung der ausstehenden Anleihen in den nächsten Jahren abdecken zu können.

Sowohl die relevanten Bilanzrelationen als auch die prognostizierten Zinsdeckungsgrade auf EBIT und EBITDA-Basis sind solide.

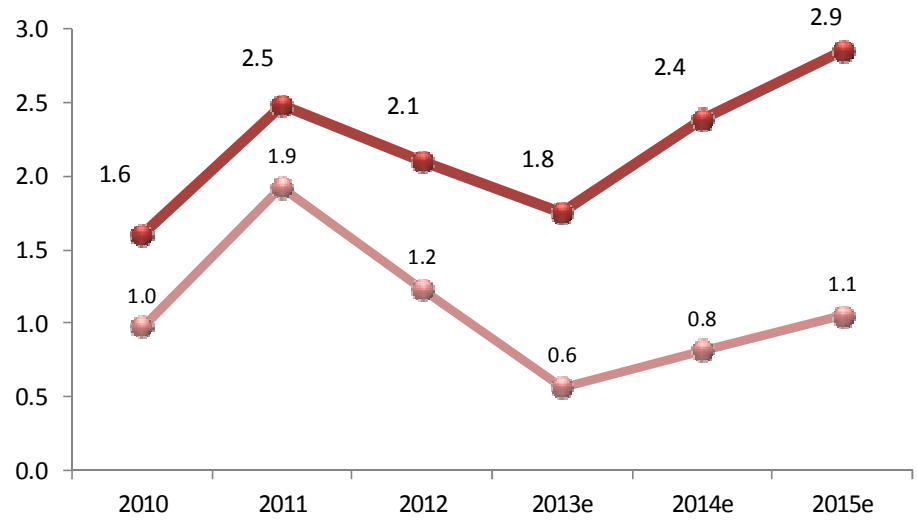
Wir gehen für die kommenden Jahre von einer durch Projektrückflüsse sowie punktuelle Kapitalerhöhungen stetig steigenden Eigenkapitalbasis aus.

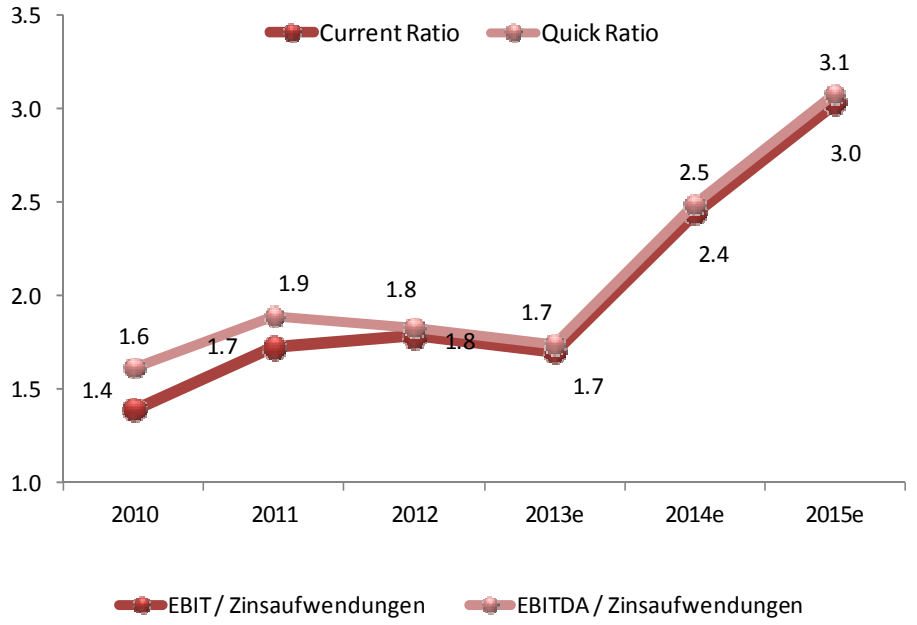
Eyemaxx konnte in der jüngsten Vergangenheit bereits sowohl attraktive Cashrückflüsse aus Projekten wie auch erfolgreiche Kapitalerhöhungen vermelden.

SRC Bond-Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	*CAGR '12e - '15e*
Eigenkapitalquote	41.1%	42.2%	32.1%	31.2%	39.4%	48.1%	*14.4%*
EBIT / Zinsaufwendungen	1.4	1.7	1.8	1.7	2.4	3.0	*19.3%*
EBITDA / Zinsaufwendungen	1.6	1.9	1.8	1.7	2.5	3.1	*19.0%*
Total debt / EBITDA	11.9	10.5	7.1	8.7	4.9	3.2	*-23.0%*
Total net debt / EBITDA	11.5	8.4	6.2	8.4	4.6	3.1	*-21.0%*
Total debt / capital	0.59	0.58	0.68	0.69	0.61	0.52	*-8.6%*
Current Ratio	1.6	2.5	2.1	1.8	2.4	2.9	*10.8%*
Quick Ratio	1.0	1.9	1.2	0.6	0.8	1.1	*-5.2%*
EBIT-Marge	10.4%	41.8%	314.8%	159.9%	169.5%	230.6%	*-9.9%*
EBT-Marge	5.8%	26.8%	207.8%	105.6%	123.2%	175.6%	*-5.5%*
Netto-Marge	3.1%	32.0%	170.2%	107.5%	120.8%	168.9%	*-0.3%*

Quelle: Finanzberichte des Unternehmens, eigene Berechnungen



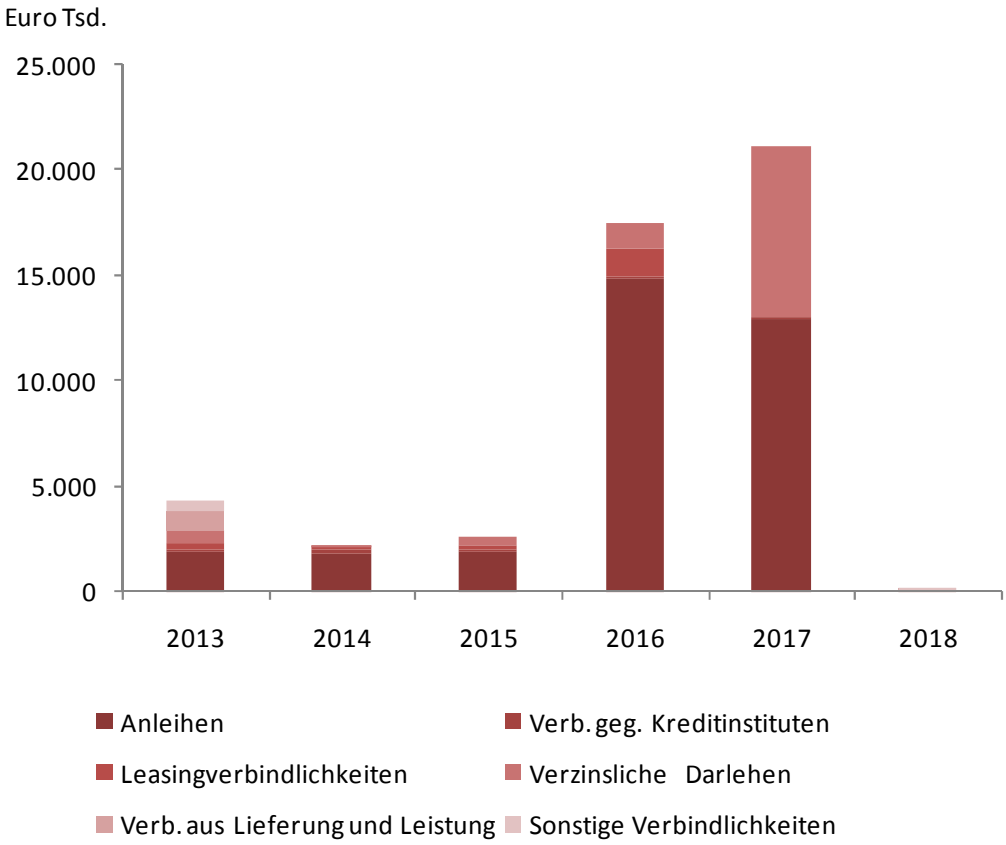


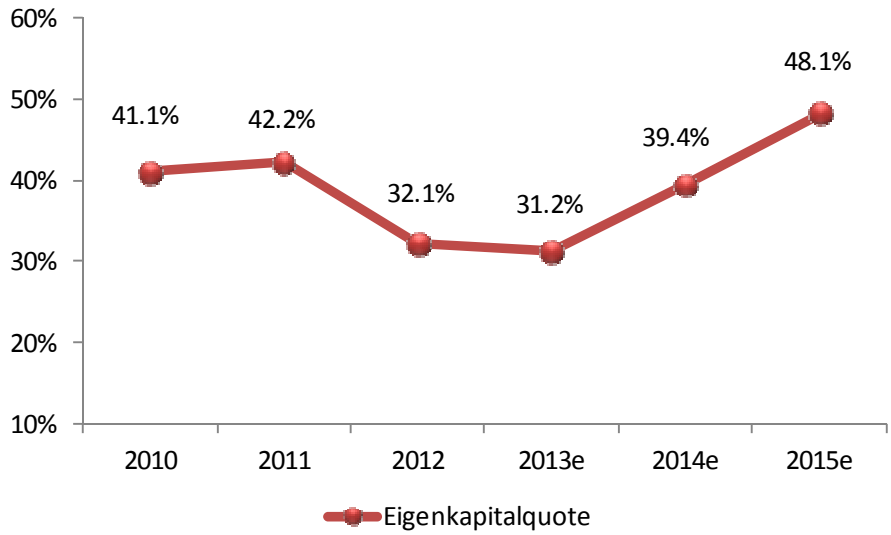
Eyemaxx hat innerhalb der nächsten drei Jahre keine großen Rückzahlungsverpflichtungen. Die nächsten signifikanten Verbindlichkeiten werden erst 2016/2017 mit der Rückzahlung der ersten zwei Bonds fällig.

Wir prognostizieren attraktive Cash-Rückflüsse aus der aktuellen Projektpipeline die diese Verbindlichkeiten decken.

Aufgrund unserer Schätzungen gehen wir von steigenden Eigenkapitalquoten zwischen 31% und 48% für die kommenden Jahre aus.

Fälligkeitsprofil der Verbindlichkeiten





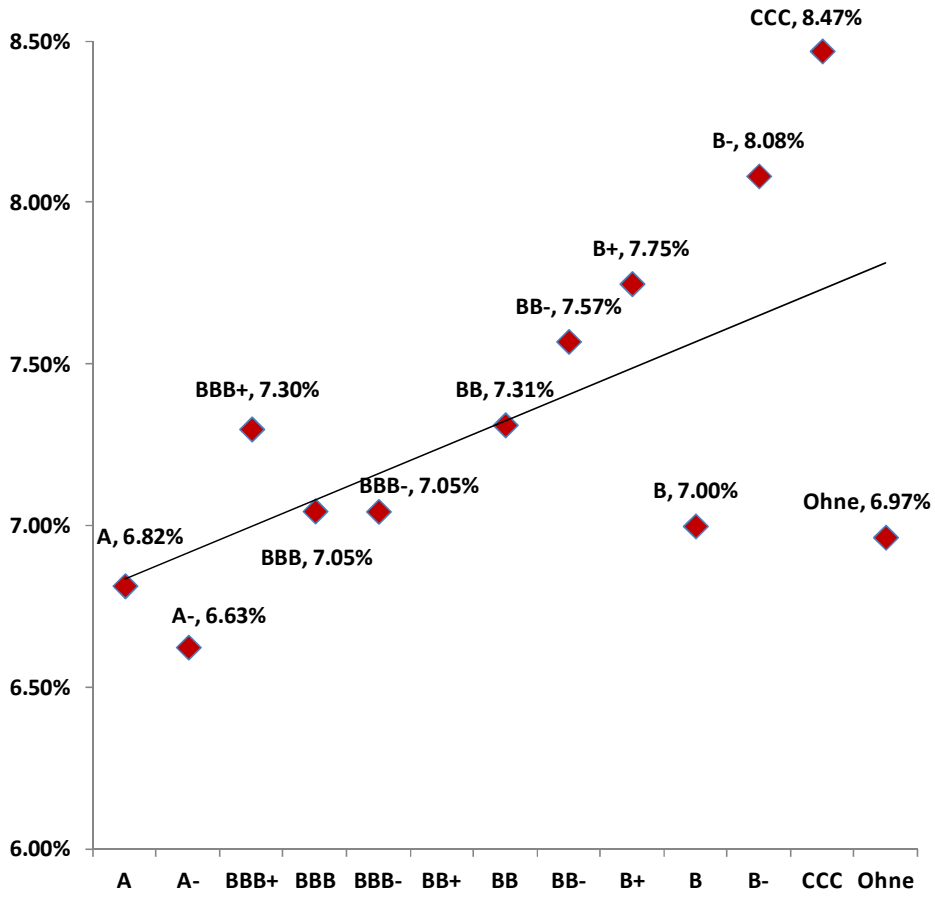
Rating-Kupon-Schaubild

Der Kupon von 7,875% liegt knapp ein Prozent über dem durchschnittlichen Kupon von nicht gerateten Mittelstandsanleihen (6,97%)

Das unten stehende Schaubild zeigt die durchschnittlichen Kuponausstattungen deutscher Mittelstandsanleihen in Abhängigkeit ihres Ratings. Insgesamt haben wir hierzu die über in Deutschland notierten Anleihen die über ein Rating von Creditreform, Euler Hermes oder Scope Ratings verfügen analysiert. Es ist eine deutliche Korrelation zwischen den Bonitätsratings der Emittenten beziehungsweise der Papiere und den Kuponausstattungen zu erkennen.

Zwischen Kuponhöhe und Bonitätseinschätzung ist eine sehr deutlich Korrelation zu beobachten – im Sekundärmarkt besteht zwischen Renditen und ursprüngliche Ratings bei Emission hingegen besteht kein eindeutiger Zusammenhang mehr.

Rating-Kupon-Matrix*



Quellen: Unternehmensangaben, eigene Recherchen

Der Bond eines börsennotierten Unternehmens wie der Eyemaxx sollte hier weiterhin von der im Bereich Mittelstandsanleihen weit überdurchschnittlichen Transparenz und Kapitalmarktkommunikation der Emittentin profitieren.

Im Gegensatz hierzu ist jedoch zwischen den tatsächlichen späteren Renditen im Sekundärmarkt und den bei Emission erreichten Bonitätsnoten keine signifikante Korrelation mehr zu erkennen (siehe Rating-Rendite-Matrix auf Seite 14).

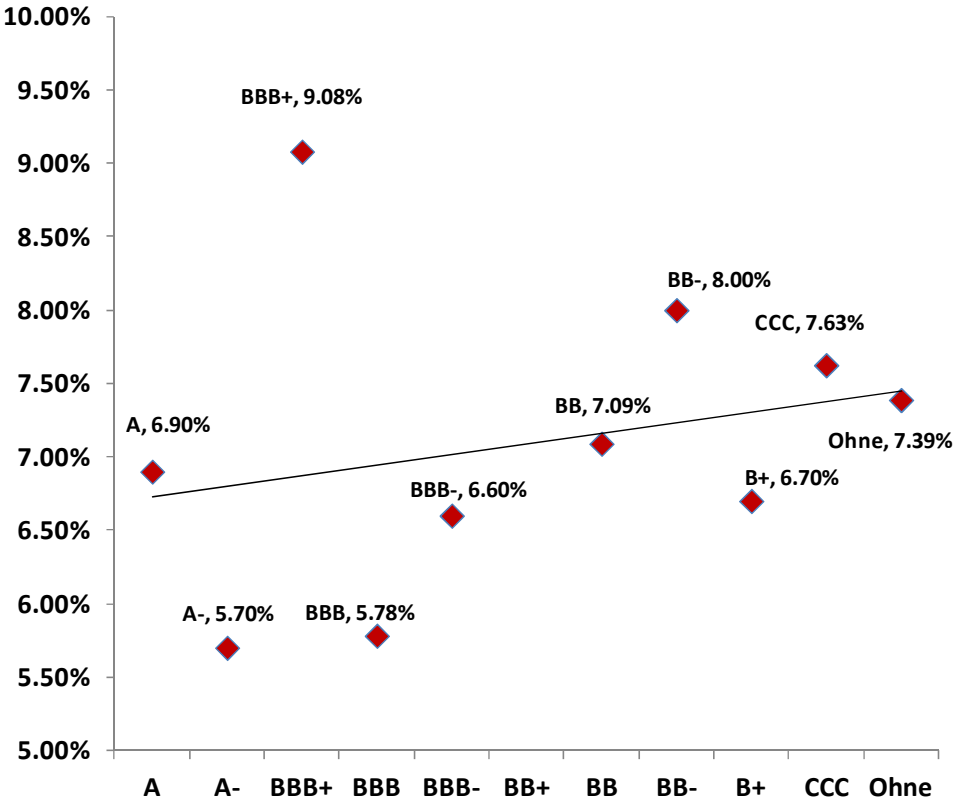
Hier zeigt sich, dass die spätere Betrachtung des Risikos durch die Marktteilnehmer über das Rating hinaus wesentlich vom weiteren Geschäftsverlauf und dessen Kommunikation abhängt. Ein börsennotiertes Unternehmen wie die Eyemaxx AG sollte hier von seiner im Segment der Mittelstandsanleihen deutlich überdurchschnittlichen Transparenz profitieren.

Mit einer Rendite von mindestens 7,875% liegt die Eyemaxx Anleihe III über der durchschnittlichen Rendite der Peer Group ohne Bonitätsrating.

Der Eyemaxx Konzern verfügt über ein Bonitätsrating von BB+ der Creditreform. Das Rating wurde erst kürzlich Anfang Februar 2013 noch einmal bestätigt.

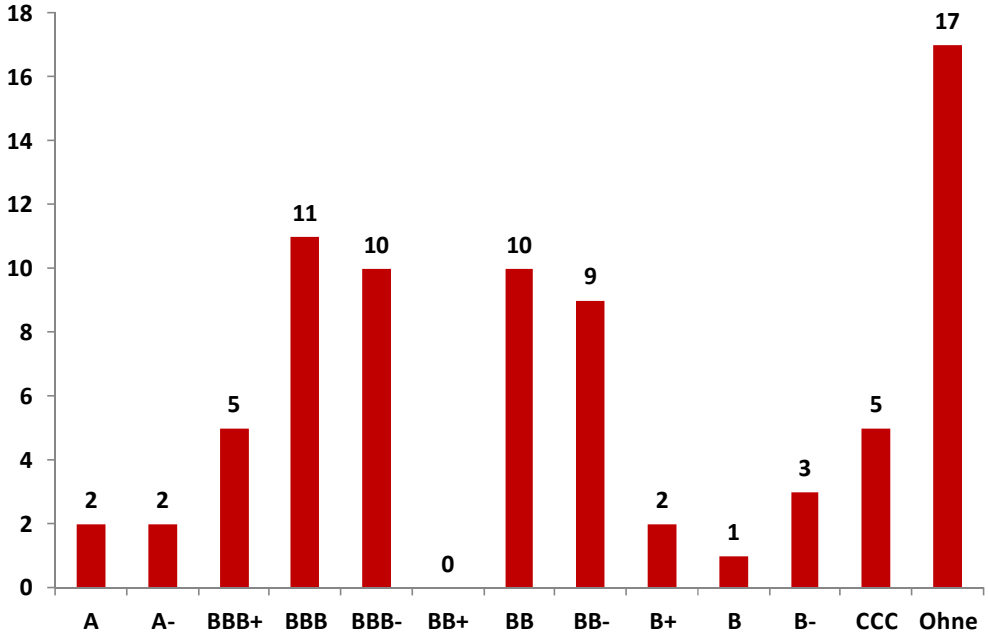
Die weitaus größte Gruppe der Mittelstandsanleihen verfügt nach wie vor nicht über ein Bonitätsrating. Die überwiegende Anzahl der gerateten Bonds verfügt über mittlere Bonitätsnoten zw. BBB und BB-.

Rating-Rendite-Matrix*



*Dargestellt sind alle Bonitätsklassen bis auf B und B-, da hier durchschnittliche Renditen von über 40% p.a. vorlagen. Diese stellen unserer Ansicht keine geeignete Grundlage für diese Betrachtung dar.

Rating Verteilung**



** Ergebnisse beziehen sich auf die 60 Mittelstandsanleihen die über ein Rating von Creditreform, Euler Hermes oder Scope Ratings verfügen.

Eyemaxx Unternehmensanleihe III (2013/2019)			SRC-Sterne
Kurs / Rendite			
Kurs (Brief)	*100,00%*	Aufgrund der Erstnotierung am 11. März 2013 noch keine Kursentwicklung vorhanden. Beide vorangegangenen Unternehmensanleihen der Eyemaxx notieren jedoch deutlich über pari und weisen mit rund 20tsd€/Tag bez. 30tsd€/Tag eine durchschnittliche Liquidität im Segment der Mittelstandsbonds auf.	***N/A***
Kupon	*7,875%*	Die Rendite der Anleihe wird bei einer Zeichnung zum Emissionspreis von 100% je nach Inflationsentwicklung zwischen 7,875% und 9,11% liegen. Damit liegt die Eyemaxx III Anleihe am oberen Ende des Spektrums und biete durch den Inflationsausgleich eine attraktive Realverzinsung. Daher 5 von 5 möglichen Sternen.	★★★★★
Risiko			
Kapitalstruktur		Eigenkapitalquote von 32% zum 31.10.2012. Mit dem Gründer, CEO und Mehrheitsaktionär (79%) Dr. Michael Müller verfügt die Eyemaxx über einen starken, langfristig orientierten Ankeraktionär. Eyemaxx verfügt über eine ausreichend diversifizierte Kapitalstruktur und hat in der jüngsten Vergangenheit mehrfach erfolgreich Eigen- und Fremdkapitalinstrumente am Markt platziert.	★★★★☆
Profitabilität		Sehr attraktive Eigenkapitalrenditen sowie durch den Ankauf von Renditeliegenschaften zukünftig stetigere Cash-Flows. Auf Basis unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die kommenden Jahre ergeben sich exzellente Zinsdeckungsgrade sowie ein signifikanter Anstieg der Eigenkapitalquote auf Konzernbasis.	★★★★☆
Geschäftsmodell		Eyemaxx verfügt über einen langjährigen Track-Record in der Planung, dem Bau sowie der Vermarktung von Fachmarktzentren. Das Unternehmen besitzt ausserdem mehrere geschützte Marken in diesem Bereich und hat sich in den vergangenen Jahren ein umfangreiches Netzwerk und Know-How in Osteuropa angeeignet. Wir sehen Osteuropa als Zukunftsträchtigen Markt für Fachmarktzentren.	★★★★☆
Gläubigerschutz		Im Gegensatz zu den Eyemaxx Unternehmensanleihen I und II liegt hier keine direkte Hypothekarische Besicherung vor. De facto stehen dem Fremdkapital auf Holding-Ebene allerdings weiterhin Immobilienwerte gegenüber. Starkes alignment of interest durch Mehrheitsbeteiligung des CEO an der Emittentin.	★★★☆☆
SRC-Gesamturteil		**20 von 25 Punkten, entspricht 4 von 5 Sternen. Damit weist die Eyemaxx Unternehmesanleihe III ein überdurchschnittlich attraktives Rendite-Risiko-Profil auf.**	★★★★☆

SRC Research

SRC - Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstr. 23

D-60313 Frankfurt am Main

Germany

Fon: +49 (0)69/ 400 313-81

Mail: kuhn@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik:

Da es sich um eine Ersteinschätzung des Wertpapiers durch SRC Research handelt, ist keine Rating Chronik verfügbar.

Wichtige Hinweise:

- Die Eyemaxx Real Estate AG hat SRC Research mit der entgeltlichen Research-Betreuung der Aktie sowie der Research-Coverage der Emission der Unternehmensanleihe III beauftragt.
- Der im Report genannte Kurs entspricht dem Zeichnungspreis und Nominalwert von 100%.

Disclaimer © 2013 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.
Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben.
Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.