



## Researchstudie (Initial Coverage)



## Wachstumsstarker Immobilienentwickler am Zentraleuropäischen Markt

**Kursziel: 9,85 €**

**Rating: KAUFEN**

---

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

---

## EYEMAXX Real Estate AG <sup>\*5</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 9,85**

aktueller Kurs: 5,47  
8.2.2012 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94

WKN: A0V9L9

Börsenkürzel: BNT1

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,550

Marketcap<sup>3</sup>: 13,95  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 26,63  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 4,9 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.10.

Designated Sponsor:  
BIW Bank

### Analysten:

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

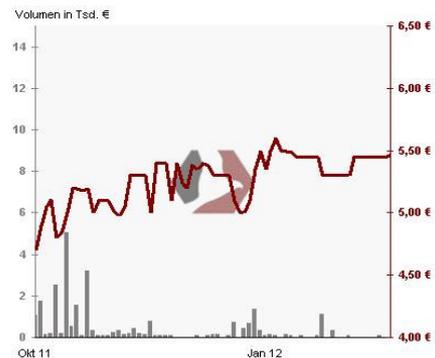
Fokus: Entwicklung von Fachmarktzentren,  
Budgethotels, Logistikkimmobilien

Mitarbeiter: 27 Stand: 31.12.2010

Gründung: 2002

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller



EYEMAXX erwirbt, entwickelt und realisiert Gewerbeimmobilien in Mittel- und Zentraleuropa, insbesondere in den etablierten Märkten Deutschland und Österreich und den benachbarten Wachstumsmärkten Polen und Tschechien. Die fertiggestellten Objekte werden je nach Marktsituation nach einer kurz- bis mittelfristigen Haltedauer überwiegend als Free Tender an den Bestbieter verkauft oder bereits während der Projektentwicklung an einen Investor als forward sale verkauft, um die Projektlaufzeiten zu reduzieren, Zinskosten zu senken und Liquidität für neue Projekte zu schaffen. Sektoraler Schwerpunkt von EYEMAXX sind Fachmarktcenter, wo EYEMAXX führender Entwickler in Zentraleuropa ist. Unter den Marken BIG BOX, MYBOX sowie STOP.SHOP (eine Marke der Immofinanz) wurden in den letzten 5 Jahren 20 Vorhaben mit internationalen und regionalen renommierten Handelsketten und Filialisten unter anderem mit dm, kik, C&A, Intersport, REWE, Bauhaus, Takko Deichmann, New Yorker und Rossmann mit einem Gesamtvolumen von rund EUR 250 Mio. erfolgreich realisiert und verkauft.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010*	31.10.2011e	31.10.2012e	31.10.2013e
Gesamtleistung (GL)	1,34	2,95	6,89	11,81
EBITDA	1,70	1,80	3,69	6,83
EBIT	1,47	1,62	3,52	6,66
Jahresüberschuss	0,43	1,10	2,73	5,46

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

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,17	0,43	1,07	2,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,85

Kennzahlen				
EV/GL	19,87	9,03	3,87	2,25
EV/EBITDA	15,63	14,79	7,22	3,90
EV/EBIT	18,12	16,44	7,58	4,00
KGV	32,29	12,68	5,12	2,55
KBV	0,98			

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

29.02.2012: Veröffentlichung GJ-Bericht  
15.03.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Geschäftstätigkeit und Strategie.....	1
Historie.....	1
Konsolidierungskreis.....	2
Geschäftsstrategie.....	3
Wertschöpfungskette.....	4
Track Record.....	4
Projektpipeline.....	5
Organe der Gesellschaft.....	8
Vorstand.....	8
Aufsichtsrat.....	8

## Markt und Marktumfeld

Regionaler Fokus auf CEE.....	9
BIP und Konsumententwicklung in CEE.....	9
Assetklasse Fachmarktzentren.....	10
Branchenumfeld Fachmarktzentren in CEE.....	10
Marktumfeld Economy-/Budgethotels.....	11
Marktumfeld Ergänzende Aktivitäten - FOC .....	12

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	13
Geschäftsentwicklung 2010.....	14
Umsatz- und Gesamtleistungsentwicklung.....	14
Ergebnisentwicklung.....	15
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	17
Prognose und Modellannahmen.....	18
Geschäftsstrategie.....	18
Prognose der Gesamtleistung.....	19
Ergebnisprognosen.....	21

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	22
Modellannahmen.....	22
Bestimmung der Kapitalkosten.....	22
Bewertungsergebnis.....	22
DCF-Modell.....	23
Peer-Group-Bewertung.....	24
Fazit .....	25

## Anhang

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

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Mag. Dr. Michael Müller	95,1 %
Streubesitz	4,9 %



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der aktuell verhältnismäßig niedrige Free-Float der Gesellschaft soll kurz- bis mittelfristig im Rahmen unterschiedlicher Kapitalmaßnahmen deutlich ausgebaut werden. Dieser dürfte dann auf eine Größenordnung von 25 % bis 30 % anwachsen. Der aktuellen Situation eines noch niedrigen Streubesitzes, haben wir in unserem Bewertungsmodell mittels eines Liquiditätsabschlages Rechnung getragen.

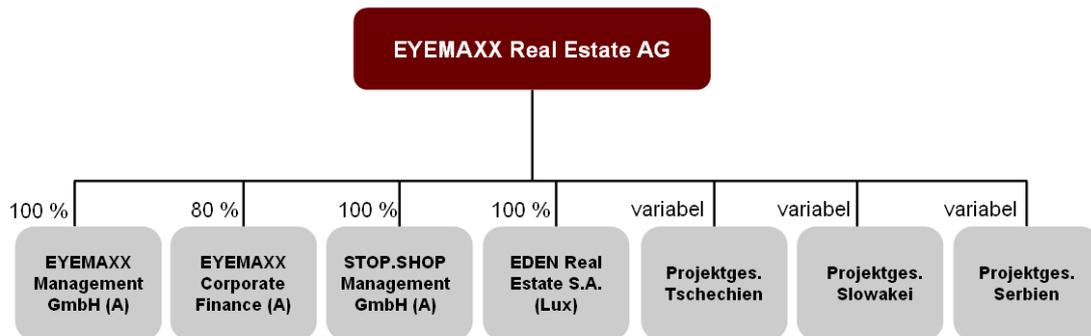
### Geschäftstätigkeit und Strategie

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

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

## Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG

Mit einer zum 05. Mai 2011 beschlossenen Sachkapitalerhöhung wurde der 100 %-ige Gesellschaftsanteil der EYEMAXX International Holding & Consulting GmbH in den Börsenmantel der AMICTUS AG eingebracht. Zu diesem Zeitpunkt trat die AMICTUS AG nicht mehr als operativ tätige Gesellschaft auf. Rund 98 % der Gesellschaftsanteile der somit neu entstandenen Holdinggesellschaft (Umfirmierung in EYEMAXX Real Estate AG, im Folgenden Eyemaxx) werden nach der Transaktion vom Eyemaxx-Altgesellschafter Dr. Michael Müller gehalten. Der Freefloat (Streubesitz) umfasst die restlichen 5 %. Folgende Grafik zeigt einen Abriss der entstandenen Gesellschaftsstruktur:



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

Damit wird der für Immobilienentwicklungsgesellschaften übliche Holdingcharakter ersichtlich. Es sollen weiterhin einzelne Projekte in hierfür vorgesehenen Projektgesellschaften ausgelagert werden (so genannte Special Purpose Vehicles = SPV). Diese werden je nach Beteiligungshöhe entweder vollkonsolidiert (Beteiligungsquote > 50 %) oder als Beteiligungen nach der „At Equity-Methode“ in den Konzern einbezogen.

Die bisherigen in den Projektgesellschaften gelagerten Projektentwicklungen wurden im Wesentlichen im Rahmen von Partnerschaftsmodellen unter Einbeziehung einer weiteren Partei (typischerweise Private Equity Gesellschaften) als Joint Venture geführt. Bei diesen Projektgesellschaften, die durch den Verkauf der Anteile (share deal) an Investoren veräußert werden, wird die Veräußerung im Normalfall bereits vor Beginn der Objektentwicklung vertraglich festgehalten (forward sale). Diese Vorgehensweise bietet zwar einerseits einen hohen Sicherheitsaspekt, auf der anderen Seite jedoch muss die Eyemaxx Ergebnisschmälerungen hinnehmen. Aufgrund dessen plant die Gesellschaft künftig den Anteil selbstfinanzierter und nachträglich veräußerter Projekte deutlich zu erhöhen.

Der überwiegende Anteil der Projektgesellschaften, welche regional hauptsächlich in Polen, Tschechien, Serbien, Österreich oder der Slowakei angesiedelt sind, wurden bisher aufgrund der hohen Beteiligungsquote vollkonsolidiert. Zukünftig plant die Gesellschaft zum Zwecke der Verbesserung der Bilanzrelationen nur noch opportunistisch Vollkonsolidierungen vorzunehmen. Die kommenden Projektentwicklungen sollen gemäß dieses Vorhabens in At-Equity bilanzierte Beteiligungsgesellschaften realisiert werden.

Außerhalb des Projektbereiches sind die wichtigsten Tochtergesellschaften die EYEMAXX Management GmbH (operative Dienstleistungsfirma), EYEMAXX Corporate Finance GmbH (Dienstleister im Bereich Corporate Finance sowie M&A), STOP.SHOP. Management GmbH (Managementdienstleister für Fachmarktprojektgesellschaften) und EDEN REAL ESTATE DEVELOPMENT SA (Gesellschaft, die eine Steueroptimierung nach dem internationalen Schachtelprivileg unterstützt).

## Geschäftsstrategie der EYEMAXX Real Estate AG

### Fachmarktzentren

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

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

### Economy-/Budgethotels

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

### Weitere Geschäftsbereiche / Logistikimmobilien

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

Ebenfalls im Fokus der Gesellschaft liegt die Errichtung von auf Kundenwunsch maßgeschneiderten Immobilien. Hierbei hat die Eyemaxx die Rolle eines so genannten Service Developers, also Generalunternehmens, inne.

## Wertschöpfungskette

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

Es ist erwähnenswert, dass die Gesellschaft durch das bisher erworbenen Konw-How und ihrem bisher umfangreichen Track Record zu einem wichtigen Partner der überregionalen Einzelhändler geworden ist. Demnach muss die Eyemaxx bei der Identifikation der Projekte nicht immer proaktiv agieren, sondern die Vermieter treten mit Anfragen auf die Gesellschaft zu. In diesem Falle fällt der erste Schritt der Wertschöpfungskette aus.

## Track Record

Im Zeitraum zwischen 2006 und 2011 konnte die Gesellschaft Immobilienprojekte mit einem Gesamtprojektvolumen von etwa 200 Mio. € erfolgreich entwickeln, vermieten und veräußern. Folgende Übersicht ist ein exemplarischer Auszug der in der Slowakei und in Tschechien realisierten Projekte:

STOP.SHOP. Rakovník (CZ)	
Grundstücksgröße: 11.900 qm	
Vermietbare Fläche: 4.470 qm	
Ankerbetrieb: Tesco	
Geöffnet seit: 12/2008	
Investitionsvolumen: 4,8 Mio. €	
STOP.SHOP. Žatec (CZ)	
Grundstücksgröße: 17.400 qm	
Vermietbare Fläche: 5.700 qm	
Ankerbetrieb: Kaufland	
Geöffnet seit: 11/2009	
Investitionsvolumen: 6,2 Mio. €	

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

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

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

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

Die beiden letztgenannten Objekte mit einem Gesamtvolumen von rund 24,0 Mio. € wurden gemäß Unternehmensmeldung vom 17. November 2011 an einen institutionellen Investor veräußert. Diese wurden über so genannte forward sale finanziert und dürften demzufolge einen Mindestbruttoertrag von 10 % auf das Gesamtinvestitionsvolumen erreicht haben.

## Projektpipeline

Wie der bereits dargestellten Wertschöpfungskette der Eyemaxx zu entnehmen, deckt die Gesellschaft alle im Zusammenhang mit der Objektterrichtung und dem Objektverkauf stehenden Tätigkeiten ab.

Alle Projekte werden hierbei in eigene Projektgesellschaften (SPV = Special Purpose Vehicle) gebündelt, finanziert und abgewickelt. Die Finanzierung erfolgt dabei aus einer Kombination aus Eigenkapital (25 % - 40 % des Gesamtinvestitionsvolumens) und Fremdkapital (60 % - 75 % des Gesamtinvestitionsvolumens). Sämtliche Dienstleistungen der Projektentwicklung (z.B.: Liegenschaftssuche, Finanzierungsvermittlung, Projektmanagement, Projektsteuerung, Vermietung, Verkauf etc.) werden von konzerneigenen Dienstleistungsgesellschaften erbracht.

Die Gewinnrealisierung findet im Rahmen eines Verkaufes der Projektgesellschaft (Share Deal) statt, was den Vorteil mit sich bringt, dass der aus dem Verkauf stammende Gewinn zu 95 % nicht der Körperschaftsteuer unterliegt und damit geringe Steuersätze zur Geltung kommen. Die Holdinggesellschaft erhält als direkte oder indirekte Gesellschafterin der

entsprechenden Projektgesellschaft den Verkaufserlös bzw. den Projektgewinn nach Kostenabzug.

Gemäß Unternehmensstrategie der Eyemaxx können die Projekte entweder im Rahmen eines forward sale (unter Einbezug von Projektpartnern) oder im Rahmen der Innenfinanzierung realisiert werden. Beim forward sale wird eine Veräußerung vor Beginn der Objektentwicklung vertraglich vereinbart. Diese Vorgehensweise bietet zwar einerseits einen hohen Sicherheitsaspekt, auf der anderen Seite muss die Eyemaxx Erlösschmälerungen hinnehmen. Um zukünftig den gesamten Erlösanteil aus der Projektentwicklung zu generieren, plant die Gesellschaft die künftigen Projekte vornehmlich im Rahmen der Innenfinanzierung zu realisieren. Für innenfinanzierte Projekte ergeben sich mehrere Vorteile:

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

Folgende Beispielrechnung soll die Vorteile der eigenfinanzierten Projekte nochmals belegen:

in T€	PE-Finanzierung (forward sale)	Innenfinanzierung
Verkaufspreis	10.000	10.625
Herstellkosten	7.800	7.800
FK-Kosten (70 %) Baufinanzierung Forward Sale (18 Monate zu 6 %)	246	-
EK-Kosten PE-Partner (30 %) Forward Sale (24 Monate zu 8,25 %)	386	-
Finanzierungskosten Innenfinanzierung (24 Monate zu 7,5 %/Durchschn. 3,9 Mio. €)	-	585
Gesamtkosten	8.432	8.385
<b>Gewinn SPV</b>	<b>1.568</b>	<b>2.243</b>
<b>Anteil Eyemaxx (50 % bei PE-Finanzierung)</b>	<b>784</b>	<b>2.243</b>
<b>in Herstellkosten enthaltener DB-Beitrag</b>	<b>372</b>	<b>333</b>
<b>Gesamtdeckungsbeitrag Eyemaxx</b>	<b>1.156</b>	<b>2.576</b>

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Auf Basis eines erwarteten Verkaufspreises im Rahmen einer Private Equity-Finanzierung von rund 10,00 Mio. €, kann die Eyemaxx nach Abzug der Herstell- und Finanzierungskosten einen Projektgewinn von 1,16 Mio. € (entspricht: 11,6 %) vereinnahmen. Ausgehend von der gleichen Basis beläuft sich der im Rahmen der Innenfinanzierung erzielte Deckungsbeitrag auf 2,58 Mio. € (entspricht: 25,8 %) und liegt damit mehr als doppelt so hoch als der forward sale-Vergleichswert.

Diese Diskrepanz lässt sich auf zwei wesentliche Komponenten reduzieren. Zwar verfügt die Gesellschaft bei einer Projektveräußerung vor Fertigstellung (forward sale) über eine höhere Ertragssicherheit, die erzielbaren Verkaufspreise liegen jedoch niedriger als im Rahmen der Innenfinanzierung. Die Tatsache, dass die Eyemaxx das Vermarktungsrisiko alleine trägt, schlägt sich demnach im höheren erzielbaren Verkaufspreis nieder. Die zweite wichtige Komponente bei innenfinanzierten Projekten ist die fehlende Ergebnisaufteilung. Denn forward sale-Projekte (Private Equity) werden in Zusammenarbeit mit dem Partner

entwickelt und dementsprechend sind die Anteile der Projektgesellschaft aufgeteilt. Die obige Rechnung unterstellt dabei ein paritätisches Besitzverhältnis der Partner und berücksichtigt demzufolge eine hälftige Aufteilung der Ergebnisbestandteile.

Diesbezüglich hat die Gesellschaft eine Projektpipeline, für die eine Innenfinanzierung in Frage kommt, aufbauen können. Der Eigenkapitalanteil für diese Projekte soll gemäß Unternehmensstrategie bei 25 % - 40 % der Gesamtinvestitionskosten liegen, der verbliebene Betrag wird im Rahmen von banküblichen Finanzierungen erbracht. Die Gesellschaft verfügt derzeit über eine Projektpipeline mit einem Investitionsvolumen von ca. 100,0 Mio. €. Nachstehende Tabelle zeigt einen Auszug der Projektpipeline, der diejenigen Projekte umfasst, für die bereits das Grundstück erworben wurde, beziehungsweise der Liegenschaftsankauf gesichert ist und deren voraussichtliche Fertigstellung bis Ende 2013 erfolgen soll:

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen (Eyemaxx-Anteil)	Fertigstellung (voraussichtlich)
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	November 2012
FMZ Pelhrimov (PL)	2,4 Mio. €	November 2012
FMZ Kittsee (A)	12,6 Mio. €	April 2013
FMZ Malbork (PL)	6,5 Mio. €	Mai 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,0 Mio. €	September 2013
FMZ Stara Pasova (SRB) P <sup>*</sup>	6,4 Mio. €	September 2013
Factory Outlet Belgrad (SRB) P <sup>*</sup>	6,0 Mio. €	September 2013
FMZ Louny (CZ)	6,7 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Kolin (CZ)	3,0 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Polen III (PL)	7,0 Mio. €	November 2013
FMZ Tschechien (CR)	7,5 Mio. €	November 2013
Hotel Neunkirchen (DE)	8,0 Mio. €	August 2013
Hotel Deutschland II (DE)	9,0 Mio. €	November 2013
Logistikzentrum Belgrad (SRB) P <sup>*</sup>	6,4 Mio. €	September 2013
Logistikzentrum NIS (SRB) P <sup>*</sup>	5,2 Mio. €	September 2013

P<sup>\*</sup> = mit Projektpartner

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Darüber hinaus sollen jedoch opportunistisch auch weiterhin Partnerprojekte im Rahmen von Private Equity-Finanzierungen realisiert werden. Insgesamt soll der Schwerpunkt der Eyemaxx auf den Ausbau des Kerngeschäfts Fachmarktzentren sowie die sukzessive Erweiterung des neuen Geschäftsbereiches Budgethotel vorangetrieben werden.

## Organe der Gesellschaft

### Vorstand

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

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

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

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

### Aufsichtsrat

*Thomas H. Knorr (Aufsichtsratsvorsitzender)*

Hr. Knorr hat sein Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main und zuvor an der Fachhochschule für Wirtschaft in Mainz abgeschlossen. Seine berufliche Laufbahn umfasst eine leitende Position bei BMW AG im Bereich Diversifikation und Venture Capital. Im Jahr 1989 gründete Hr. Knorr die Unternehmensberatung Knorr, Reinsch & Partner, welche zu einer börsennotierten Venture Capital Gesellschaft weiterentwickelt wurde. Nach diversen Vorstands- und Aufsichtsratsmandaten ist Hr. Knorr derzeit Aufsichtsratsvorsitzender der KIMED Investments & Management AG.

*Franz Gulz (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)*

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

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

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

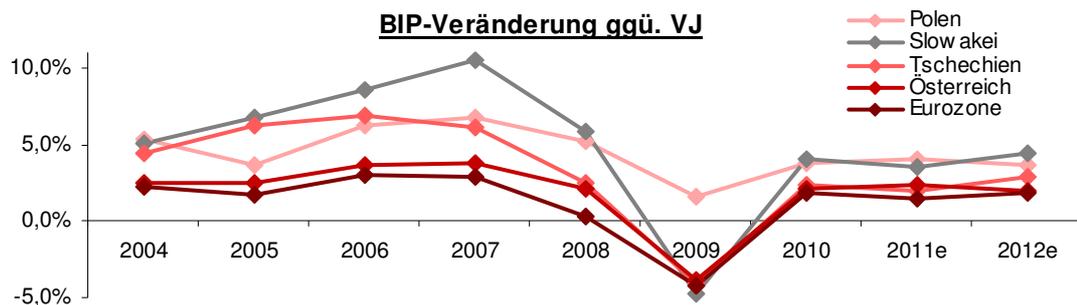
## Markt und Marktumfeld

### Regionaler Fokus auf CEE

Aufgrund des regionalen Fokus der Eyemaxx auf den Märkten Mittel- und Osteuropas, hier insbesondere auf Polen, Tschechien, Serbien, Österreich und der Slowakei, beschränkt sich die folgende Marktbetrachtung auf diese Regionen. Da Fachmarktzentren sowohl ein Abhängigkeitsverhältnis zur allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung, speziell zum Konsum, als auch zur Entwicklung der Immobilienbranche aufweisen, werden im Folgenden besonders diese Faktoren untersucht. Komplettiert wird die Marktanalyse durch eine Betrachtung der Marktsituation für Economy-/Budgethotels in den für die Eyemaxx wesentlichen Regionen.

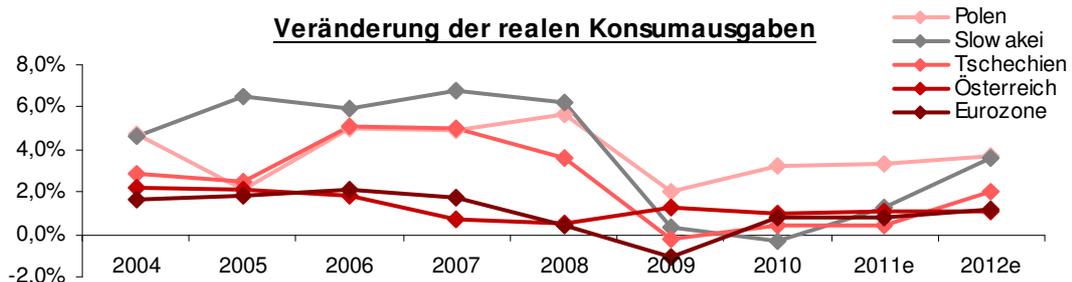
### BIP und Konsumententwicklung in CEE

Gemäß Daten des Statistischen Amtes der Europäischen Union weisen die für die Eyemaxx wichtigen Zielregionen eine relativ stabile Entwicklung auf. So konnten insbesondere Polen, Tschechien und Österreich auch während der Finanzkrise eine im Vergleich zu den EU-Staaten überdurchschnittlich gute BIP-Entwicklung vorweisen. Polen konnte hierbei sogar als einziges Land der EU ein Wirtschaftswachstum von + 1,7 % vorweisen. Aufgrund einer geringeren Abhängigkeit von ausländischen Kapitalflüssen, konnten diese Länder verhältnismäßig gut durch die Krise kommen. Darüber hinaus sind auch die künftigen Wachstumsaussichten im Vergleich zu den Euroländern als überdurchschnittlich gut zu bezeichnen. Mit einem erwarteten BIP Wachstum für 2011 von + 3,9 % (Polen), + 4,0 % (Slowakei), + 1,5 % (Tschechien) und + 2,5 % (Österreich) werden die Eyemaxx-Schwerpunktregionen gemäß Eurostat ihren zuvor begonnenen Aufholkurs fortsetzen.



Quelle: Eurostat; Raiffeisen Research

In diesem Zusammenhang ist auch die Entwicklung der Konsumausgaben zu sehen, welche in diesen Regionen vor dem Hintergrund des erwarteten Wirtschaftswachstums von einer deutlichen Belebung geprägt sein dürften. Gemäß Daten der Europäischen Kommission dürften sich in 2011 Polen (+ 3,3 %) sowie die Slowakei (+ 3,6 %) an die Spitze der Mittel- und Osteuropäischen Länder setzen. Tschechien (+ 2,0 %) sowie Österreich (+ 1,1 %) liegen leicht über bzw. in etwa auf dem Niveau der Euroländer. Zusammenfassend sind die Makrodaten der für die Eyemaxx relevanten Regionen als überdurchschnittlich positiv zu bewerten. Gleichzeitig liefern diese Daten einen wichtigen Anhaltspunkt hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Umsätze des Einzelhandels und damit rückgreifend auf eine steigende Nachfrage nach Handelsimmobilien.



## Assetklasse Fachmarktzentren

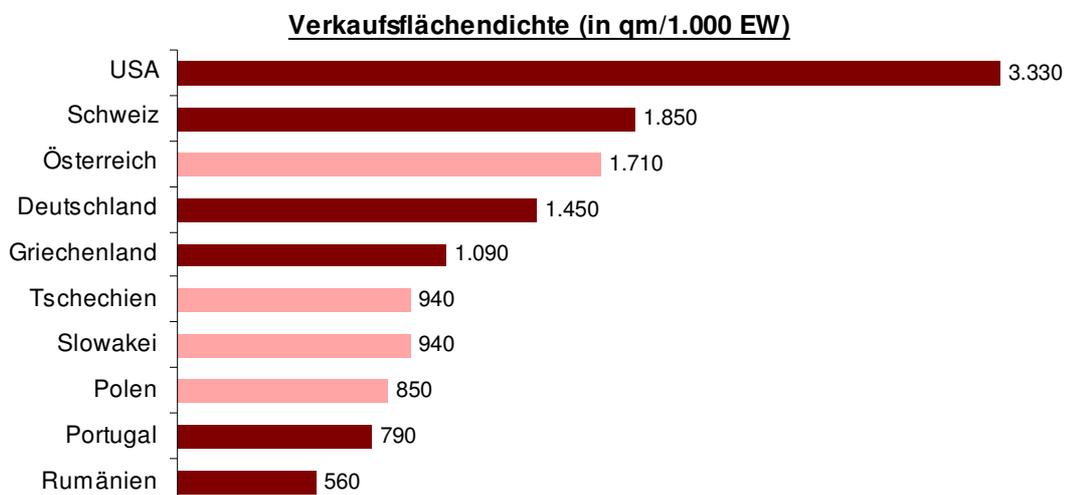
Die Immobiliengattung „Fachmarktzentrum“ (FMZ) weist als Handelsimmobilie Besonderheiten auf, die eine Abgrenzung zu anderen Immobiliengattungen notwendig machen. Ein prägendes Merkmal ist die Tatsache, dass Fachmarktzentren im Gegensatz zu Shopping-Centern keine kleinteilige Mieterstruktur vorweisen.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

Die erwartete langfristige Entwicklung dieser Immobiliengattung wird gemäß Researchstudie „Think/Europäische Fachmärkte“ von Henderson Research von einer größer werdenden Breite an Mietern geprägt sein. So ist davon auszugehen, dass die europäischen Fachmärkte sowohl für Kunden als auch für Einzelhändler an Attraktivität gewinnen werden. Für diese Annahme ist ein weiteres Merkmal von FMZ sehr wichtig. Denn FMZ befinden sich typischerweise in preiswerten Standorten (stadtrandnahe Lagen oder in der Nähe von Wohngebieten). Künftig sollen kostenbewusste Einzelhändler die eigenen Ladenportfolios weiter überprüfen und preiswerte Standorte verstärkt ansteuern. Gemäß Schätzungen von Henderson Research machen die Mieten von FMZ lediglich 25 % der Mieten erstklassiger Einkaufszentren aus, wobei die deutlich niedrigeren Nebenkosten nicht berücksichtigt sind.

Gut belegt wird dies durch die von der Hahn Gruppe in Kooperation mit GfK GeoMarketing GmbH sowie CB Richard Ellis GmbH durchgeführte Expertenbefragung. Die an die Expansionsverantwortlichen großer Einzelhandelskonzerne gerichtete Befragung verdeutlicht die hohe Attraktivität der Fachmarktzentren. Demnach liegen die Standorttypen „Wohnschwerpunkte“ und „Grüne Wiese“, also FMZ-typische Standorte, mit zusammen 87,8 % im Fokus der Expansionspläne der Befragten. Dementsprechend sollen laut Umfrageergebnis mit 53,7 % Fachmarktzentren der bevorzugte Objekttyp bei der Expansion sein. In der regionalen Aufteilung spielen die Osteuropäischen Ländern mit 26,7 % eine wichtige Rolle für die Expansionspläne von Einzelhandelskonzernen. Lediglich Frankreich und Deutschland werden von den Befragten als wichtiger erachtet.

## Branchenumfeld Fachmarktzentren in Osteuropa

Der umseitig dargestellten stabilen Wirtschafts- und Konsumententwicklung in den Hauptzielregionen der Eyemaxx, steht jedoch eine strukturelle Versorgungslücke in den entsprechenden Ländern entgegen. Gemessen an der Verkaufsflächendichte, die von der RegioData Research ermittelt wird, weisen beispielsweise die Tschechische Republik und Polen noch starkes Aufholpotenzial auf. Mit Verkaufsflächen von 940 qm/1.000 Einwohner reihen sich die Tschechische Republik und die Slowakei sogar unter dem Niveau Griechenlands ein. Polen liegt mit Verkaufsflächen von 850 qm/1.000 Einwohner leicht über Portugal (siehe Chart):

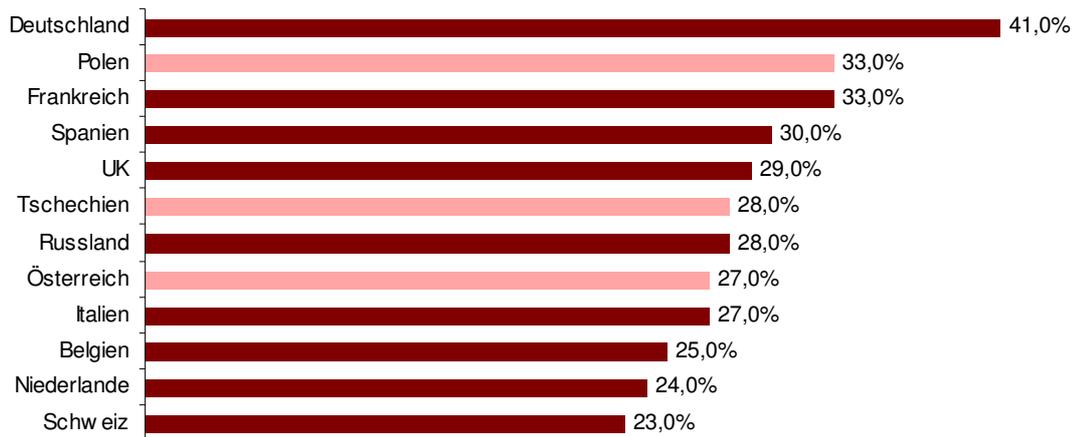


Quelle: RegioData Research

Im Vergleich zu der verhältnismäßig geringen Verkaufsflächendichte, ist das Shopping-Klima in den Eyemaxx-Zielländern als gut zu bezeichnen. Gemäß Angaben von RegioData Research nimmt insbesondere Polen mit einem Höchstwert beim Shopping-Klima-Index von nahezu 100 Punkten eine Sonderstellung ein. Auch die Tschechische Republik weist einen vergleichsweise guten Shopping-Klima-Index von über 80 Punkten auf.

Diese Versorgungslücke sollte in den kommenden Jahren sukzessive durch Einzelhandelsunternehmen geschlossen werden. Ein wichtiger Antrieb hierzu ist die Sicherung von Marktanteilen in den noch nicht saturierten osteuropäischen Regionen. In diesem Zusammenhang sind auch die Untersuchungsergebnisse des Immobilienberaters CB Richard Ellis zu verstehen. In der Langzeituntersuchung „How Active are Retailers in EMEA“ wurden insbesondere die Eyemaxx-Zielländer als wichtige Expansionsregionen der Handelsunternehmen identifiziert:

#### **Expansionsregionen von Einzelhändlern**



Quelle: CB Richard Ellis

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

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

#### **Marktumfeld Economy-/Budgethotels**

Die europäische Hotelbranche war vor dem Hintergrund der krisenbedingten allgemeinen Marktverwerfungen der Immobilienbranche ebenfalls von deutlichen Rückgängen geprägt. Besonders sichtbar wurden diese anhand der signifikanten Reduktion der Transaktionszahlen. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholungstendenzen ist jedoch vor allem aufgrund eines gesteigerten Investoreninteresses wieder eine positive Grundstimmung erkennbar. Gemäß Erkenntnissen des Beratungsdienstleisters Christie + Co. konnten alleine in 2010 gegenüber 2009 wieder doppelt so hohe Transaktionsvolumina beobachtet werden. Generell befindet sich die Hotelbranche am Beginn einer zyklischen Wachstumsphase, welche über die kommenden Jahre einen Ertragsanstieg pro verfügbares Zimmer von bis zu + 40 % mit sich bringen sollte.

Als dominanter Treiber der aktuellen Entwicklung ist die Hotelklasse der Budgethotels zu sehen. So kann einer Studie von PricewaterhouseCoopers (European hotel real estate: a long, slow haul back) entnommen werden, dass besonders der Bereich der Budgethotels über vergleichsweise gute Rentabilitätskennzahlen verfügt. Gleichzeitig wird ein allgemeiner Trend sichtbar, wonach der Hotelbereich von einem so genannten Trading Down, also

von einer Verbilligung der Produkte und Services geprägt ist. Unterstützt wird dieser Trend, welcher auch auf die für die Eyemaxx relevanten Regionen Mittel- und Osteuropas projiziert werden kann, sowohl von einem starken frei verfügbaren Einkommen als auch von steigenden Tourismuszahlen.

Gemäß eigenen Recherchen konnte die Eyemaxx in ihrer Zielregion eine hohe Marktfragmentierung erkennen. Bei einem Gesamtangebot von 280.000 Betten liegt die Anzahl der von internationalen Hotelketten angebotenen Betten bei lediglich 57.000, was einer noch niedrigen Quote von 21 % entspricht. Gemäß Eyemaxx sind damit die internationalen Hotelketten in Zentraleuropa vergleichsweise unterrepräsentiert. In Verbindung mit dem erwarteten Bedeutungszuwachs von Budgethotels in Europa sieht die Gesellschaft hier sehr hohe Chancen einer guten Positionierung in einem aufbrechenden Markt.

#### Marktumfeld Ergänzende Aktivitäten - FOC (Factory Outlet Center)

Wie im Rahmen dieser Studie bereits dargelegt, konnte die Gesellschaft in Stara Pasova, einer unmittelbar an Belgrad (Serbien) angrenzenden Stadt, eine 40ha große Liegenschaft erwerben. Gemäß dem bereits verabschiedeten Regulationsplan soll diese für die Errichtung von Logistik- und Einzelhandelsobjekten genutzt werden. Hierbei ist insbesondere der Bau eines Factory Outlet Centers in Zusammenarbeit mit einem Partner geplant.

Die Marktvorgaben für den Logistikbereich in Serbien werden dabei insgesamt als positiv eingestuft. Gemäß Erkenntnissen von LeRoy Realty Consultants, die in der Studie „Industrial Market & Trends Outlook - Belgrade 1H-2H 2011“ vorgestellt wurden, erfährt die Industrieproduktion in Serbien ein stetiges Wachstum. Den Wachstumstendenzen steht jedoch eine nur unterdurchschnittliche Entwicklung von Industrie- und Logistikflächen entgegen. Insbesondere die strategisch zentrale Position Serbiens als Verbindung zwischen Westeuropa und dem mittleren Osten, dürfte die künftige Entwicklung von Logistikimmobilien positiv beeinflussen.

Eine wesentliche Determinante der Marktaussichten von FMZ, ist die Konsumstimmung in Serbien. Der von LeRoy Realty Consultants veröffentlichten Studie „Retail Market & Trends Outlook - Belgrade 1H - 2H 2011“ zufolge war die serbische Konsumneigung in erster Linie durch eine galoppierende Inflation negativ beeinträchtigt. Weitere Faktoren wie der Rückgang der Lohnniveaus und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit hatten ebenfalls eine belastende Auswirkung auf die Anschaffungsbereitschaft der serbischen Bevölkerung.

Dem steht jedoch ein vergleichsweise und strukturell bedingtes unterentwickeltes Flächenangebot entgegen. Alleine in Belgrad, also der von der Eyemaxx adressierten Region, beläuft sich die Flächendichte auf lediglich ca. 100 qm/1.000 Einwohnern und zeigt sich damit im europäischen Vergleich ausgesprochen unterentwickelt. Gemäß der oben erwähnten Studie ist die Kaufkraft der Bewohner Belgrads die höchste im Land. Demzufolge fokussiert sich der Großteil der Einzelhändler auf diese Region, was die Schlussfolgerung eines Nachfrageanstieges in dieser für die Eyemaxx wichtigen Region zulässt. Erwähnenswert ist zudem die Tatsache, dass bis zum jetzigen Zeitpunkt in Serbien kein vergleichbares Outlet Center existiert. Somit nimmt das von der Eyemaxx geplante Projekt eine Sonderstellung ein.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 11/12e	Δ in %	GJ 12/13e
<b>Umsatzerlöse *1</b>	<b>14,152</b>	<b>-70,3</b>	<b>4,200</b>	<b>-30,0</b>	<b>2,940</b>	<b>+51,6</b>	<b>4,460</b>
Bestandsveränderungen	0,152	k.A.	-1,500	k.A.	0,000	k.A.	0,000
Beteiligungsergebnis (at equity)	2,161	-88,4	0,250	+1.480,0	3,950	+86,1	7,350
Beteiligungserträge	0,099	k.A.	0,000	k.A.	0,000	k.A.	0,000
<b>Gesamtleistung</b>	<b>16,564</b>	<b>-82,2</b>	<b>2,950</b>	<b>+133,6</b>	<b>6,890</b>	<b>+71,4</b>	<b>11,810</b>
sonstige betriebliche Erträge	1,096	+265,0	4,000	-75,0	1,000	-78,0	0,220
Materialaufwand *2	-11,034	-89,1	-1,200	-34,8	-0,750	+126,7	-1,700
Personalaufwand	-1,729	-33,5	-1,150	+69,6	-1,950	+2,6	-2,000
Abschreibungen	-0,234	-23,1	-0,180	0,0	-0,175	0,0	-0,175
sonstige Aufwendungen	-3,193	-12,3	-2,800	-46,4	-1,500	0,0	-1,500
<b>EBIT</b>	<b>1,470</b>	<b>+10,2</b>	<b>1,620</b>	<b>+117,0</b>	<b>3,515</b>	<b>+89,3</b>	<b>6,655</b>
Abgang von Finanzanlagen	0,160	k.A.	0,000	k.A.	0,000	k.A.	0,000
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,037	k.A.	0,000	k.A.	0,000	k.A.	0,000
sonstige Finanzaufwendungen	-0,630	-107,9	0,050	-358,1	-0,080	k.A.	0,000
Zinserträge	0,244	+23,0	0,300	+246,7	1,040	+38,5	1,440
Zinsaufwendungen	-0,390	+156,4	-1,000	+26,8	-1,300	+100,0	-2,600
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>0,817</b>	<b>+18,7</b>	<b>0,970</b>	<b>+227,3</b>	<b>3,175</b>	<b>+73,0</b>	<b>5,495</b>
Steuern	-0,019	+5,3	-0,020	+900,0	-0,200	-82,5	-0,035
Veränderung latente Steuern	-0,040	-550,0	0,180	-238,9	-0,250	k.A.	0,000
Minderheitenanteile *3	-0,326	-90,8	-0,030	k.a.	0,000	k.A.	0,000
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,432</b>	<b>+154,6</b>	<b>1,100</b>	<b>+147,7</b>	<b>2,725</b>	<b>+100,3</b>	<b>5,460</b>
EBITDA	1,704		1,800		3,690		6,830
in % von der Gesamtleistung	10,3		61,0		53,6		57,8
EBIT	1,470		1,620		3,515		6,655
in % von der Gesamtleistung	8,9		54,9		51,0		56,4
Aktienanzahl in Mio. Stück	2,550		2,550		2,550		2,550
Ergebnis je Aktie in €	0,17		0,43		1,07		2,14
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,85

### Erklärung zu den Auswirkungen der geänderten Bilanzierung ab 2011

\*1 In den Umsatzerlösen des Geschäftsjahres 2010 sind Verkaufserlöse und der Fortschritt von Projektentwicklungen (percentage of completion) abgebildet. Aufgrund der künftigen Strategie der Gesellschaft, wonach künftig keine Vollkonsolidierung der Projektgesellschaften stattfinden soll, werden nur noch die Ergebnisbestandteile (Beteiligungsergebnis) aus den Projekten abgebildet.

\*2 Analog zu den bisher erfassten Umsätze wurden die Kosten der vollkonsolidierten Projektgesellschaften ebenfalls dargestellt. Künftig wird dies entfallen.

\*3 Die Minderheitenanteile repräsentieren den Gewinnanteil des Projektpartners der vollkonsolidierten Projektgesellschaften. Da der Gewinnanteil künftig auf Ebene der Projektgesellschaft erfasst wird, findet dieser in der Gewinn- und Verlustrechnung der Holding keinen Eingang mehr.

## Geschäftsentwicklung 2010 - Slowakisches Immobilienprojekt dominiert

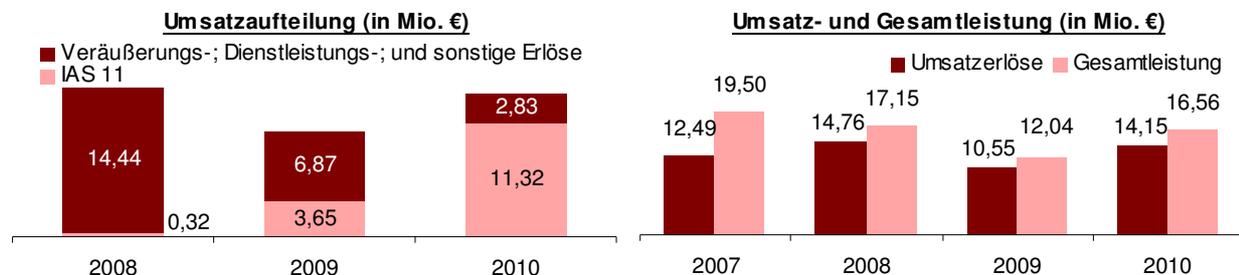
in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Umsatzerlöse	14,76	10,55	14,15
Gesamtleistung (GL)* <sup>1</sup>	17,15	12,04	16,56
EBITDA	3,34	1,22	1,70
EBITDA-Marge auf GL	19,5 %	10,1 %	10,3 %
EBIT	2,98	0,95	1,47
EBIT-Marge auf GL	17,4 %	7,9 %	8,9 %
Jahresüberschuss	1,87	1,03	0,43
EPS in €	0,73	0,41	0,17

\*<sup>1</sup>nach GBC-Berechnungen

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

### Umsatz- und Gesamtleistungsentwicklung - Anstieg durch Projektentwicklung

Gemäß Unternehmensstrategie wurden insbesondere in den letzten beiden Geschäftsjahren verstärkt so genannte „forward sale“-Projekte durchgeführt, was für die Darstellung der Umsatz- und Ergebnissituation der Eyemaxx einige Besonderheiten mit sich bringt. Speziell herauszustellen ist hierbei die Tatsache, dass die Projektveräußerung vor Beginn desselben erfolgt und damit hat die Gesellschaft die Möglichkeit einer verlässlichen Ermittlung und des Ausweises der Verkaufspreisbestandteile. Diese können bei vollkonsolidierten Projektgesellschaften im Rahmen der so genannten „percentage of completion“ Methode (IAS 11) bereits in der Erstellungsphase umsatz- und ergebniswirksam berücksichtigt werden. Für die künftigen Unternehmensstrategie, welche eine Innenfinanzierung der Projekte vorsieht, ist die Ertragerfassung nach IAS 11 nicht mehr möglich und damit ist eine nur noch eingeschränkte Vergleichbarkeit zu den abgeschlossenen Geschäftsjahren gegeben.

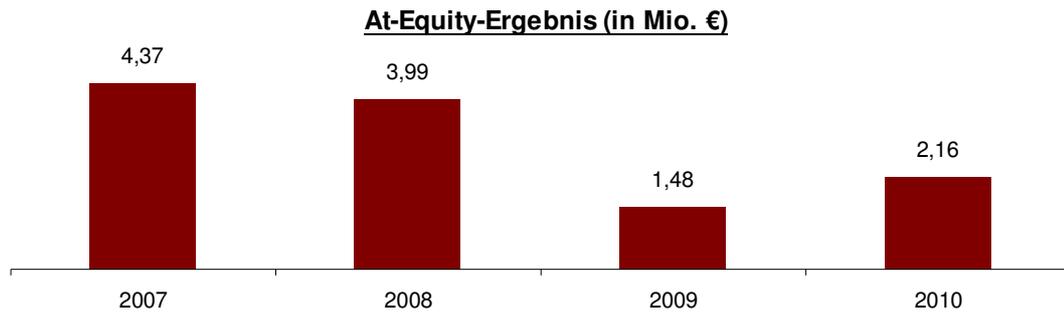


Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Wie der obigen Grafik zu entnehmen, haben insbesondere die Erträge nach IAS 11 in den letzten beiden Geschäftsjahren zugenommen und hatten im Geschäftsjahr 2010 dementsprechend einen Anstieg der Gesamtumsätze um +34,1 % auf 14,15 Mio. € zur Folge. Im Wesentlichen zeichnet sich hierfür die Entwicklung des Fachmarktzentrum Liptovsky Mikulas (SK) verantwortlich, dessen Projektgesellschaft (Beteiligungsquote: 64,3 %) im Rahmen eines „forward sale“ bereits veräußert wurde.

Zum 31.12.2010 befanden sich 35 vollkonsolidierte Unternehmen sowie 7 At-Equity bilanzierte Tochterunternehmen im Konsolidierungskreis der Eyemaxx. Vollkonsolidierte Unternehmen haben dabei eine direkte Auswirkung auf die Umsatz- und Kostensituation der Gesellschaft. Für At-Equity bilanzierte Unternehmen wird hingegen ein saldiertes Ergebnisausweis als Beteiligungsergebnis vorgenommen. Aufgrund der Tatsache, dass die Beteiligungserträge ebenfalls als operativ einzustufen sind, haben wir diese, neben den Bestandsveränderungen und den aktivierten Leistungen, in der Gesamtleistung mit berücksichtigt. Wie der obigen Grafik zu entnehmen, war die Gesellschaft in der Lage unter Berücksichtigung dieser Position einen im Vergleich zu den Umsätzen überproportionalen Anstieg der Gesamtleistung um +37,5 % auf 16,56 Mio. € vorzuweisen. Hauptsächlich zu-

rückführen lässt sich diese Entwicklung auf einen leichten Anstieg des Beteiligungsergebnisses der At-Equity bilanzierten Gesellschaften.



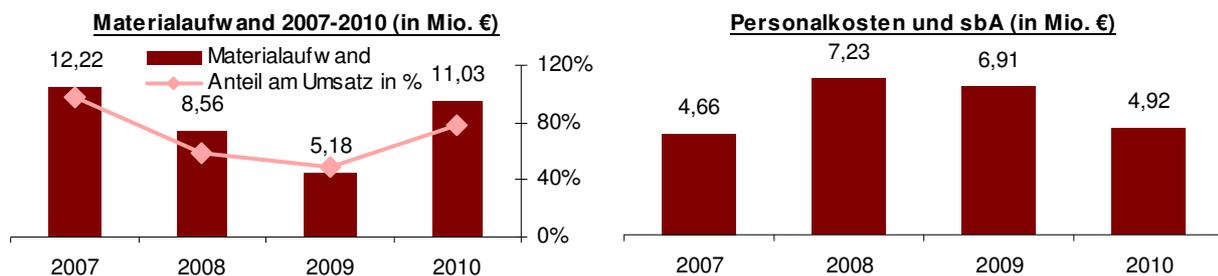
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Bezieht man die Geschäftsjahre 2007 und 2008 ein, so lässt sich jedoch ein Rückgang des Beteiligungsergebnisses erkennen. Zurückführen lässt sich dieser im Wesentlichen auf die erfolgreiche Fertigstellung und anschließende Veräußerung von nicht vollkonsolidierten Projekten und einer damit zusammenhängenden Reduzierung des At-Equity Konsolidierungskreises. Zugleich wurden auch fremde Anteile an Gesellschaften erworben und konnten somit auf Holdingebene vollkonsolidiert werden.

### Ergebnisentwicklung - Materialaufwand belastet das Ergebnis

Die Kostenerfassung und der Kostenausweis auf Holdingebene verläuft analog zum Umsatzausweis. Demnach werden die Projektkosten der vollkonsolidierten Projektgesellschaften voll erfasst. Im Gegensatz hierzu finden die Kosten der At-Equity bilanzierten Gesellschaften keinen expliziten Eingang in der Gewinn- und Verlustrechnung der Holding.

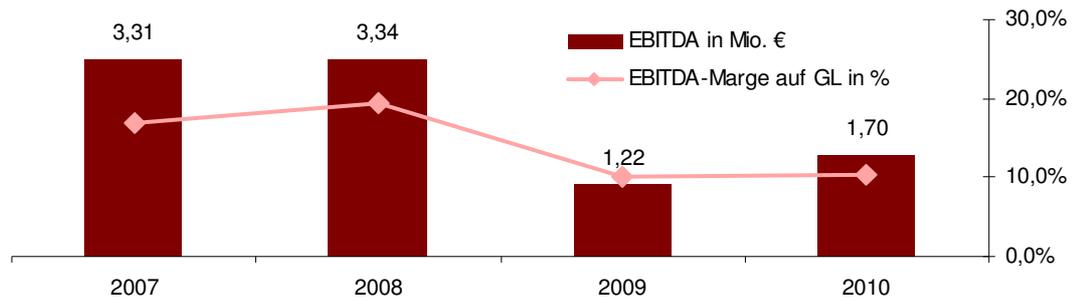
Die Eyemaxx weist hierbei ein für Immobilienprojektierer typisches Bild, mit den Materialaufwendungen als wesentliche Kostenposition, auf. Im Zusammenhang mit der Projektentwicklung der vollkonsolidierten Projektgesellschaften fielen mit 11,03 Mio. € im Geschäftsjahr 2010 um +113,0 % höhere Materialaufwendungen als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum an. Die entsprechende auf den Umsatz bezogene Materialaufwandsquote erhöhte sich analog hierzu auf 78,0 % (GJ 09: 49,1 %), sie liegt jedoch im für die Gesellschaft üblichen Rahmen. Prägend war auch hier die Bautätigkeit im Projekt Liptovsky Mikulas. Die übrigen Kostenpositionen entwickelten sich hingegen um -28,8 % auf 4,92 Mio. € (GJ 09: 6,91 Mio. €) rückläufig. Besonders auffällig sind hier die um -32,5 % auf 1,73 Mio. € deutlich reduzierten Personalaufwendungen sowie die um -26,6 % auf 3,19 Mio. € geminderten sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sbA).



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Demzufolge kletterte das EBITDA im Geschäftsjahr 2010 auf 1,70 Mio. € von zuvor 1,22 Mio. €. Analog dazu verhielt sich auch die auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge, welche von 10,1 % (GJ 09) leicht auf 10,3 % (GJ 10) zulegen konnte. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg lässt sich eine sukzessive Reduktion der EBITDA-Marge erkennen. Diese Entwicklung ist in erster Linie den durch die Finanzkrise geprägten Konjunkturvorgaben geschuldet, welche eine rückläufige Geschäftsentwicklung nach sich gezogen hatten.

**EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Finanzaufwendungen der Gesellschaft halten sich nicht zuletzt aufgrund der Geschäftsstrategie, wonach lediglich der Zinsaufwand der vollkonsolidierten Objektgesellschaften explizit berücksichtigt ist, in Grenzen. Der Zinsaufwand in Höhe von 0,39 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) ergibt unter Berücksichtigung des EBIT einen für Immobilienunternehmen sehr guten EBIT-Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand) von 2,47 (VJ: 5,77). Damit war die Gesellschaft sehr gut in der Lage die Zinsaufwendungen aus dem operativen Geschäft zu begleichen.

Insgesamt erzielte die Eyemaxx erneut einen positiven Jahresüberschuss von 0,43 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies eine Reduktion in Höhe von - 58,2 % (VJ: 1,03 Mio. €). Positiv anzumerken verbleibt jedoch die Tatsache, dass die Gesellschaft auch in der Finanzkrise ungebrochen schwarze Zahlen schreiben konnte, was die Profitabilität der Gesellschaft verdeutlicht.

**Bilanzielle und finanzielle Situation - mit einer EK-Quote von über 41 % sehr solide**

in Mio. €	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Eigenkapital (EK-Quote)	12,64 (47,4 %)	13,46 (56,9 %)	14,15 (41,1 %)
Finanzverschuldung	1,88	2,42	13,88
Finanzvermögen	2,47	0,92	1,20
Net Debt	-0,59	1,50	12,68
WC	1,19	6,28	20,76

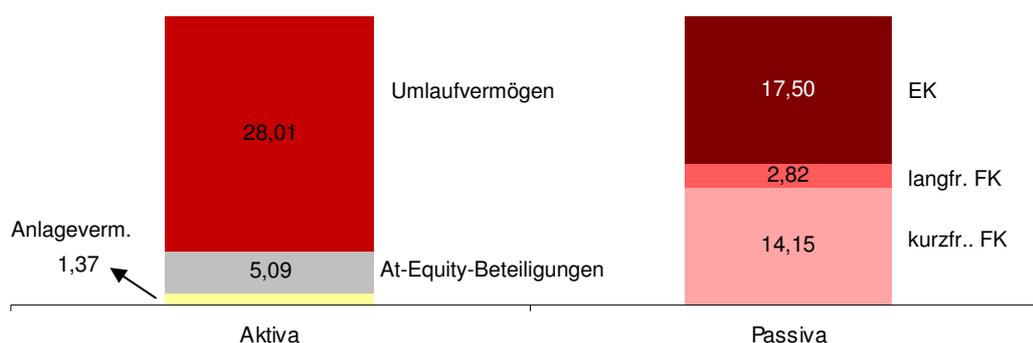
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Bei der Analyse der Bilanzkennzahlen gilt es eine Besonderheit zu beachten. So werden die Objektgesellschaften mit einer Beteiligungsquote von über 50 % vollkonsolidiert. Hierzu gehört auch die Konsolidierung der Finanzverbindlichkeiten der entsprechenden Objektgesellschaften, obwohl der Eyemaxx-Konzern für diese keinerlei Haftung übernimmt. Denn es handelt sich dabei um so genannte „non recourse“-Bankfinanzierungen, deren Haftungskreis sich lediglich auf die Projektgesellschaft beschränkt und damit keine Rückhaftung des Konzerns entsteht.

Die Bilanzrelationen der Eyemaxx sind als sehr solide zu bezeichnen. Mit einem Eigenkapital von 14,15 Mio. € (EK-Quote: 41,1 %) erreicht die Gesellschaft einen für Immobilienunternehmen überdurchschnittlich guten Wert. Der im Vergleich zum Vorjahr sichtbar werdende Rückgang des Eigenkapitals ist dabei in erster Linie auf den Anstieg der kurzfristigen Bankverbindlichkeiten geschuldet. Diese bestehen im Wesentlichen aus einer Projektfinanzierung der Projektgesellschaft STOP.SHOP Liptovsky Mikulas sro (non recourse). Insgesamt erhöhten sich die Bankverbindlichkeiten von 0,58 Mio. € (31.12.09) auf 13,26 Mio. € (31.12.10).

Auf der Gegenseite wird dieser Vorgang durch das Fortschreiten der Projektentwicklung, welches einen Anstieg der Forderungen auslöst, abgebildet. Dementsprechend erhöhten sich die kurzfristigen Forderungen aus Lieferung und Leistungen von 5,31 Mio. € (31.12.09) auf 12,98 Mio. € (31.12.10). Demzufolge erhöhte sich das Working Capital (Nettoumlaufvermögen), von 1,50 Mio. € (31.12.09) auf 12,68 Mio. € (31.12.10). Folgende Grafik gibt einen Überblick über die Bilanzstruktur der Gesellschaft:

**Bilanzstruktur in Mio. € (31.12.2010)**



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die aktivseitige Dominanz des Umlaufvermögens wird in der vorstehenden Grafik gut ersichtlich. Neben den gestiegenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sind hier sonstige Aktiva (u.a. besichertes Gesellschafterdarlehen iHv. 2,39 Mio. €) in Höhe von 8,95 Mio. € berücksichtigt.

## Prognose und Modellannahmen - Konzentration auf Innenfinanzierte Projekte

in Mio. €	GJ 2010*	GJ 2011e	GJ 2011/2012e	GJ 2012/2013e
Umsatzerlöse	1,34	4,20	2,94	4,46
Gesamtleistung (GL)	1,34	2,95	6,89	11,81
EBITDA (Marge auf GL)	1,70 (126,9 %)	1,80 (61,0 %)	3,69 (53,6 %)	6,83 (57,8 %)
EBIT (Marge auf GL)	1,47 (109,7 %)	1,62 (54,9 %)	3,52 (51,0 %)	6,66 (56,4 %)
Jahresüberschuss	0,43	1,10	2,73	5,46
EPS in €	0,17	0,43	1,07	2,14
Dividende in €	0,00	0,00	0,00	0,85

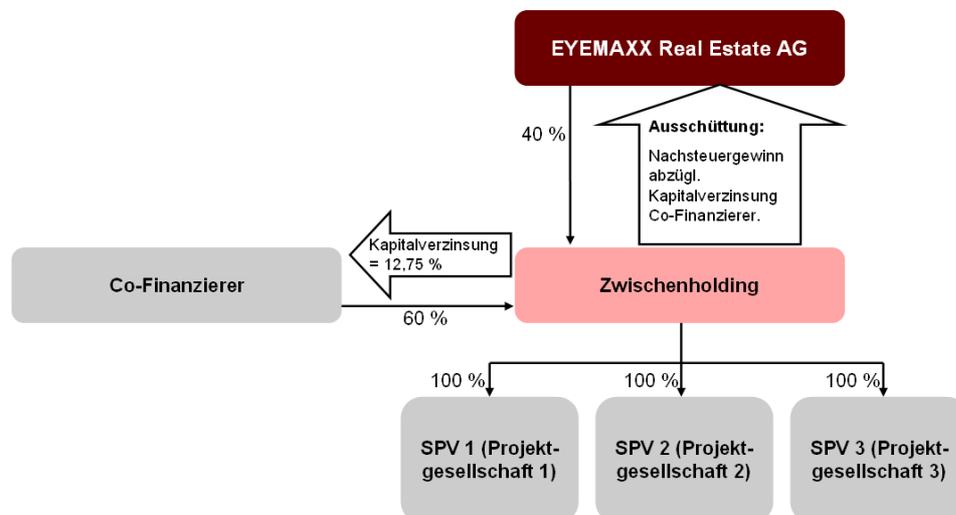
\* \* GL wurde vom Autor bereinigt um eine Vergleichbarkeit zu ermöglichen

Quelle: GBC AG

### Geschäftsstrategie - Vollkonsolidierung von SPV wird zur Ausnahme

Wie im Rahmen dieser Studie bereits dargestellt, wird die Eyemaxx die künftige Projektentwicklung im Rahmen der Innenfinanzierung bewerkstelligen. Darüber hinaus plant die Gesellschaft die einzelnen Projektgesellschaften nicht direkt unter dem Holdingdach sondern unterhalb einer Zwischenholding anzusiedeln. Diese Zwischenholding wird mit einem bereits identifizierten Co-Finanzierer (Finanzierungspartner) gegründet werden und die Eyemaxx soll gemäß Unternehmensstrategie zu rund 40 % daran beteiligt sein. Die Erträge der Zwischenholding, welche den Erträgen der Projektgesellschaften entsprechen, werden jedoch komplett der Eyemaxx zufließen. Die Ertragsbeteiligung des Co-Finanzierers beschränkt sich auf eine jährliche Kapitalisierung auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 12,75 %.

Aufgrund des Beteiligungsverhältnisses von 40 % an der Zwischenholding, werden die Projektgesellschaften künftig nicht mehr vollkonsolidiert werden und lösen daher keine Umsatzerlöse aus. Sie haben zugleich keine explizit projektbezogene Auswirkung auf die Kostenpositionen der Eyemaxx. Die somit nicht vollkonsolidierten Projekte werden als At-Equity Beteiligungen ausgewiesen und die Gesellschaft wird Ertragsbestandteile im Beteiligungsergebnis vorweisen. Dieses Konstrukt ermöglicht daher eine nur eingeschränkte Vergleichbarkeit der künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung mit den vorangegangenen Geschäftsjahren. Darüber hinaus geht diese Vorgehensweise mit erheblichen Steuereinsparungen auf Holdingebene einher. Denn das bereits auf Projektebene versteuerte Beteiligungsergebnis wird gemäß internationalem Schachtelprivileg auf Holdingebene mit einer Bemessungsgrundlage von lediglich 5 % herangezogen.



Quelle: GBC AG

Ein anderer wesentlicher Bestandteil der künftigen Umsatz- und Ertragspotenziale der Eyemaxx ist die geplante Innenfinanzierung der aktuellen Projektpipeline. Innenfinanzierte Projekte haben den wesentlichen Vorteil, dass der Projektgewinn nicht auf die Projektpartner aufgeteilt werden muss. Darüber hinaus können, laut Erkenntnissen der Gesellschaft, im Falle einer Veräußerung nach Projektfertigstellung höhere Verkaufspreise erzielt werden. In Summe führen diese Faktoren zu einem erzielbaren Projektdeckungsbeitrag von etwa 25 %, eine Annahme, welche wir als realistisch erachten.

Die künftigen Projektentwicklungen, welche in der Regel nicht mehr vollkonsolidiert sein werden, werden zu einem deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse führen. Diese können in der Erstellungsphase nicht mehr nach der „percentage of completion“ Methode umsatzwirksam berücksichtigt werden. Die Aktivierung der Beteiligungen nach der At-Equity Methode ermöglicht jedoch unter Zuhilfenahme von Bewertungsgutachten einen Bilanzausweis nach Marktwerten (IAS 40). Diese Vorgehensweise lässt den Ausweis von Wertaufholungen im Beteiligungsergebnis zu. Folgende Tabelle fasst die möglichen Ertragskomponenten der Gesellschaft zusammen:

	Mieten	Veräußerungserlöse	Projektentwicklung
<b>Vollkonsolidierte Tochterges.</b>	Umsatz	Umsatz	Umsatz (IAS 11)
<b>At-Equity Beteiligung</b>	Beteiligungsergebnis	Beteiligungsergebnis	Beteiligungsergebnis (IAS 40)

Quelle: GBC AG

Daraus lässt sich erkennen, dass eine Forcierung der Beteiligungsstrategie zu einem Umsatzrückgang und parallel hierzu einer Erhöhung des saldierten Beteiligungsergebnisses, welches in der Gesamtleistung beinhaltet ist, führen wird. Die künftigen erwarteten Umsatzerlöse der Eyemaxx geben dabei lediglich die Dienstleistungsumsätze (Projektentwicklung, Planung, Analyse, Reporting etc.) wider.

#### Prognose der Gesamtleistung - Steigende Tendenzen durch starke Projektpipeline

Die von uns postulierten künftigen Umsatz- Ergebnisgrößen orientieren sich vordergründig an der derzeitigen Projektpipeline der Gesellschaft, welche planmäßig bis November 2013 abgearbeitet werden sollte. Zur Projektfinanzierung hatte die Gesellschaft bereits Mitte 2011 eine Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 25,00 Mio. € emittiert. Weitere Finanzierungsmittel sollen zudem auf Ebene der Zwischenholding durch den Co-Finanzierer mitgetragen werden.

Darüber hinaus könnte die Gesellschaft auch die Möglichkeit weiterer Kapitalmaßnahmen wahrnehmen. Wie der Projektpipeline zu entnehmen, beläuft sich die geplante Gesamtinvestitionssumme auf etwa 93,00 Mio. €. Diese erfolgt aus einer Kombination von Eigenkapital (ca. 30 %) und Fremdkapital (70 %) und damit liegt der Eigenkapitalbedarf auf Ebene der Projektgesellschaften bis Ende 2013 bei insgesamt etwa 28,00 Mio. €. Da dieser Betrag sukzessive und abhängig vom Projektfortschritt abgerufen wird und auch der zwischenzeitliche Verkauf von Projekten zu einer erheblichen Entlastung des Kapitalbedarfs führen sollte, ist die Finanzierung der Projektpipeline als realistisch einzustufen.

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen (Eyemaxx-Anteil)	Fertigstellung (voraussichtlich)
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	November 2012
FMZ Pelhrimov (PL)	2,4 Mio. €	November 2012
FMZ Kittsee (A)	12,6 Mio. €	April 2013
FMZ Malbork (PL)	6,5 Mio. €	Mai 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,0 Mio. €	September 2013
FMZ Stara Pasova (SRB) P*	6,4 Mio. €	September 2013
Factory Outlet Belgrad (SRB) P*	6,0 Mio. €	September 2013

FMZ Louny (CZ)	6,7 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Kolin (CZ)	3,0 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Polen III (PL)	7,0 Mio. €	November 2013
FMZ Tschechien (CR)	7,5 Mio. €	November 2013
Hotel Neunkirchen (DE)	8,0 Mio. €	August 2013
Hotel Deutschland II (DE)	9,0 Mio. €	November 2013
Logistikzentrum Belgrad (SRB) P*	6,4 Mio. €	September 2013
Logistikzentrum NIS (SRB) P*	5,2 Mio. €	September 2013

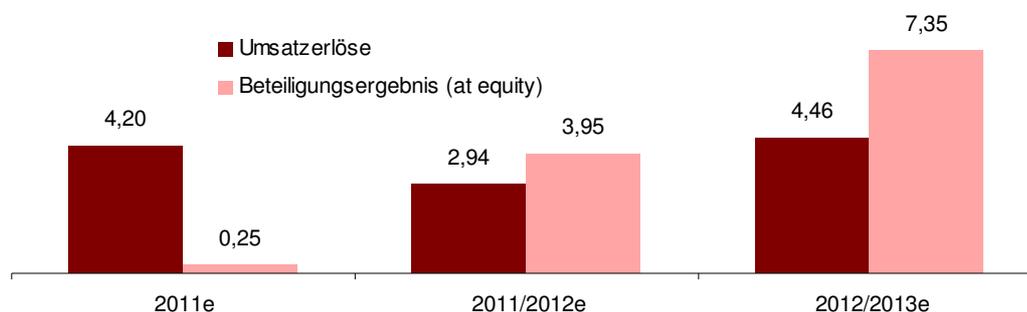
P\* = mit Projektpartner

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 (endete am: 31.10.2011) wird von dieser Projektpipeline jedoch nicht betroffen sein. Dabei ist das abgelaufene Geschäftsjahr als ein Rumpfgeschäftsjahr (01.01.2011 - 31.10.2011) zu betrachten. Die nachfolgenden Geschäftsjahre werden jeweils zum 31.10. enden. Das abgelaufene Geschäftsjahr nimmt darüber hinaus in unseren Planungen sowohl hinsichtlich der operativen Entwicklung als auch im Hinblick auf die Strategieänderung hin zu innenfinanzierten Projekten eine Sonderstellung ein. Besonders die Tatsache, dass die bisherigen vollkonsolidierten forward sale-Projekte (siehe STOP.SHOP. Liptovský Mikuláš und STOP.SHOP. Dolný Kubín) bereits in den Vorjahren Umsatzerlöse ausgelöst hatten, dürfte das Umsatzniveau im GJ 2011 verhältnismäßig niedrig ausfallen. Flankierend hierzu sollte die Gesellschaft auch keine nennenswerten Beteiligungserlöse aus At Equity-Gesellschaften generiert haben.

Die Beteiligungserlöse, welche gemäß unseren Annahmen die Marktwertentwicklung der Projekte abzüglich Kosten auf Ebene der Projektgesellschaft berücksichtigen, werden gemäß unseren Erwartungen erst in den folgenden Geschäftsjahren deutlich zunehmen. Bezieht man den geplanten Deckungsbeitrag innenfinanzierter Projekte mit ein, welcher nach Fremdfinanzierung bei etwa 25,0 % liegt, ergibt sich alleine aus den Projekten, welche bis zum Jahresende des Geschäftsjahres 2012/2013 (endet am 31.10.2013) fertiggestellt werden sollten, ein potenzieller Deckungsbeitrag von etwa 17,00 Mio. €. Hier sind wir sehr konservativ vorgegangen und rechnen nach Abzug des Ergebnisanteils des Co-Finanziers mit einem Deckungsbeitrag (in unserer Rechnung entspricht dies dem Beteiligungsergebnis) von etwa 11,30 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre sieht dies folgendermaßen aus:

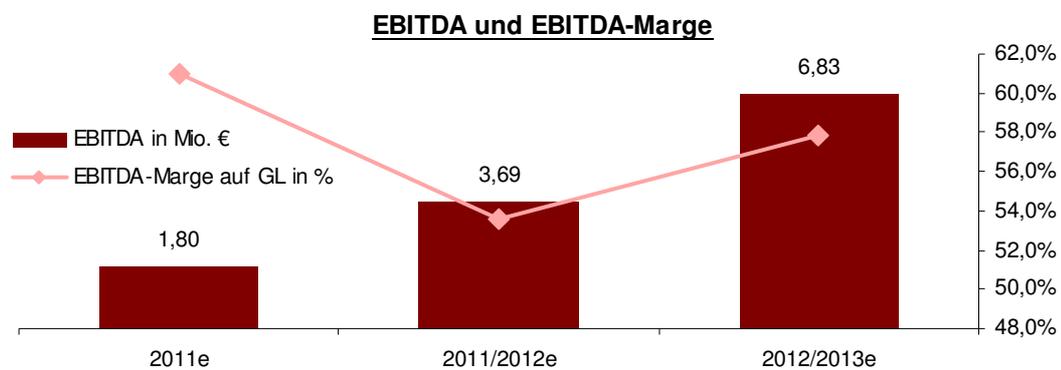
#### Umsatzerlöse und Beteiligungsergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Ergebnisprognosen - Anstieg der Ergebnismargen erwartet

Aufgrund der Tatsache, dass die Beteiligungsergebnisse als saldierte Ergebnisse (nach Kosten) in der Konzern-GuV Eingang finden, wird auch die Kostenstruktur der Eyemaxx verhältnismäßig schlank ausfallen. Hier werden lediglich die Kosten abgebildet, welche im Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen stehen, sowie die so genannten Overhead-Kosten. Aufgrund dessen gehen wir von vergleichsweise hohen Ergebnismargen aus. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erwarten wir zudem einen Sondereffekt im Zusammenhang mit der zwischenzeitlichen Vollkonsolidierung sowie Neubewertung des FMZ Projektes in Serbien (vormals: At Equity). Dieser Effekt, welcher in den sonstigen betrieblichen Erträgen abgebildet sein sollte, beziffern wir auf 4,00 Mio. €. Demzufolge fiel die erwartete auf der Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge für das GJ 2011 in Höhe von 61,0 % (EBITDA: 1,80 Mio. €) etwas höher als die nachhaltig erzielbare EBITDA-Marge aus. Für die folgenden Geschäftsjahre sehen wir nachhaltig erzielbare EBITDA-Margen von knapp 60 % als realistisch an. Diese Annahme findet sich auch in unserem DCF-Modell wieder, welches langfristig von einer EBITDA-Marge von 57,8 % ausgeht.



Quelle: GBC AG

Die Fremdfinanzierung der Projekte wird auf Ebene der Projektgesellschaft umgesetzt und demzufolge wird dies keine Auswirkung auf die Zinsbelastungen der Eyemaxx nach sich ziehen. Auf Holdingebene werden dementsprechend hauptsächlich die Zinsen, die im Zusammenhang mit der emittierten Anleihe (Anleihemittel stehen den Projektgesellschaften als Eigenkapital zur Verfügung) stehen, abgebildet. Aus steuerlichen Aspekten plant die Gesellschaft desweiteren den Projektgesellschaften Mezzanine-Kapital zur Verfügung zu stellen. Dieses zu 12,75 % verzinste Kapital wird für die kommenden Geschäftsjahre Zinserträge nach sich ziehen und damit in Summe die Zinsbelastungen erheblich einschränken. Für das abgelaufene Geschäftsjahr erwarten wir ein Finanzergebnis von -0,65 Mio. €. In den Geschäftsjahren 2011/2012 und 2012/2013 sehen wir ein Finanzergebnis von -0,34 Mio. € respektive -1,16 Mio. € als eine realistische Größenordnung an.

Aus der geplanten Unternehmensstruktur ergibt sich darüber hinaus der Vorteil einer auf Holdingebene geringen Steuerquote. Denn das bereits auf Projektebene versteuerte Beteiligungsergebnis wird gemäß internationalem Schachtelprivileg auf Holdingebene lediglich mit einer Bemessungsgrundlage von 5 % herangezogen. Dies, sowie das Vorhandensein von Verlustvorträgen (1,1 Mio. €) hat zur Folge, dass die Steuerbelastungen der Eyemaxx in den folgenden Geschäftsjahren lediglich ein marginales Niveau aufweisen. Unter Berücksichtigung dessen erwarten wir Nachsteuerergebnisse von 1,10 Mio. € (GJ 2011), 2,73 Mio. € (GJ 2011/2012) sowie 5,46 Mio. € (GJ 2012/2013).

Die Gesellschaft plant ab dem Geschäftsjahr 2012/2013 die Investoren am Unternehmenserfolg in Form von Dividenden (40 % vom Unternehmensergebnis) zu beteiligen. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Ausschüttungen aus einem steuerlichen Einlagenkonto bezahlt werden und somit für Privatinvestoren steuerfrei sind.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2011; 2011/2012 und 2012/2013 in Phase 1, erfolgt bis zum GJ 2017/2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen bei der Gesamtleistung von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 57,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 0,6 % 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 1,0 %.

#### 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,0 %.

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 1,43.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich damit Eigenkapitalkosten von 9,86 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,31 %.

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,31 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011/2012 entspricht als Kursziel 12,58 €.

Als weitere Bewertungsmethode haben wir flankierend hierzu eine Peer-Group-Analyse (siehe Seite 24) herangezogen. Der daraus ermittelte faire Wert je Aktie entspricht als Kursziel 10,58 €. Der Mittelwert beider Bewertungsmethoden (Gewichtung 50 %/ 50%) ergibt als fairer Aktienwert 11,58 €.

Darüber hinaus entsprechen wir der geringen Liquidität in der EYEMAXX-Aktie mit einem Abschlag in Höhe von 15 %, ein Wert, welcher unseres Erachtens das Liquiditätsrisiko für den Anleger gut wiedergibt. Insgesamt konnten wir somit einen gemittelten **fairen Wert je Aktie von 9,85 €** ermitteln.

## EYEMAXX Real Estate AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Wachstum der Gesamtleistung (GL)	2,0%
EBITDA-Marge	57,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%
Working Capital zu Umsatz	169,4%

final - Phase	
ewiges GL-Wachstum	1,0%
ewige EBITA - Marge	56,4%
effektive Steuerquote im Endwert	0,6%

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 11e	GJ 11/12e	GJ 12/13e	GJ 13/14e	GJ 14/15e	GJ 15/16e	GJ 16/17e	GJ 17/18e	
in Mio. EUR									
Gesamtleistung (GL)	2,95	6,89	11,81	12,05	12,29	12,53	12,78	13,04	
GL Veränderung	-82,2%	133,6%	71,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,19	0,26	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
EBITDA	1,80	3,69	6,83	6,97	7,11	7,25	7,39	7,54	
EBITDA-Marge	61,0%	53,6%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	57,8%	
EBITA	1,62	3,52	6,66	6,79	6,93	7,06	7,21	7,35	
EBITA-Marge	54,9%	51,0%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%	56,4%
Steuern auf EBITA	0,27	-0,50	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	
zu EBITA	-16,5%	14,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBI (NOPLAT)	1,89	3,02	6,61	6,75	6,88	7,02	7,16	7,30	
Kapitalrendite	7,0%	11,4%	14,4%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,1%
Working Capital (WC)	11,00	19,50	20,00	20,40	20,81	21,22	21,65	22,08	
WC zu Gesamtleistung	372,9%	283,0%	169,3%	169,4%	169,4%	169,4%	169,4%	169,4%	
Investitionen in WC	9,76	-8,50	-0,50	-0,40	-0,41	-0,42	-0,42	-0,43	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	15,50	26,40	40,00	40,80	41,62	42,45	43,30	44,16	
AFA auf OAV	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	
AFA zu OAV	1,2%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-9,61	-11,08	-13,78	-0,98	-1,00	-1,02	-1,04	-1,06	
Investiertes Kapital	26,50	45,90	60,00	61,20	62,42	63,67	64,95	66,25	
EBITDA	1,80	3,69	6,83	6,97	7,11	7,25	7,39	7,54	
Steuern auf EBITA	0,27	-0,50	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen gesamt	0,15	-19,58	-14,28	-1,38	-1,40	-1,43	-1,46	-1,49	
Investitionen in OAV	-9,61	-11,08	-13,78	-0,98	-1,00	-1,02	-1,04	-1,06	
Investitionen in WC	9,76	-8,50	-0,50	-0,40	-0,41	-0,42	-0,42	-0,43	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,22	-16,38	-7,49	5,55	5,66	5,77	5,89	6,00	80,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	40,61	60,78
Barwert expliziter FCFs	-2,68	13,45
Barwert des Continuing Value	43,29	47,32
Nettoschulden (Net debt)	11,16	27,80
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	29,45	32,97
Den Cytotools-Aktionären zustehende Quote in %	-0,79	-0,88
Wert des Eigenkapitals Cytotools AG	28,66	32,09
Ausstehende Aktien in Mio.	2,550	2,550
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,24	12,58

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,43
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	0,0%
WACC	9,3%

### Sensitivitätsanalyse I - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
7,1%	7,52	6,31	5,26	4,34	3,52
9,1%	11,92	10,32	8,92	7,70	6,62
11,1%	16,32	14,32	12,58	11,06	9,71
13,1%	20,72	18,33	16,25	14,42	12,81
15,1%	25,12	22,33	19,91	17,78	15,90

## Peer-Group-Bewertung

Unternehmen	Kurs zum 08.02.12	M.Kap in Mio. €	EV in Mio. €	EV/ EBITDA 2011e	EV/ EBITDA 2012e	KGV 2011e	KGV 2012e	KBV
AVW Immobilien AG	3,05 €	39,13	95,81	9,06	11,56	5,88	7,33	1,43
Patrizia Immobilien	3,87 €	201,74	916,60	15,56	16,07	20,30	16,65	0,67
TAG Immobilien AG	6,06 €	459,13	1645,72	15,25	13,12	8,93	7,28	1,03
IVG Immobilien AG	2,03 €	422,24	5035,34	39,43	21,55	-5,44	32,53	0,46
IFM Immobilien AG	8,78 €	82,09	283,16	15,88	15,85	10,90	10,70	0,72
Estavis AG	2,15 €	30,79	86,61	13,99	11,66	17,39	12,94	0,51
<b>Median</b>				<b>15,40</b>	<b>14,49</b>	<b>9,92</b>	<b>11,82</b>	<b>0,69</b>
<b>Arithmetisches Mittel</b>				<b>18,20</b>	<b>14,97</b>	<b>9,66</b>	<b>14,57</b>	<b>0,80</b>

Quelle: Thomson Reuters

Es ergeben sich gemäß dieser Beobachtung auf Gesamtunternehmenswertbasis (EV) folgende faire Multiplikatoren:

Faire Multiples (Median)	EV/ EBITDA	KGV	KBV	Faire Multiples (Mittelwert)	EV/ EBITDA	KGV	KBV
2011e	15,40	9,92	0,69	2011e	18,20	9,66	0,80
2012e	14,49	11,82	-	2012e	14,97	14,57	-

Als Grundlage für die Bewertung auf Basis der Peer-Group ziehen wir das EBITDA, den Jahresüberschuss der Eyemaxx für die Jahre 2011 und 2012 heran. Darüber hinaus wird der aktuelle Buchwertmultiplikator der Peer-Group-Unternehmen ebenfalls einbezogen. Daraus ergeben sich gemäß den ermittelten Multiplikatoren die nachfolgenden fairen Bewertungen. Die Berechnung des fairen Unternehmenswertes der Eyemaxx auf Basis des Enterprise Value haben wir in einer gewichteten Form der ermittelten fairen Multiplikatoren vorgenommen:

Faire Bewertung nach Median in Mio. €	Multipliwert EV/EBITDA	Gewichtung	Multipliwert KGV	Gewichtung	Multipliwert KBV	Gewichtung
2011e	20,76	10,0 %	10,91	10,0 %	9,83	10,0 %
2012e	53,46	10,0 %	32,21	10,0 %	-	-

Faire Bewertung nach Mittelwert in Mio. €	Multipliwert EV/EBITDA	Gewichtung	Multipliwert KGV	Gewichtung	Multipliwert KBV	Gewichtung
2011e	25,78	10,0 %	10,63	10,0 %	11,36	10,0 %
2012e	55,23	10,0 %	39,70	10,0 %	-	-

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens in Höhe von 26,99 Mio. € oder 10,58 €/je Aktie.

## Bewertungszusammenfassung

Fairer Wert je Aktie gemäß Multiplikatoren-Bewertung	10,58 €
Fairer Wert je Aktie gemäß DCF-Bewertung	12,58 €
Gemittelter fairer Wert je Aktie (50% / 50%)	11,58 €
Bewertungsabschlag (Liquiditätsabschlag)	15 %
<b>Fairer Wert je Aktie nach Bewertungsabschlag</b>	<b>9,85 €</b>

## Fazit

### Wachstumsstarker Immobilienentwickler am Zentraleuropäischen Markt

Die EYEMAXX Real Estate AG kann über die letzten Jahre sowohl in ihrem Stammgeschäft, der Entwicklung von Fachmarktzentren, als auch in den weiteren Geschäftsbereichen (Economy-Hotels; Logistikimmobilien) einen beeindruckenden Track-Record vorweisen. Trotz Krise war dabei die Gesellschaft alleine in den Jahren 2006 bis 2011 in der Lage, Projekte mit einem Volumen von etwa 200 Mio. € erfolgreich zu entwickeln.

Mit ein Grund für diese Entwicklung ist die regionale Ausrichtung der Eyemaxx auf den wachstumsstarken Märkten Zentraleuropas wie etwa Polen, Tschechien, Serbien oder der Slowakei. In diesen Regionen fiel nicht nur die Konjunktorentwicklung und damit zusammenhängend die Konsumlaune relativ solide aus, sie sind darüber hinaus hinsichtlich der Verkaufsflächendichte noch schwach ausgestattet. Die noch geringe Saturierung sollte sukzessive abgebaut werden und damit dürften die Eyemaxx-Regionen ein weiterhin attraktives Marktwachstum vorweisen. Alleine für Polen wird mit einem Bedarf von ca. 200 Fachmarktzentren gerechnet. Hier spielt zudem die Tatsache eine große Rolle, dass Fachmarktzentren aufgrund komparativer Kostenvorteile zunehmend nachgefragt werden.

Von diesem Marktumfeld dürfte die Eyemaxx aufgrund ihres exklusiven Marktzugangs besonders profitieren. Fachmarktzentren, welche in der Regel ein Investitionsvolumen von 5-10 Mio. € vorweisen, sind dabei nicht im Fokus von großen internationalen Projektentwicklern. Demzufolge ist der Markt für diese Immobiliengattung stark segmentiert und wird in der Regel von lokalen Anbietern dominiert. Im Gegensatz zur Eyemaxx fehlt diesen jedoch ein Zugang zu international namhaften Einzelhandelsunternehmen. So kann die Eyemaxx durch ihre langjährige Zusammenarbeit mit den Mietern besonders schnell Ankaufsmöglichkeiten identifizieren und umsetzen. Dementsprechend ist beispielsweise ein erwarteter Marktanteil von 10 % in Polen als realistisch einzustufen.

Derzeit verfügt die Gesellschaft über eine Projektpipeline mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von über 100 Mio. €, welcher laut Unternehmensplanungen bis Ende 2013 realisiert werden soll. Zusätzlich zu der Projektpipeline kann die Gesellschaft auch andere Projekte im Rahmen von Forward Sales opportunistisch entwickeln. Der Schwerpunkt soll daher künftig auf der Innenfinanzierung liegen, was für die Gesellschaft den Vorteil höherer Ergebnisbeiträge (in etwa doppelt so hoch) mit sich bringt. Gleichzeitig plant die Eyemaxx den Großteil der Projektgesellschaften als At-Equity Beteiligungen zu entwickeln, was in erster Linie eine hohe Bilanzstabilität mit sich bringt.

Auf Basis dieser Annahmen sowie unter Berücksichtigung der aktuellen Projektpipeline haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen ausformuliert. Für die kommenden Geschäftsjahre erwarten wir einen sukzessiven Anstieg der Gesamtleistung (Berücksichtigt die Ergebnisbeiträge der At-Equity Gesellschaften) von 1,23 Mio. € (GJ 2011) bis 11,81 Mio. € (GJ 2012/2013e; endet am 31.10.2013). Da die Entstehungskosten lediglich auf Ebene der Projektgesellschaften abgebildet werden, dürfte die Eyemaxx verhältnismäßig hohe Ergebnismargen erzielen. Demzufolge gehen wir von einem deutlichen EBITDA-Anstieg von 1,63 Mio. € (GJ 2011) auf 3,69 Mio. € (GJ 2011/2012) respektive 6,83 Mio. € (GJ 2012/2013) aus. Das letztgenannte EBITDA entspricht einer EBITDA-Marge von 57,8 %. Diese haben wir als langfristig erzielbare EBITDA-Marge in unserem DCF-Modell berücksichtigt.

**Gemäß DCF-Modell konnten wir einen Eyemaxx-Unternehmenswert von 12,58 €/je Aktie ermitteln. Flankiert wird das DCF-Modell von einer marktbezogenen Peer-Group-Bewertung, wonach wir einen fairen Wert je Aktie von 10,58 € ermittelt haben. Als Mittelwert beider Bewertungsmethoden sowie unter Berücksichtigung eines Liquiditätsabschlages in Höhe von 15 % ergibt sich ein fairer Aktienwert von 9,85 € und damit angesichts der aktuellen Kursniveaus ein hohes Upsidepotenzial. Daher vergeben wir im Rahmen unserer Initial Coverage-Studie das Rating KAUFEN.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)