



Credit Research
Emission einer 5,5 %-Unternehmensanleihe



**Emission der sechsten Unternehmensanleihe zur Finanzierung
weiterer Projekte geplant,
zwei Anleihen bereits zurückgezahlt, umfangreiche
Projektpipeline in Höhe von über 750 Mio. € vorhanden**

Rating: „überdurchschnittlich attraktiv“



WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 26

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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



„überdurchschnittlich
attraktiv“

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GSSP3
WKN: A2GSSP
Kupon: 5,50 % p.a.

Emissionsvolumen:
bis zu 30 Mio. €
Rating: BB (Unternehmens-
rating)

Stückelung: 1.000 €
Mindestanlage: 1.000 €
Laufzeit: 26.04.18 - 25.04.23
Zinszahlungen: halbjährlich am
26.04. und am 26.10.

Ausgabekurs: 100 %
Rückzahlungskurs: 100 %

Marktsegment:
Open Market der Deutsche
Börse AG

Rechnungslegung: IFRS
Geschäftsjahr: 31.10.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 27

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Wohn- und Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 56 Stand: 31.10.2017

Gründung: 1996

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller

Die EYEMAXX Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen mit langjährigem, erfolgreichem Track Record mit dem Fokus auf Wohn-, Pflege- und Gewerbeimmobilien. Die Kernmärkte des Unternehmens sind Deutschland und Österreich. Die Geschäftstätigkeit von EYEMAXX basiert auf zwei Säulen. Dazu gehören zum einen renditestarke Projekte und zum anderen ein fortschreitender Aufbau eines Bestands an vermieteten Gewerbeimmobilien, der laufende Mieterträge und damit stetige Zahlungsströme generiert. EYEMAXX baut dabei auf die Expertise eines erfahrenen Managements von Immobilienprofis und auf ein etabliertes und starkes Netzwerk, das zusätzlichen Zugang zu attraktiven Immobilien und Projekten eröffnet. So konnte die Projektpipeline auf mittlerweile über 750 Mio. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsennotierte Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2017	31.10.2018e	31.10.2019e	31.10.2020e
Gesamtleistung	23,58	26,48	26,99	28,30
EBITDA	14,56	17,25	17,58	18,70
EBIT	14,25	16,95	17,28	18,40
Jahresüberschuss	6,62	8,98	11,95	12,31

ausgewählte Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,62	1,84	2,00	2,58
EBIT-Zinsdeckungsgrad	1,58	1,81	1,96	2,54
EK-Quote	33,4%	40,0%	51,2%	69,8%
Total Debt/EBITDA	6,92	6,25	4,95	3,27
Total Net Debt/EBITDA	5,84	5,30	4,43	1,68
Risk Bearing Capital	27,4%	34,4%	47,2%	56,8%
Total Debt/Capital	69,7%	63,0%	49,4%	38,3%

Finanztermine

31.07.2018: Halbjahresbericht GJ 17/18

EXECUTIVE SUMMARY

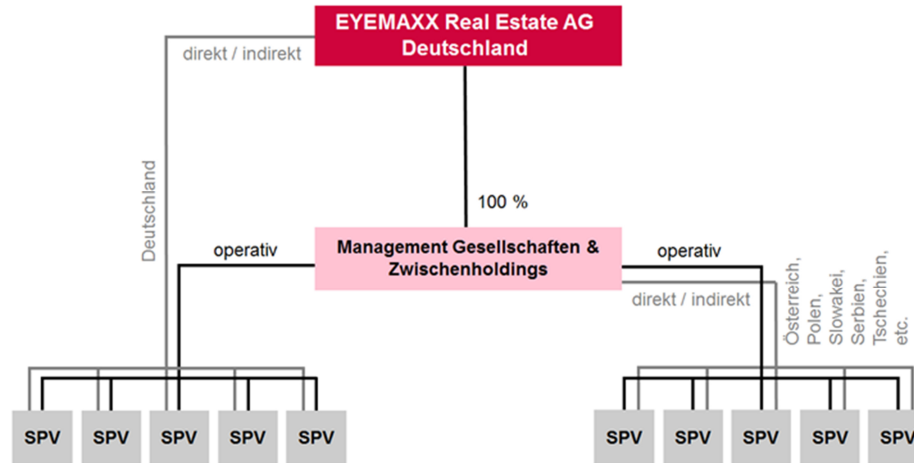
- EYEMAXX befindet sich derzeit in der Emissionsphase einer 5,5 %-Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu 30 Mio. €. Parallel dazu bietet die Gesellschaft den Gläubigern der bereits emittierten 7,875 %-Unternehmensanleihe (ausstehendes Volumen: 8,66 Mio. €) ein Umtauschangebot an, so dass der Emissionserlös bei vollständiger Annahme bei bis zu 21,34 Mio. € liegen könnte. Wir haben die geplante Unternehmensanleihe einem Marktvergleich unterzogen und vergeben das Rating „überdurchschnittlich attraktiv“.
- Mit den neuen Anleihemitteln plant EYEMAXX primär neue Projekte zu finanzieren. Es wurden diesbezüglich bereits großvolumige Wohnimmobilienprojekte sowie gemischt genutzte Projekte identifiziert, für die die Finanzierung der nachrangigen Mittel für den Grundstücksankauf noch aufzubringen ist. Rund 12,0 Mio. € sollen für die Grundstücksankäufe verwendet werden. Darüber hinaus sollen weitere 15,0 Mio. € für den weiteren Ausbau der Projektpipeline verwendet werden.
- Die Projektfinanzierung findet dabei auf Ebene der jeweiligen Projektgesellschaft statt. Für das von der Projektgesellschaft aufzubringende Eigenkapital in Höhe von 15-30 % der Gesamtinvestitionssumme kann EYEMAXX auf Ebene der Konzernobergesellschaft sowohl Eigen- als auch Fremdkapital aufbringen. Bei diesen Investitionseckdaten lässt sich alleine mit der geplanten Investition in identifizierte Projekte in Höhe von 12,0 Mio. € ein Projektumfang von bis zu 80 Mio. € stemmen. Damit würde die bestehende, ohnehin schon umfangreiche Projektpipeline in Höhe von 757,7 Mio. €, nochmals deutlich ausgebaut werden.
- Auf der Grundlage der geplanten Investitionen sowie der bereits erworbenen Projekte rechnen wir mit einer weiteren Steigerung der Gesamtleistung, welche sich nachhaltig über ein Niveau in Höhe von 26,00 Mio. € etablieren sollte. Parallel hierzu erwarten wir die Fortsetzung der hohen Konzernrentabilität, bei EBIT-Margen in Höhe von jeweils über 60 %. Mit der Emission der neuen 30,0 Mio. €-Unternehmensanleihe gehen wir zwar von einem Anstieg der Zinsaufwendungen aus, diese könnten jedoch bei einer hohen Annahme des Umtauschangebotes nur unterproportional zulegen. Darüber hinaus sollte sich mit der Vollplatzierung der mit einem Kupon in Höhe von 5,5 % ausgestatteten Anleihe die durchschnittliche Verzinsung weiter reduzieren. Die noch ausstehenden drei Unternehmensanleihen weisen einen Kupon von jeweils höher als 7,0 % auf.
- Dies sollte sich positiv auf die für Anleihegläubiger wichtigen Bonitätskennzahlen auswirken. Nachdem sich sowohl der EBITDA- als auch der EBIT-Zinsdeckungsgrad in den vergangenen Geschäftsjahren auf einem Niveau zwischen 1,5 und 1,8 eingependelt hatten, rechnen wir in den kommenden Geschäftsjahren mit einer deutlichen Verbesserung des Zinsdeckungsgrades auf über 2,5 (2019/2020e). Die positiven Nachsteuerergebnisse sowie die erwartete Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen in Höhe von 24,57 Mio. € sollten zudem einen deutlichen Anstieg des Eigenkapitals auf über 50 % in den kommenden Geschäftsjahren nach sich ziehen.
- Die ab dem 26.04.2018 zur Zeichnung angebotene 5,5%-Unternehmensanleihe ist gemäß unserem Marktvergleich unter Einbezug des Creditreform-Ratings (BB) ermittelten Risikos als „überdurchschnittlich attraktiv“ einzustufen. Wir vergeben daher 4 von 5 GBC-Falken.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Unternehmensstruktur zum 31.10.2017	4
Geschäftsmodell	5
Projektentwicklung	5
Bestandshaltung	6
Highlights der vergangenen beiden Geschäftsjahre	7
Organe der Gesellschaft	9
Alleinvorstand	9
Aufsichtsrat	9
Markt und Marktumfeld	10
Unternehmensentwicklung & Prognose	12
Historische Geschäftsentwicklung	12
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.10.2017	15
SWOT-Analyse	17
Prognosen	18
Prognose der Bonitätskennzahlen	21
Anleihekonditionen	22
Anleihebewertung/Marktvergleich	24
Anhang	26

UNTERNEHMEN

Unternehmensstruktur zum 31.10.2017



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die EYEMAXX Real Estate AG (im Folgenden: EYEMAXX) weist eine für Projektentwickler typische Holdingstruktur auf. Dabei werden Steuerungs- und Kontrollaufgaben sowie die Finanzierung der Projektgesellschaften von der Konzernobergesellschaft EYEMAXX übernommen.

Jedes Projekt wird dabei innerhalb einer eigenen Projektgesellschaft (SPV = Special Purpose Vehicle) erstellt. An diesen SPV's besteht zwar ein maßgeblicher beherrschender Einfluss, EYEMAXX hält jedoch in der Regel 50 % der Stimmrechte, was bedeutet, dass diese Gesellschaften nicht voll konsolidiert werden. Die Beteiligungsquote der EYEMAXX liegt aber typischerweise bei über 90 %, so dass eine nahezu vollständige Vereinnahmung der von den SPV's erwirtschafteten Ergebnisse stattfindet. Größere Projekte, können dabei auch unter Zuhilfenahme von Projektpartnern gestemmt werden, wobei hier eine Beteiligungsquote in Höhe von 50 % am Projekt-Joint Venture angestrebt wird.

Die Projektfinanzierung findet auf Ebene der Projektgesellschaft statt. Bei einer Ziel-Eigenkapitalstruktur von 15-30 % wird die Projektfinanzierung daher zu 70-85 % durch erstrangige, projektgebundene Bankverbindlichkeiten abgedeckt. Dabei handelt es sich um so genannte non-recourse-Darlehen und dementsprechend besteht keine Haftung durch die Konzernobergesellschaft EYEMAXX, was wir als einen wichtigen Sicherheitsaspekt einstufen. Die Eigenmittel der jeweiligen Projektgesellschaft werden von der EYEMAXX in Höhe der Beteiligungsquote an die Projektgesellschaft vergeben.

Die Projektgesellschaften nehmen Dienstleistungen innerhalb des Konsolidierungskreises in Anspruch, wie zum Beispiel die Liegenschaftssuche, die Finanzierungsvermittlung, das Projektmanagement, die Projektsteuerung, Ausschreibungen, die Vermietung oder den Verkauf der eigenen Dienstleistungsgesellschaften. Die weitere Betreuung (Asset Management) nach der Fertigstellung des Projektes wird intern übernommen oder an externe Gesellschaften abgetreten.

Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell der EYEMAXX unterteilt sich in die beiden Bereiche **Projektentwicklungen** und **Bestandshaltung** auf.

Primär wird dabei im Rahmen der Projektentwicklung eine „Develop & Sell“ Strategie umgesetzt, im Rahmen derer Objekte selbst erstellt und veräußert werden. Die durchschnittliche Projektdauer beläuft sich auf 24 Monate und die Zielrendite (ROI) liegt im Bereich der Gewerbeimmobilien bei 15-20 %, im Bereich der Wohnimmobilien bei 10-15 % und bei Pflegeimmobilien bei 8-12 %. Der Fokus im Bereich der Projektentwicklung liegt dabei aber ganz klar auf Wohn- und Gewerbeimmobilien in Deutschland und Österreich, wenngleich noch kleinere Projektentwicklungen (Gewerbeimmobilien) in der CEE-Region (Tschechien, Slowakei, Polen, Serbien) abgearbeitet werden.

Der Bereich Bestandshaltung liefert im Vergleich zur Projektentwicklung deutlich stabilere Cashflows und ist daher als stabilisierender Faktor des EYEMAXX-Geschäftsmodells zu sehen. Im Rahmen dieses Geschäftsbereiches werden in der Regel opportunistisch Gewerbeimmobilien in Deutschland und Österreich erworben. Zum Bilanzstichtag 31.10.2017 verfügt die Gesellschaft über einen Immobilienbestand in Höhe von 42,63 Mio. €, woraus jährliche Mieterträge in Höhe von 4,75 Mio. € generiert werden.

Projektentwicklung

Wohnbau Deutschland/Pflegeheime Deutschland

In diesem Geschäftsbereich hat EYEMAXX in 2013 die Strategie auf drei Pfeiler aufgestellt:

- Akquisition von nicht entwickelten Grundstücken zur eigenen Bearbeitung
- Beteiligung an Projekten mit Projektentwicklungspartnern in einem Joint Venture
- Übernahme von Projekten in einem fortgeschrittenen Projektstadium

EYEMAXX fokussiert sich dabei auf die Entwicklung von mittleren Projekten mit einem gesamten Projektvolumen von bis zu 40 Mio. €, wobei hier mittlerweile auch größere Projekte umgesetzt werden. Bei Pflegeimmobilien strebt die Gesellschaft einen Projektumfang in Höhe von 10-15 Mio. € an. Auch hier sollen die Projekte im Rahmen eines „develop & sale“ inklusive Pachtverträge nach Fertigstellung bestmöglich veräußert werden. Seit Beginn der Entwicklungstätigkeit in diesem Bereich konnten bereits acht großvolumige Wohnprojekte sowie gemischtgenutzte Projekte erworben werden.

Projekt	Projektart	Vermietbare Fläche	Verkaufsvolumen	Fertigstellung
Sonnen-Höfe Schönefeld	Wohnen/Gewerbe	50.558 qm	170 Mio. €	Q2/2021
Vivaldi-Höfe Schönefeld	Wohne/Gewerbe	30.000 + 23.400 qm	168 Mio. €	Q2/2020 und Q3/2022
Postquadrat Mannheim	Wohnen/Gewerbe	46.876 qm	177 Mio. €	Q2/2020
Park Apartments Potsdam	Wohnen	6.177 qm	18 Mio. €	Q1/2019
Lindenauer Hafen Leipzig	Wohnen	7.349 qm	25 Mio. €	Q3/2018
Pflegeheim Waldalgesheim	Pflegeheim	6.001 qm	14 Mio.€	Q1/2019
Pflege und Wohnen Klein-Lengden	Pflege/Wohnen	5.247 qm	11 Mio. €	Q2/2017
Ärztezentrum Thomasium	Mixed-Use	4.837 qm	20 Mio. €	Q3/2016

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; hervorgehobene Projekte sind veräußert

Wohnbau Österreich

Bei der Entwicklung von Wohnbauimmobilien in Österreich konzentriert sich die Gesellschaft auf den Großraum Wien und das Investitionsvolumen liegt dabei in der Regel zwischen 6-30 Mio. €. Die Wohnungsgrößen liegen im Durchschnitt zwischen 45 und 100 qm, wobei die Immobilien sowohl als klassisches Bauträgermodell im Einzelverkauf als auch als Mietmodell im Globalverkauf verwertet werden soll.

Projekt	Projektart	Vermietbare Fläche	Verkaufsvolumen	Fertigstellung
Siemensstraße Wien	Wohnen	5.472 qm	23 Mio. €	Q1/2020
Rustenfeldgasse Wien	Wohnen	1.846 qm	7 Mio. €	Q2/2018
Lainzer Straße Wien	Wohnen	2.352 qm	10 Mio. €	Q2/2020
Vösendorf Wien	Wohnen	2.058 qm	9 Mio. €	Q2/2019

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Entwicklung, Errichtung und Verkauf von Gewerbeimmobilien

Der angestammte Geschäftsbereich der reinen Gewerbeimmobilien ist unseres Erachtens etwas in den Hintergrund der EYEMAXX-Strategie gerückt. Zwar befinden sich in der Projektpipeline noch weiterhin Einzelhandels- und Logistikimmobilien in der CEE-Region, diese dürften jedoch nach der Abarbeitung und Veräußerung nicht im gleichen Maße durch neue Projekte ersetzt werden. Gewerbeprojekte im Rahmen von Großprojekten in Deutschland und Österreich sollten weiterhin im Unternehmensfokus stehen, wie dies beispielsweise durch das Hotelprojekt innerhalb des Mannheimer Großprojektes „Postquadrat“ dargestellt wird.

Bestandshaltung

Neben dem Projektgeschäft hat EYEMAXX, als zweite Säule der Geschäftstätigkeit, den Bereich der Bestandsimmobilien geschaffen. Ausgewählte Gewerbeimmobilien werden bei Opportunität in das Bestandsportfolio übernommen. Zurzeit hält die EYEMAXX-Gruppe 13 vermietete Immobilien (Logistik-, Büro- und Wohnimmobilien) in Deutschland und Österreich im Eigenbestand, woraus sich jährliche Mieterträge in Höhe von etwa 3,7 Mio. € generieren lassen.

Bestandsobjekte	Deutschland	Österreich	Gesamt
Anzahl an Objekten	7	6	13
Nutzfläche	46.300 qm	32.100 qm	78.400 qm
Leerstand	0%	0%	0%
Wert	21,0 Mio. €	16,0 Mio. €	37,0 Mio. €
Mietertrag p.a.	2,2 Mio. €	1,5 Mio. €	3,7 Mio. €

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Highlights der vergangenen beiden Geschäftsjahre

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

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

März 2016: Veräußerung eines Pflege- und Seniorenheims in Klein Lengden (Niedersachsen). Das 11,0 Mio. € große Projekt wurde im Rahmen eines „Forward Sale“ veräußert. Der Spatenstich erfolgte im April 2016, die planmäßige Fertigstellung und Übergabe an den Betreiber und Mieter im Mai 2017.

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

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

Mai 2016: Start eines großen Wohnimmobilienprojektes in Wien mit einem gesamten Projektvolumen in Höhe von rund 23 Mio. €. Es sollen bis Mitte 2020 insgesamt 91 Wohneinheiten, 53 Tiefgaragen-Stellplätze und Gewerbeeinheiten mit einer Bruttogeschossfläche von mehr als 10.000 qm entstehen.

Juni 2016: Das Leipziger Projekt „Lindenauer Hafen“ wurde bereits vor Baustart und damit im Rahmen eines „Forward Sale“ an einen deutschen Investor veräußert. Im Rahmen dieses Projektes sollen Wohneinheiten mit einer Gesamtfläche von ca. 7.200 qm entstehen. Nach erfolgreichem Forward Sale ist die Fertigstellung für Q3 2018 geplant

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

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

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

März 2017: EYEMAXX erzielt eine mündliche Einigung über einen Teilverkauf des Großprojektes „Postquadrat“ in Mannheim. Der Teilverkauf an die renommierte Accor-

Gruppe betrifft den Verkauf von zwei geplanten Hotels sowie angeschlossenen Serviced Apartments zu einem voraussichtlichen Kaufpreis von rund 45 Mio. €. Das Gesamtprojekt umfasst rund 170 Mio. €. Die vertragliche Fixierung des Verkaufes erfolgte im Juli 2017. Im November 2017 wurde ein weiterer Teilverkauf über die Häuser 3 und 4 vermeldet. Die BNP Paribas erwirbt für den von ihr verwalteten "Bayer Pensions Vehicle Fonds" die Gebäude zur Errichtung von Wohn- und Gewerbeflächen.

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

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

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

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

August 2017: Ein zweites großvolumiges Projekt (Sonnenhöfe) in Deutschland wird mit dem Partner DIE Deutsche Immobilien Entwicklungs AG (EYEMAXX-Anteil am Joint Venture: 50,1 %) gestartet. Es handelt sich um ein Wohn- und Büroimmobilienprojekt in Schönefeld mit einem Volumen von rund 168 Mio. €. Auf dem 51.000 qm umfassenden Areal sollen 559 Wohneinheiten und Büroflächen (12.400 qm) errichtet werden. Die Fertigstellung soll in verschiedenen Abschnitten bis Frühjahr 2021 erfolgen. Der Spatenstich erfolgte am 21. März 2018.

Organe der Gesellschaft

Alleinvorstand

Dr. Michael Müller (CEO)



Herr Dr. Michael Müller hat nach Abschluss seines Studiums der Handelswissenschaften an der Wirtschaftsuniversität Wien im Jahr 1987 dann im Jahr 1994 auch die Unternehmerprüfung erfolgreich bestanden. Im Jahr 1995 promovierte er mit Auszeichnung zum Doktor der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften. Zwischen 2001 und 2003 hat er zudem folgende Ausbildungen und Akkreditierungen abgeschlossen und erworben: Transeuropa Berater, Basel II Consultant und Certified Management Consultant. Im Jahr 1996 gründete Dr. Müller die EYEMAXX International Holding & Consulting GmbH mit Sitz in Österreich und widmet sich mit ihr seit dem Jahr 2000 intensiv dem Immobilien-Development in Deutschland, Österreich und der CEE/SEE Region. sowohl im Bereich Wohnbau, als auch besonders im Bereich Fachmarkt- und Logistikzentrum. Alle im Namen BIG BOX und MY BOX errichteten Fachmarktzentren wurden federführend von ihm und seinem Team entwickelt. Gleiches gilt für die Logistikcenter LOG CENTER in Rumänien, der Slowakei und Serbien. Seit 2011 ist Dr. Müller Vorstand der in Frankfurt gelisteten EYEMAXX Real Estate AG in die er 100% seiner österreichischen Gesellschaft eingebracht hatte.

Aufsichtsrat

Andreas Karl Autenrieth (Aufsichtsratsvorsitzender)

Andreas Karl Autenrieth ist seit 2014 Geschäftsführer der SI-KON GmbH. Davor war er von 2009 bis 2013 als kaufmännischer Leiter in diesem Unternehmen tätig. Seit 2009 ist Herr Autenrieth zudem Geschäftsführer der BMC Autenrieth. Er machte die Ausbildung zum staatlich geprüften Industriekaufmann und absolvierte das Studium zum Betriebswirt an der Akademie Dr. Ebert in München.

Richard Fluck (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)

Zwischen 1976 und 1982 war Herr Fluck als Offizier und Militärpilot beim österreichischen Bundesheer tätig. Seit 1985 bekleidet er die Position des Geschäftsführers bei verschiedenen Unternehmen. Zudem ist er seit 2004 als Gesellschafter, Flugbetriebsleiter, Flottenchef und Mitglied des Beirats bei der IJM International Jet Management GmbH, einer Gesellschaft, die mit dem Management, dem Chartern sowie dem Verkauf von Flugzeugen befasst ist, tätig.

Dr. Bertram Samonig (Mitglied des Aufsichtsrates)

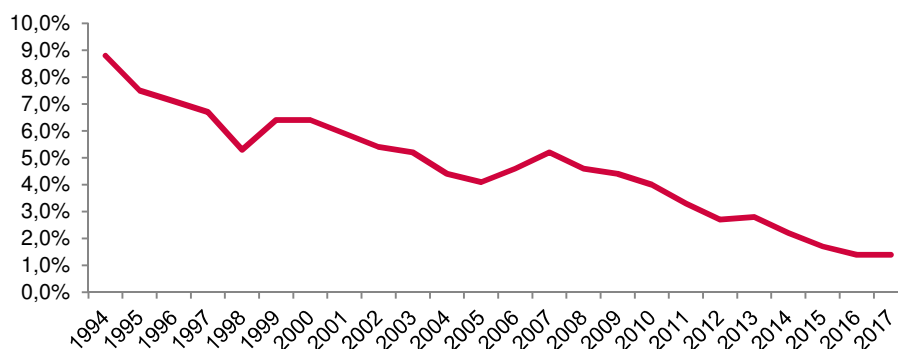
Nach seinem Studium der Geisteswissenschaften promovierte Dr. Bertram Samonig im Jahre 2001 mit Auszeichnung zum Doktor der Geisteswissenschaften. Infolgedessen absolvierte er zwischen 2003 und 2014 Ausbildungen zum Finanzberater, Versicherungsmakler sowie gewerblichen Vermögensberater. Heute ist er als gewerblicher Vermögensberater für das Haftungsdach Privatconsult Vermögensverwaltungs GmbH und seit dem Jahre 2015 als CEO der EVENTUS trading Ltd. tätig.

MARKT UND MARKTUMFELD

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

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

Effektivzins für Hypothekendarlehen in Deutschland (in %)



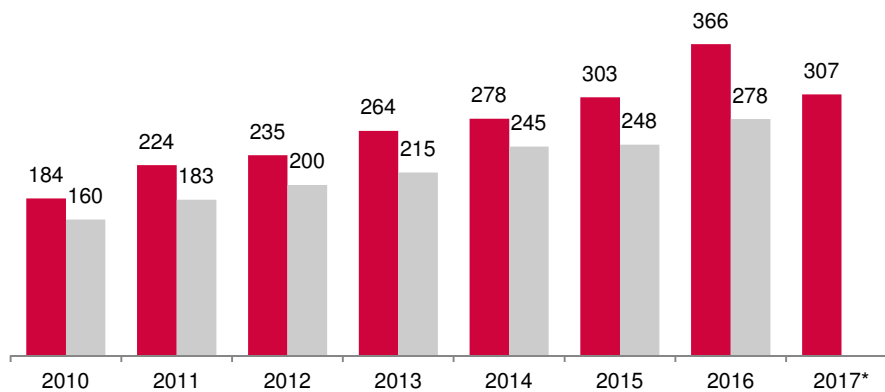
Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; GBC AG

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

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

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

Wohnungsbaugenehmigungen und –Fertigstellungen



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

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

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Historische Geschäftsentwicklung

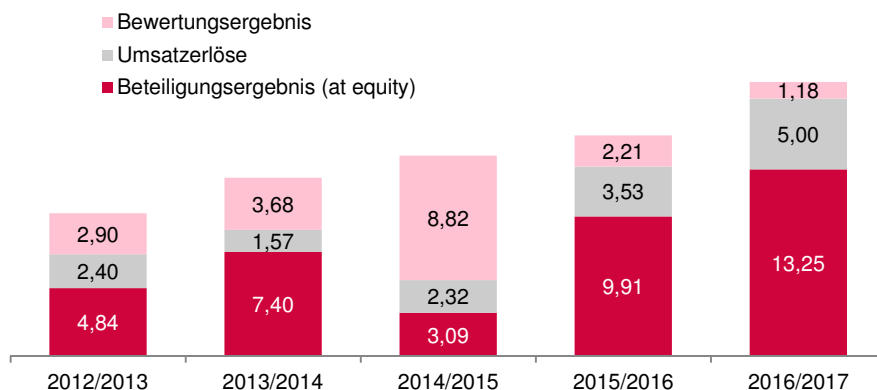
in Mio. €	GJ 2013/2014	GJ 2014/2015	GJ 2015/2016	GJ 2016/2017
Umsatzerlöse	1,57	2,32	3,53	5,00
Gesamtleistung (GL)*	14,07	16,53	18,25	23,58
EBITDA (Marge in % auf GL)	7,64 (54,3%)	9,84 (59,5%)	10,45 (57,3%)	14,56 (61,7%)
EBIT (Marge in % auf GL)	7,40 (52,6%)	9,61 (58,2%)	10,24 (56,1%)	14,25 (60,4%)
Jahresüberschuss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

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

Mit den beiden Schwerpunkten „Projektentwicklung“ und „Bestandshaltung“ weist EYEMAXX typische Ertragsströme auf. Während in den Umsatzerlösen im Wesentlichen die Mieterträge des Bestandsportfolios sowie die verrechneten Projektdienstleistungen enthalten sind, sind in der Gesamtleistung weitere Ertragspositionen wie etwa ergebniswirksame Bewertungserträge von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien (gem. IAS 40) sowie Beteiligungserträge von At-Equity-bilanzierten Projektgesellschaften enthalten.

Da bei den Projektgesellschaften in der Regel zwar ein maßgeblicher jedoch kein beherrschender Einfluss der EYEMAXX vorliegt, werden diese im Konzernabschluss nach der „At Equity“-Methode einbezogen. Werden beispielsweise Projekte innerhalb dieser SPV's fertiggestellt und veräußert, wird das entsprechende Nachsteuerergebnis auf Konzernebene als At-Equity-Beteiligungsertrag ausgewiesen. Analog dazu wird der Fortschritt derjenigen Projekte, für die noch keine konkrete Veräußerungsabsicht vorliegt, gutachterlich bewertet und als Bewertungsertrag (IAS 40) von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien dargestellt.

Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Nachdem noch im Geschäftsjahr 2015/2016 der Projektfortschritt des Mannheimer Großprojektes „Postquadrat“ einen wesentlichen Einfluss auf die Ertrags- und Ergebnissituation der EYEMAXX hatte, war das abgelaufene Geschäftsjahr 2016/2017 insbesondere von den neu hinzugekommenen Projekten in Deutschland geprägt. Das **Beteiligungsergebnis (at equity)** kletterte in 2016/2017 deutlich auf 13,25 Mio. € (VJ: 9,91 Mio. €). Maßgeblich hierzu haben die beiden neuen Berliner Großprojekte Vivaldi-Höfe (5,93 Mio. €) sowie Sonnenhöfe (5,11 Mio. €) beigetragen. Zudem verzeichnete die Gesellschaft ein Beteiligungsergebnis aus den ebenfalls im abgelaufenen Geschäftsjahr neu hinzugekommenen Projekten in Bonn (2,90 Mio. €) sowie in Offenbach (1,67 Mio. €). Gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres, als das Mannheimer Projekt den wesentlichen Beitrag geleistet hatte, wird damit ein deutlicher Ausbau des Beteiligungs-

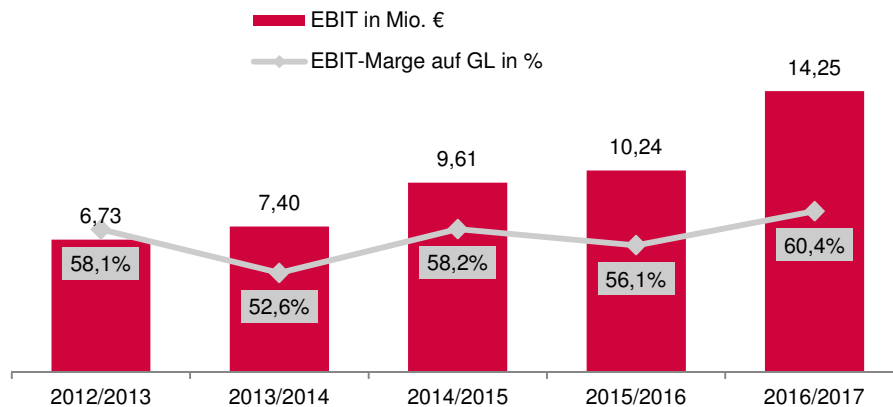
ergebnisses sichtbar, als Folge der signifikanten Steigerung des unternehmensweiten Projektumfangs.

Parallel zum Beteiligungsergebnis verzeichnete EYEMAXX AG **Umsatzerlöse** in Höhe von 5,00 Mio. €. Während die Mieteinnahmen der vollkonsolidierten und zur Bestandshaltung gehaltenen Immobilien mit 2,56 Mio. € (VJ: 2,17 Mio. €) leicht zugenommen haben, kletterten die Umsatzerlöse für Projektleistungen auf 1,82 Mio. € (VJ: 1,04 Mio. €). Die Umsatzerlöse stellen vor dem Hintergrund des deutlich volatileren Projektgeschäftes einen stabilisierenden Ertragsfaktor für EYEMAXX dar.

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

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

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



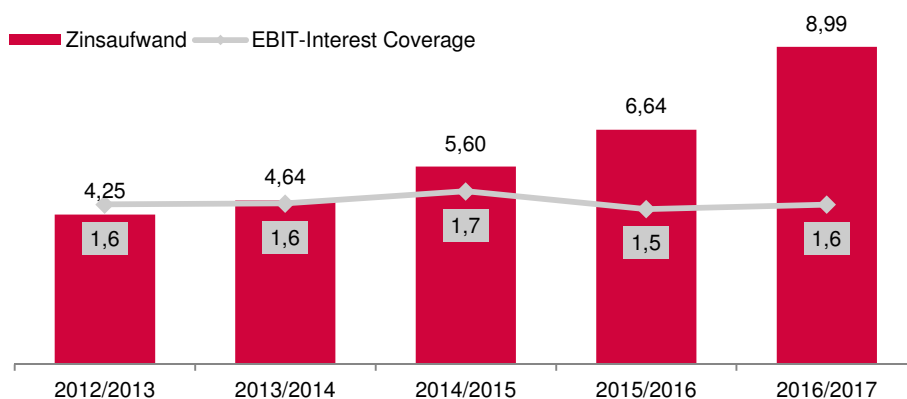
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

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

Das EBIT in Höhe von 14,25 Mio. € ist hinsichtlich der Zinsaufwendungen in Höhe von 8,99 Mio. € deutlich kostendeckend. Der dazugehörige EBIT-Zinsdeckungsgrad in Höhe von 1,6 ist unserer Ansicht nach ein solider Wert, welcher sich in den vergangenen Geschäftsjahren, trotz einer deutlichen Ausweitung der Finanzverschuldung und der Finanzaufwendungen, nahezu unverändert entwickelt hat. Wird das Finanzergebnis (zzgl. Finanzerträge) zur Berechnung des Zinsdeckungsgrades herangezogen, dann weist EYEMAXX einen Wert in Höhe von 2,4 (VJ: 2,8) auf, was in unseren Augen einen ausreichenden Sicherheitspuffer darstellt.

Zinsaufwand (in Mio. €) und Zinsdeckungsgrad



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

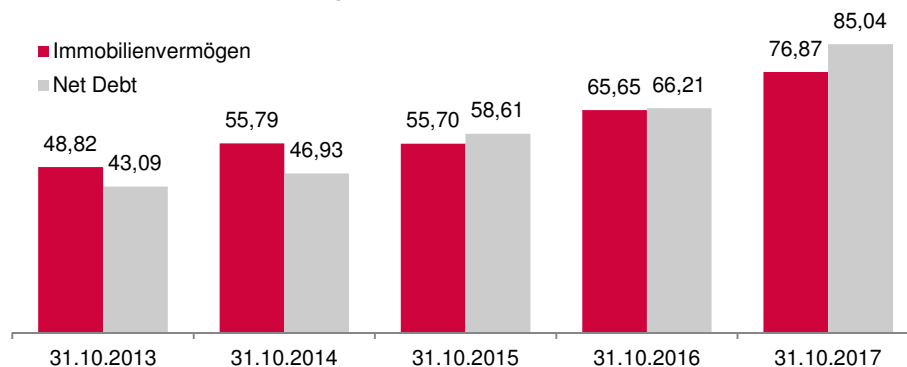
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.10.2017

in Mio. €	31.10.2015	31.10.2016	31.10.2017
Eigenkapital (EK-Quote in %)	28,53 (30,3 %)	38,01 (31,9%)	50,10 (33,4%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	62,47	69,54	100,81
Kurzfristige liquide Mittel	3,86	3,33	15,77
Net Debt	58,61	66,21	85,04
Anlagevermögen	55,70	65,65	76,87
Cashflow (operativ)	-0,76	-5,84	-6,80
Cashflow (Investition)	-0,32	-3,79	-12,16
Cashflow (Finanzierung)	4,04	6,70	21,68

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

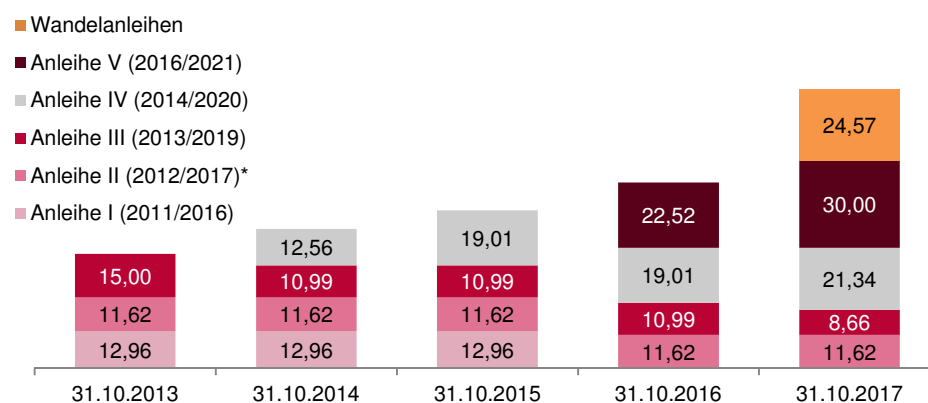
Wertansatz Immobilienvermögen vs. Net Debt (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Finanzierung des Projektausbaus wird von EYEMAXX größtenteils über Fremdkapital gestemmt. Diesbezüglich hat die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren insgesamt fünf Unternehmensanleihen emittiert, wobei zum Bilanzstichtag 30.10.17 noch vier Anleihen in einem Volumen in Höhe von 71,62 Mio. € ausstehend waren.

Anleihen der EYEMAXX Real Estate AG



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; *nach dem Bilanzstichtag zurückgezahlt

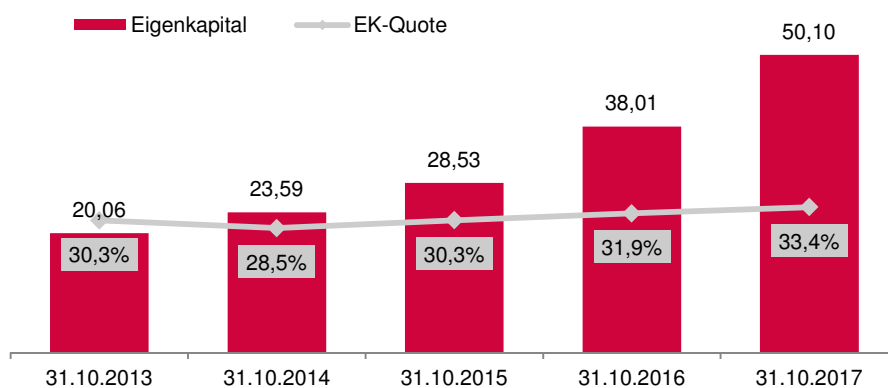
Nach dem Bilanzstichtag wurde die zweite Unternehmensanleihe (Volumen: 11,62 Mio. €) planmäßig zurückgeführt. Darüber hinaus stehen zum Bilanzstichtag zwei im abgelaufenen Geschäftsjahr emittierte Wandelanleihen in einem Volumen in Höhe von insgesamt 24,57 Mio. € aus.

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

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

Eine weitere Verbesserung des Eigenkapitals dürfte auch vor dem Hintergrund der nach dem Bilanzstichtag erfolgten Kapitalerhöhung sichtbar werden. Im November 2017 hatte EYEMAXX im Rahmen einer Kapitalerhöhung einen Bruttoemissionserlös in Höhe von 5,65 Mio. € eingeworben und damit die Basis für weitere Projektinvestitionen ausgebaut.

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • EYEMAXX wird von einem sehr erfahrenen Management mit guten Netzwerkkontakten geführt. • EYEMAXX verfügt über einen umfangreichen Track Record. Seit 2006 wurden Projekte in einem Umfang von mehr als 340 Mio. € finalisiert. • Das umfangreiche Portfolio ist stark diversifiziert und damit über verschiedene Risikoklassen gestreut. • Die Gesellschaft ist ein erfahrener Anleihenmittler mit bereits zwei zurückgeführten Unternehmensanleihen. • Hoher „Leverage“-Effekt lässt mit geringen Investitionsvolumen hohe Projektvolumina stemmen. • Mieterlöse in Höhe von 3,7 Mio. € sind ein stabilisierender Faktor für die EYEMAXX-Geschäftsentwicklung. 	<ul style="list-style-type: none"> • Das Projektgeschäft weist eine typischerweise hohe Umsatz- und Ergebnisvolatilität auf. • Für die Großprojekte werden Partnerschaften eingegangen, was ein mögliches Abhängigkeitsverhältnis schafft. • Es stehen in den kommenden Geschäftsjahren noch hohe Refinanzierungsvolumina an. Mit der Anleiheemission klettert die Nettoverschuldung an.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • EYEMAXX verfügt über eine umfangreiche Projektpipeline in Höhe von über 750 Mio. €. Das operative Geschäft der kommenden fünf Geschäftsjahre ist damit sichergestellt. • Schlanke Organisationsstruktur ermöglicht schnelle Prüfverfahren sowie die Realisierung von Skaleneffekten bei entsprechenden Steigerungen der Gesamtleistung. • Verbesserung der Finanzierungsstruktur ermöglicht überproportionale Gewinnsteigerungen. • Hohe EK-Quote in Höhe von über 30 % ermöglicht weiteren Ausbau des Finanzierungsspielraums. • Deutliche Verbesserung der Bonitätskennzahlen erwartet. 	<ul style="list-style-type: none"> • Großvolumige Projekte steigern das potenzielle Klumpenrisiko der Gesellschaft. • Mögliche Zinssteigerungen könnten die Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeimmobilien nachteilig beeinflussen. • Es besteht ein Refinanzierungsrisiko, sofern die Rückzahlung einer Anleihe ansteht und zu dem gegebenen Zeitpunkt keine Projektfinalisierung oder Anschlussfinanzierung erfolgt.

Prognosen

in Mio. €	GJ 16/17	GJ 17/18e	GJ 18/19e	GJ 19/20e
Umsatzerlöse	5,00	7,79	8,22	8,50
Gesamtleistung (GL)*	23,58	26,48	26,99	28,30
EBITDA (Marge in % auf GL)	14,56 (61,7%)	17,25 (65,2%)	17,58 (65,1%)	18,70 (66,1%)
EBIT (Marge in % auf GL)	14,25 (60,4%)	16,95 (64,0%)	17,28 (64,0%)	18,40 (65,0%)
Jahresüberschuss	6,62	8,98	11,95	12,31

Quelle: GBC AG; *Gesamtleistung nach eigenen Berechnungen

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

Projekt	Land	Assetklasse	Projektvolumen bei Verkauf in Mio. €
Sonnenhöfe, Schönefeld	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	170,0
Vivaldi-Höfe, Schönefeld	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	168,0
Offenbach	Deutschland	Gewerbe	18,4
Wien, Lainzer Straße	Österreich	Wohnen	10,1
Bonn	Deutschland	Gewerbe	18,8
Mixed Use Mannheim	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	177,0
Wien, Siemensstraße	Österreich	Wohnen	23,4
Wien-Vösendorf	Österreich	Wohnen	9,2
Wien, Rustenfeldgasse	Österreich	Wohnen	7,3
Logistikzentrum Belgrad - Phase I	Serbien	Gewerbe	11,5
FMZ Krnov	Tschechien	Gewerbe	4,3
FMZ Louny	Tschechien	Gewerbe	7,4
FMZ Malbork	Polen	Gewerbe	6,2
Logistikzentrum Belgrad - Phase II	Serbien	Gewerbe	21,6
FMZ Elk	Polen	Gewerbe	9,3
Retail Park Belgrad	Serbien	Gewerbe	18,1
Factory Outlet Belgrad Phase I	Serbien	Gewerbe	20,5
Pflegeheim Waldalgesheim	Deutschland	Pflege	13,5
Wohnbau Potsdam	Deutschland	Wohnen	18,1
Lindauer Hafen, Leipzig	Deutschland	Wohnen	25,0
Summe			757,7

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

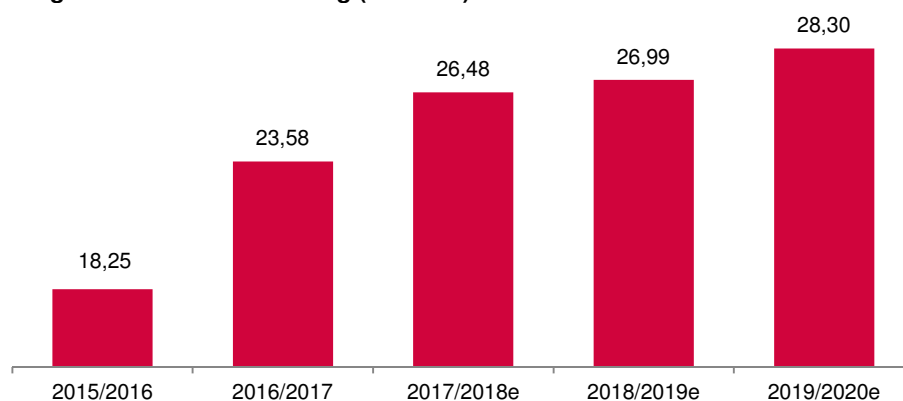
Die Projektfinanzierung findet dabei auf Ebene der jeweiligen Projektgesellschaft statt. Für das von der Projektgesellschaft aufzubringende Eigenkapital in Höhe von 15-30 % der Gesamtinvestitionssumme kann EYEMAXX auf Ebene der Konzernobergesellschaft sowohl Eigen- als auch Fremdkapital aufbringen. So sollen beispielsweise für die Finanzierung des bereits veräußerten Teilbereichs „Hotelentwicklungen“ des Mannheimer Projektes mit einem Projektvolumen in Höhe von 42 Mio. € rund 37,5 Mio. € auf Bankfinanzierungen entfallen und ca. 4,0 Mio. € auf Projekt-Eigenkapital (inkl. Mezzanine-Kapital) entfallen.

Es wird ersichtlich, dass mit einem vergleichsweise geringen aufzubringenden Kapital hohe Projektvolumina gestemmt werden können. EYEMAXX wird darüber hinaus einen kontinuierlichen Abverkauf von Projekten vornehmen, wodurch Liquidität freigesetzt werden wird. So befinden sich die Projekte Rustenfeldgasse in Wien (Verkaufsvolumen: 7,3 Mio. €), Lindauer Hafen in Leipzig (Verkaufsvolumen: 25,0 Mio. €) oder Park Apartments in Potsdam (Verkaufsvolumen: 18,1 Mio. €) in der finalen Erstellungsphase und sollen noch im laufenden Kalenderjahr fertiggestellt werden. Mit Veräußerung dieser Projekte und entsprechendem Liquiditätszugang verfügt EYEMAXX über eine ausreichende Finanzkraft, um die umfangreiche Projektpipeline zu finanzieren.

Folglich sollen die Mittel aus der aktuellen Anleiheemission primär für die Finanzierung neuer Projekte verwendet werden. Es wurden bereits großvolumige Wohnimmobilienprojekte sowie gemischt genutzte Projekte identifiziert, für die die Finanzierung der nachrangigen Mittel für den Grundstücksankauf noch aufzubringen ist. EYEMAXX plant rund 12,0 Mio. € der Erlöse aus der Anleiheemission für die Grundstücksankäufe zu verwenden. Darüber hinaus sollen 15,0 Mio. € für den weiteren Ausbau der Projektpipeline sowie für die Ausweitung des Immobilienbestandes verwendet werden. Da die Anleiheemission ein Umtauschangebot an die Inhaber der Unternehmensanleihe 2013/2019 (ausstehendes Volumen: 8,66 Mio. €) enthält, gehen wir in unseren Prognosen von einer vollständigen Annahme dieses Angebotes aus. Bei einem Brutto-Liquiditätszufluss in Höhe von 21,34 Mio. € sollte die Gesellschaft gemäß Verwendungszweck 12,0 Mio. € für den Erwerb der konkret identifizierten Grundstücke verwendet werden. Die restlichen verfügbaren Mittel sollen für die Erweiterung und Modernisierung der Bestandsimmobilien verwendet werden.

Wir passen unsere bisher veröffentlichten Gesamtleistungs- und Ergebnisprognosen (siehe Researchstudie Anno vom 13.03.2018) um den geplanten Zugang der neuen Projekte an. Nach wie vor wird dabei die Gesamtleistung der EYEMAXX in den kommenden Geschäftsjahren von den drei Großprojekten sowie von der allgemeinen Abarbeitung der umfangreichen Projektpipeline geprägt sein. Grundsätzlich gehen wir dabei von einer Etablierung der Gesamtleistung auf einem hohen Niveau oberhalb von jährlich 26,0 Mio. € aus.

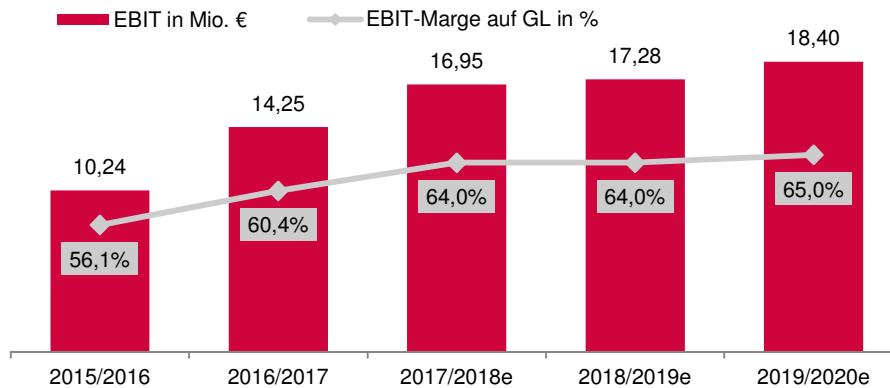
Prognose der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle GBC AG

Aufgrund des nach wie vor hohen Anteils der At-Equity-Erträge, in denen die Nachsteuererträge der Projektgesellschaften enthalten sind, wird EYEMAXX ein unverändert hohes Rentabilitätsniveau vorweisen. Da wir davon ausgehen, dass der überwiegende Teil der neuen Investitionen aus der Anleiheemission nicht voll konsolidiert sein wird, sollte sich daher die höhere Gesamtleistung nahezu in gleicher Höhe auf das prognostizierte EBIT auswirken. Unter Berücksichtigung der typischen Holdingkosten rechnen wir unverändert mit einer EBIT-Marge in Höhe von jeweils über 60 %.

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



Quelle: GBC AG

Mit der Emission der neuen 30,0 Mio. €-Unternehmensanleihe gehen wir zwar von einem Anstieg der Zinsaufwendungen aus, diese könnten jedoch bei einer hohen Annahme des Umtauschangebotes nur unterproportional zulegen. Darüber hinaus sollte sich mit der Vollplatzierung der mit einem Kupon in Höhe von 5,5 % ausgestatteten Anleihe die durchschnittliche Verzinsung weiter reduzieren. Die noch ausstehenden drei Unternehmensanleihen weisen einen Kupon von jeweils höher als 7,0 % auf. Zwar erwarten wir kurzfristig einen Anstieg des Zinsaufwands auf 9,36 Mio. € (2016/2017: 8,99 Mio. €), dieser sollte mit der erwarteten Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen (Volumen: 24,57 Mio. €) sowie der anstehenden Rückzahlung der Anleihe 2014/2020 in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive abnehmen.

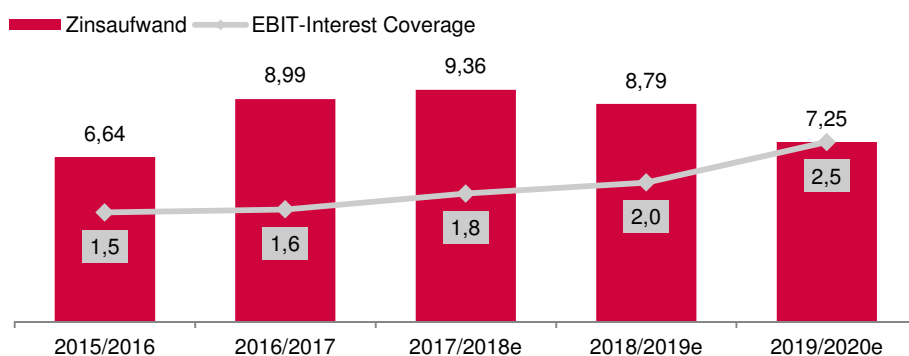
Prognose der Bonitätskennzahlen

in Mio. €	GJ 16/17	GJ 17/18e	GJ 18/19e	GJ 19/20e
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,62	1,84	2,00	2,58
EBIT-Zinsdeckungsgrad	1,58	1,81	1,96	2,54
EK-Quote	33,4%	40,0%	51,2%	69,8%
Total Debt/EBITDA	6,92	6,25	4,95	3,27
Total Net Debt/EBITDA	5,84	5,30	4,43	1,68
Risk Bearing Capital	27,4%	34,4%	47,2%	56,8%
Total Debt/Capital	69,7%	63,0%	49,4%	38,3%

Quelle: GBC AG

Der nur kurzfristige Anstieg des Zinsaufwandes in Verbindung mit einem nachhaltigen Ausbau des operativen Ergebnisses sollte sich schnell in einer weiteren Verbesserung des Zinsdeckungsgrades wiederfinden. Nachdem sich sowohl der EBITDA- als auch der EBIT-Zinsdeckungsgrad in den vergangenen Geschäftsjahren auf einem Niveau zwischen 1,5 und 1,8 eingependelt hatten, rechnen wir in den kommenden Geschäftsjahren mit einer deutlichen Verbesserung des Zinsdeckungsgrades:

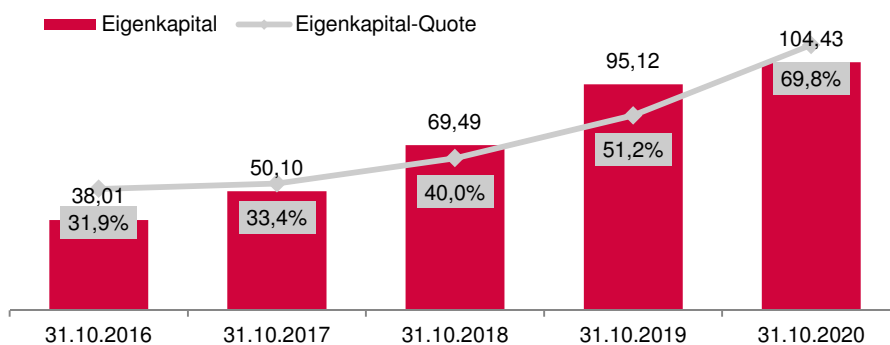
Zinsaufwand (in Mio. €) und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

Die positiven Nachsteuerergebnisse sowie die erwartete Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen in Höhe von 24,57 Mio. € sollten einen deutlichen Anstieg des Eigenkapitals auf über 50 % in den kommenden Geschäftsjahren nach sich ziehen. Neben der Ergebnisthesaurierung dürfte sich hier zudem die erwartete Wandlung der ausstehenden Wandelanleihen (ausstehendes Volumen: 24,57 Mio. €) positiv auf die Eigenkapitalentwicklung auswirken. Ohnehin weist EYEMAXX, da die Mehrheit der Projektgesellschaften nicht vollkonsolidiert und daher nur der Wertansatz als At-Equity-Beteiligung erfasst ist, eine für Immobiliengesellschaften vergleichsweise hohe EK-Quote auf.

Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: GBC AG

ANLEIHEKONDITIONEN

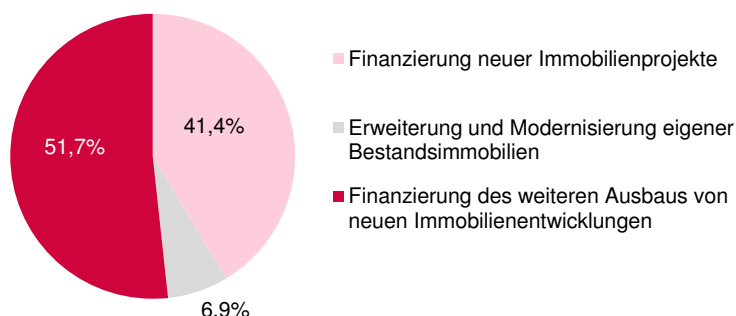
Stammdaten der 5,50 % EYEMAXX Real Estate AG - Anleihe	
ISIN:	DE000A2GSSP3
WKN:	A2GSSP
Emissionsvolumen (geplant):	bis zu 30,00 Mio. €
Angebotszeitraum:	19.04.2018 - 24.04.2018
Stückelung:	1.000 €
Laufzeit (5 Jahre):	26.04.2018 - 25.04.2023
Kupon (effektiv):	5,50 % p.a. (5,576 %)
Kuponzahlungen:	halbjährlich (am 26.04 und 26.10)
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Vorzeitiger Rückzahlungskurs: (nach Wahl der Emittentin)	bis 25.04.2021: 100% zzgl. aufgelaufener Zinsen und 25,00 € je Schuldverschreibung bis 25.04.2022: 100% zzgl. aufgelaufener Zinsen und 12,50 € je Schuldverschreibung bis 25.10.2022: 100% zzgl. aufgelaufener Zinsen und 6,25 € je Schuldverschreibung
Börsennotierung:	Open Market der Deutsche Börse AG

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

EYEMAXX Real Estate AG plant die Emission einer 5,50 %-Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu 30,00 Mio. €. Je nach Umfang der Platzierung rechnet die Emittentin mit Platzierungskosten von bis zu 1,00 Mio. €, so dass im Falle einer Vollplatzierung ein Nettoemissionserlös von bis zu 29,00 Mio. € erwartet wird.

Gemäß der im Wertpapierprospekt dargestellten geplanten Mittelverwendung sollen zunächst ca. 12,00 Mio. € (rund 41,0 % des Nettoemissionserlöses) zur Finanzierung der erforderlichen nachrangigen Mittel für neue Immobilienprojekte verwendet werden. Im zweiten Schritt ist es geplant ca. 2,0 Mio. € des Anleiheerlöses (rund 7,00 % des Nettoemissionserlöses) für die Erweiterung und Modernisierung einzelner eigener Bestandsimmobilien zu verwenden. Im dritten Schritt sollen Emissionserlöse von ca. 15,00 Mio. € (rund 52,0 % des Nettoemissionserlöses) der Finanzierung des weiteren Ausbaus von neuen Immobilienentwicklungen im Rahmen der Erweiterung der Projektpipeline und des Bestandsportfolios sowie der Stärkung des Working Capitals dienen.

Mittelverwendung gemäß Wertpapierprospekt



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

EYEMAXX wird vom 03.04.18 bis 16.04.18 den Gläubigern der 7,875 % Unternehmensanleihe (2013/2019) ein Umtauschangebot im Verhältnis 1:1 zzgl. der aufgelaufenen Stückzinsen der Schuldverschreibung sowie einer Zahlung in Höhe von 23,75 € (ent-

spricht dem entgangenen Zinssatz eines Jahres zwischen den beiden Kupons in Höhe von 5,5 % und 7,875 %). Soweit Umtauschufträge in Höhe von maximal 8.66 Mio. € angenommen werden, reduziert sich der Emissionserlös in Hinblick auf die zufließenden Barmittel entsprechend.

Weitere Verpflichtungen der EYEMAXX:

EYEMAXX verpflichtet sich, keine Gewinnausschüttungen vorzunehmen, die 40 % des jährlichen IFRS-Jahresüberschusses überschreiten. Zudem dürfen Gewinnausschüttungen nur dann vorgenommen werden, wenn das Konzerneigenkapital gemäß IFRS-Rechnungslegungsstandards einen Wert von mehr als 30,00 Mio. € ausweist. Damit ist ein zusätzlicher Sicherheitspuffer für die Anleihegläubiger gegeben.

Auch verpflichtet sich die Emittentin, während der Laufzeit der Anleihe eine Eigenkapitalquote von mindestens 20 % aufrechtzuerhalten.

Werden von der Emittentin Gewinnausschüttungen vorgenommen, wenn das Konzerneigenkapital gemäß IFRS-Rechnungslegungsstandards einen Wert von weniger als 40,00 Mio. € ausweist oder eine Eigenkapitalquote von mindestens 25 % während der Laufzeit der Anleihe nicht aufrechterhalten werden kann, so führt dies zu einer einmaligen (für eine Zinsperiode) Erhöhung des Zinssatzes um 0,5 % p.a. auf dann 6,0 % p.a..

ANLEIHEBEWERTUNG/MARKTVERGLEICH

Anleihe	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Emissionsdatum	Laufzeitende
SAF HOLLAND S.A. (2012/2018)	7,000%	5,5	0,506%	BBB	75,00	31.10.2012	26.04.2018
IPSAK mbH (2012/2019)	6,750%	7	4,562%	BBB	30,00	05.12.2012	06.12.2019
EYEMAXX Real Estate AG (2013/2019)	7,875%	6	4,980%	BB	15,00	26.03.2013	25.03.2019
PNE Wind AG (2013/2018)	8,000%	5	1,035%	BB	100,00	15.05.2013	01.06.2018
Stern Immobilien AG (2013/2018)	6,250%	5	21,503%	B+	20,00	23.05.2013	22.05.2018
SANHA GmbH & Co. KG (2013/2023)	7,750%	5	11,855%	B-	37,50	04.06.2013	04.06.2023
Metalcorp Group B.V. (2013/2018)	8,750%	5	7,299%	BB	75,00	27.06.2013	26.06.2018
Deutsche Rohstoff AG (2013/2018)	8,000%	5	5,999%	BB	62,50	11.07.2013	11.07.2018
BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG (2013/2020)	6,500%	7	4,662%	BBB-	15,00	30.07.2013	30.07.2020
Ferratum Capital Germany GmbH (2013/2018)	8,000%	5	4,036%	BBB+	25,00	16.10.2013	21.10.2018
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (2014/2019)	7,500%	5	4,286%	B	25,00	04.03.2014	04.03.2019
Semper idem Underberg (2014/2021)	6,125%	7	3,907%	BB-	30,00	07.07.2014	07.07.2021
EYEMAXX Real Estate AG (2014/2020)	8,000%	5,5	7,283%	BB	30,00	30.09.2014	30.03.2020
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (2015/2021)	7,500%	6	5,218%	B	25,00	17.02.2015	17.02.2021
Jacob Stauder GmbH & Co. KG (2015/2022)	6,500%	7	3,754%	B+	10,00	08.06.2015	08.06.2022
Semper idem Underberg (2015/2020)	5,375%	5	3,254%	BB-	30,00	06.07.2015	06.07.2020
Joh. Friedrich Behrens AG (2015/2020)	7,750%	5	4,604%	BB-	25,00	11.11.2015	11.11.2020
Semper idem Underberg (2015/2018)	5,000%	3	3,840%	BB-	20,00	11.12.2015	11.12.2018
EYEMAXX Real Estate AG (2016/2021)	7,000%	5	4,837%	BBB-	30,00	17.03.2016	17.03.2021
Karlsberg Brauerei GmbH	5,250%	5	2,205%	BB-	40,00	28.04.2016	27.04.2021
Ferratum Capital Germany GmbH (2016/2018)	4,875%	3	4,333%	BBB+	25,00	22.06.2016	21.10.2018
Schalke 04 e.V. (2016/2021)	4,250%	5	1,980%	BB-	15,89	07.07.2016	07.07.2021
Schalke 04 e.V. (2016/2023)	5,000%	7	2,736%	BB-	34,11	07.07.2016	07.07.2023
Deutsche Rohstoff AG (2016/2021)	5,625%	5	4,496%	BB	75,00	20.07.2016	20.07.2021
Hörmann Industries GmbH (2016/2021)	4,500%	5	2,338%	BB	30,00	21.11.2016	21.11.2021
Freund & Partner GmbH (2016/2024)	6,000%	7	4,253%	BBB-	25,00	01.12.2016	01.03.2024
eterna Mode Holding (2017/2022)	7,750%	5	4,898%	B+	25,00	03.03.2017	03.03.2022
Metalcorp Group B.V. (2017/2022)	7,000%	5	7,122%	BB	70,00	06.06.2017	06.06.2022
Homann Holzwerkstoffe GmbH (2017/2022)	5,250%	5	4,261%	B+	60,00	14.06.2017	14.06.2022
Ferratum Capital Germany GmbH (2017/2018)	4,000%	1	3,551%	BBB+	20,00	26.07.2017	21.10.2018
Metalcorp Group B.V. (2017/2022)	7,000%	5	6,424%	BB	50,00	02.10.2017	02.10.2022
Euroboden GmbH (2017/2022)	6,000%	5	4,712%	BB-	25,00	10.11.2017	10.11.2022
VEDES AG (2017/2022)	5,000%	5	4,334%	B+	20,00	17.11.2017	17.11.2022
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (2017/2023)	7,250%	6	5,377%	B	15,00	08.12.2017	08.12.2023
Freund & Partner GmbH (2017/2022)	3,500%	5	3,085%	BBB-	10,00	01.12.2017	01.12.2022
Median	6,500%		4,334%				
EYEMAXX Real Estate AG (2018/2023)	5,500%	5	5,580%	BB	30	26.04.2018	25.04.2023

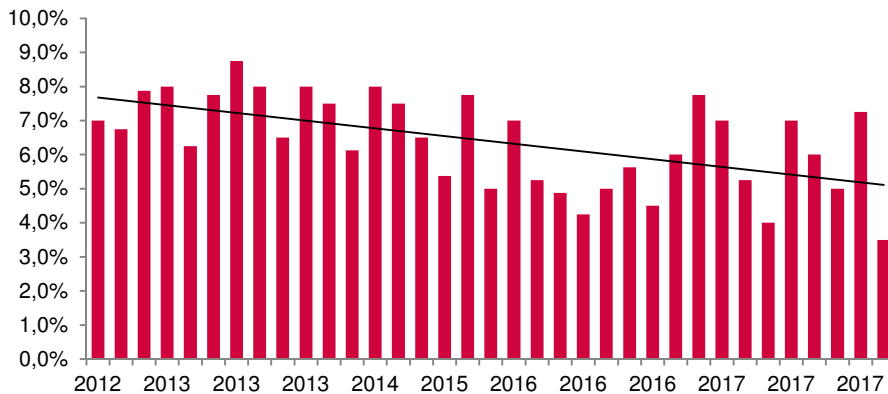
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Wir haben für die Bewertung der in der Emission befindlichen EYEMAXX-Anleihe zunächst im Rahmen eines Marktvergleichs alle derzeit notierten „Mittelstandsanleihen“ mit einem aktuell gültigen Rating einbezogen. Im Rahmen des Marktvergleichs haben wir eine Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale vorgenommen, um die relative Attraktivität zu untersuchen. Ein wesentlicher Bestandteil der Marktbewertung ist dabei der aus dem Kupon abgeleitete Effektivzins.

Ohne weiteren Einbezug der Ratingnote, also des extern bewerteten Risikos, liegt der Effektivzins der geplanten EYEMAXX-Unternehmensanleihe mit 5,58 % (aufgrund halbjährlicher Zinszahlung liegt der Effektivzins leicht höher als der Nominalzins) deutlich oberhalb des aktuellen Marktmedians in Höhe von 4,33 %. Zwar weisen die Anleihen des Marktvergleiches auf Ebene des Nominalzinses höhere Kupons auf, aufgrund des aktuell weiterhin niedrigen Zinsumfelds und den daraus resultierenden „Über-Par“-Kurse bei den Mittelstandsanleihen hat sich der Markt-Effektivzins in den letzten Jahren sukzessive reduziert.

Aber auch auf Ebene der Kupons (Nominalverzinsung) hat in den vergangenen Jahren eine rückläufige Entwicklung stattgefunden. Der gleitende Durchschnitt bei Kupons liegt derzeit bei 5,25 %, nachdem dieser noch bei den Anleiheemissionen im Jahr 2012/2013 bei deutlich über 7,5 % lag. Insofern liegt der Kupon der geplanten EYEMAXX-Unternehmensanleihe mit 5,58 % auch oberhalb des aktuellen Markttrends:

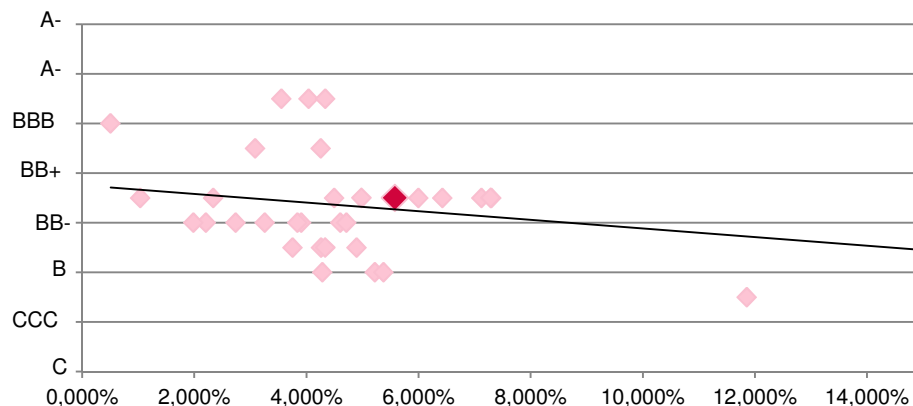
Entwicklung der Anleihekupons im Zeitlauf



Quelle: GBC AG

Beim Einbezug des Risikos (ausgedrückt durch die Ratingnote), wobei wir hier lediglich die Unternehmensratings ohne Berücksichtigung der spezifischen Anleiheratings einbezogen haben, haben wir eine **überdurchschnittliche Attraktivität** der geplanten EYEMAXX-Anleihe ermittelt. Dies wird insbesondere anhand der Regressionsanalyse innerhalb einer Rating Effektivzinsmatrix ersichtlich, wobei die EYEMAXX-Anleihe um 5,4% oberhalb der Regressionsgeraden liegt:

Rating/Effektivzinsmatrix



Quelle: GBC AG

Wir vergeben daher 4 von 5 GBC-Falken und stufen damit die geplante 5,5%-EYEMAXX-Unternehmensanleihe mit überdurchschnittlich attraktiv ein.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,10,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten

- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de