



## Researchstudie (Update)



**„Finanzierung der Projektpipeline gesichert;  
Weiteres Ergebniswachstum im Rahmen der  
neuen Strategie erwartet; Rating KAUFEN“**

**Kursziel: 11,90 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

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

### Kaufen

**Kursziel: 11,90**

aktueller Kurs: 5,00  
6.7.2012 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94

WKN: A0V9L9

Börsenkürzel: BNT1

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,651

Marketcap<sup>3</sup>: 13,26  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 25,72  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 10,0 %

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

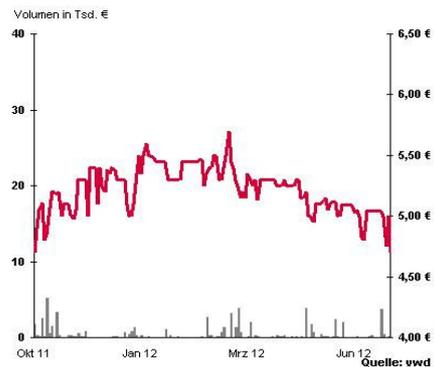
Fokus: Entwicklung von Fachmarktzentren,  
Budgethotels, Logistikkimmobilien

Mitarbeiter: 26 Stand: 31.10.2011

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 200 Mio. erfolgreich realisiert und verkauft.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2011	31.10.2012e	31.10.2013e	31.10.2014e
Gesamtleistung (GL)	2,83	7,55	11,15	13,95
EBITDA	1,94	3,40	6,15	7,70
EBIT	1,77	3,23	5,98	7,53
Jahresüberschuss	1,35	2,49	5,39	7,39

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,94	2,03	2,79
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,81	1,11

### Kennzahlen

EV/GL	9,09	3,41	2,31	1,84
EV/EBITDA	13,26	7,56	4,18	3,34
EV/EBIT	14,53	7,96	4,30	3,42
KGV	9,82	5,33	2,46	1,79
KBV	0,89			

### Finanztermine:

**Datum: Ereignis**  
19.09.2012: Veröffentlichung Q3-Bericht  
05.12.2012: 14. MKK  
28.02.2013: Testierter Jahresabschluss

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

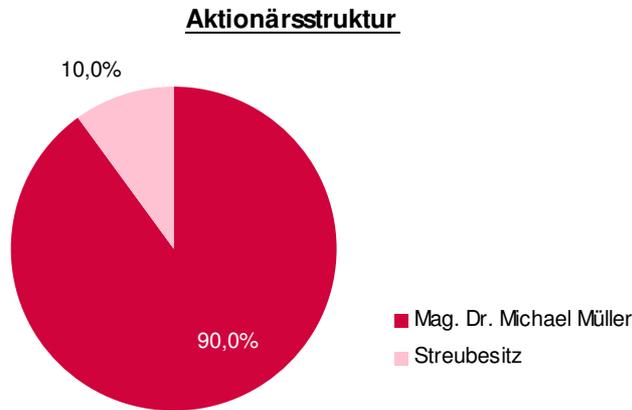
**Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating**  
13.02.12: RS / 9,85 / KAUFEN

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.

# Unternehmen

## Aktionärsstruktur

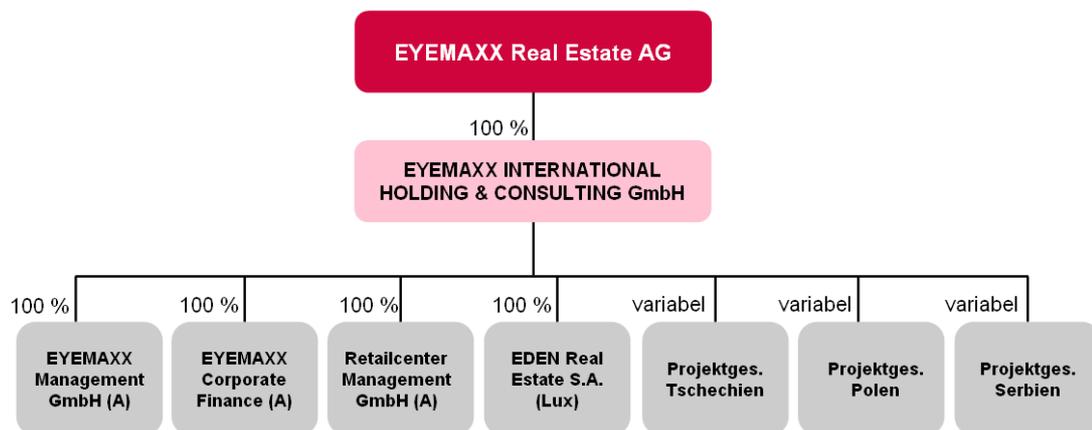
Anteilseigner	Anteile
Mag. Dr. Michael Müller	90,0 %
Streubesitz	10,0 %



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Nach dem Bilanzstichtag hat die EYEMAXX Real Estate AG (im Folgenden: EYEMAXX) ihre Eigenkapitalposition durch die Ausgabe von 100.000 Aktien zu einem Preis von 5,00 je Aktie weiter gestärkt. Durch die Platzierung an Investoren im In- und Ausland konnte somit der Streubesitz von zuvor ca. 5,0 % auf 10,0 % nahezu verdoppelt werden. Im Rahmen unterschiedlicher Kapitalmaßnahmen soll der Streubesitz darüber hinaus weiter vergrößert werden. Von der Gesellschaft wird mittel- bis langfristig eine Größenordnung von 25 % bis 30 % anvisiert.

## Konsolidierungskreis



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

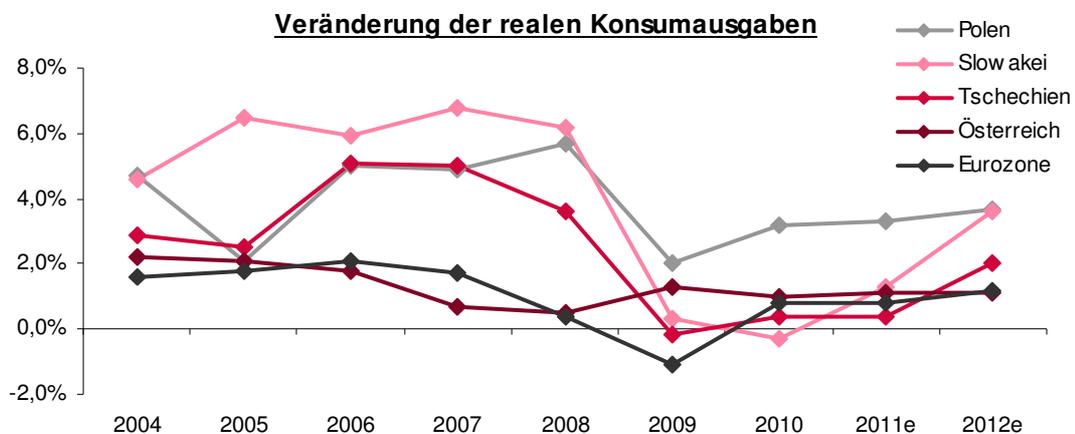
Der dargestellte vereinfachte Konsolidierungskreis weist einen für Immobilienentwicklungsgesellschaften typischen Holdingcharakter auf. Demnach werden einzelne Projektentwicklungen in hierfür vorgesehene Projektgesellschaften (so genannte SPV: Special Purpose Vehicle) realisiert. Über die Töchtergesellschaften EYEMAXX Management GmbH, EYEMAXX Corporate Finance GmbH und Retailcenter Management GmbH werden gruppenübergreifend Dienstleistungen (im operativen und finanziellen Bereich) erbracht. EDEN REAL ESTATE DEVELOPMENT SA ist eine Gesellschaft, die die Steueroptimierung nach dem Schachtelprinzip unterstützt.

## Markt und Marktumfeld

### Solide Wirtschaftsentwicklung und Unterversorgung in den Zielregionen

Mit der regionalen Konzentration der Errichtung von Fachmarktzentren in den Märkten Mittel- und Osteuropas (Polen, Tschechien, Serbien, Österreich, Deutschland und Slowakei) weist die Geschäftstätigkeit der EYEMAXX eine hohe Abhängigkeit zur wirtschaftlichen Entwicklung dieser Regionen (speziell Konsumententwicklung) auf. Zugleich ausschlaggebend für den Unternehmenserfolg ist die Immobilienmarktentwicklung dieser Regionen.

Ein wichtiges Indiz für die Nachfrage nach Handelsimmobilien findet sich in der Regel in der Konsumententwicklung einer entsprechenden Region. Die für die EYEMAXX wesentlichen Regionen dürften dabei vor dem Hintergrund eines erwarteten konjunkturellen Wachstums von einer Konsumbelebung geprägt sein. Bezeichnend dafür stehen Polen und die Slowakei mit einem erwarteten Konsumanstieg im Jahr 2012 von 3,7 % respektive 3,6 %. Auch Tschechien (+2,0 %) und Österreich (+1,1 %) liegen hinsichtlich der Erwartung steigender Konsumausgaben in etwa auf dem Niveau der Euroländer.



Quelle: Eurostat; EU-Kommission

Einer soliden erwarteten Konsumententwicklung, welche in den Zielregionen der EYEMAXX von einer ebenfalls soliden Konjunktorentwicklung begleitet werden dürfte, steht jedoch eine strukturelle Versorgungslücke entgegen. Gemessen an der Verkaufsflächendichte, weisen beispielsweise Tschechien und Polen noch ein starkes Aufholpotenzial auf. Mit Verkaufsflächen von 940 qm/1.000 Einwohner reihen sich Tschechien und die Slowakei sogar unter dem Niveau Griechenlands ein. Polen liegt mit Verkaufsflächen von 850 qm/1.000 Einwohner leicht über Portugal (Quelle RegioData Research).

Diese Versorgungslücke soll in den kommenden Jahren durch Einzelhandelsunternehmen geschlossen werden. In einer Langzeituntersuchung des Immobilienberaters CB Richard Ellis wurden dabei speziell die EYEMAXX-Zielregionen als Expansionsmärkte identifiziert. Neben Deutschland erweisen sich besonders Polen, Tschechien und Österreich als attraktive Expansionsregionen.

Gemäß Angaben der Gesellschaft ist das Segment der Fachmarktzentren 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, bei Fachmarktzentren 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.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011/2012 - Weitere Verbesserung der Ergebnisse

in Mio. €	1.HJ 2010/2011	Δ	1.HJ 2011/2012
Umsatzerlöse	8,20	-92,9 %	0,58
Gesamtleistung (GL)	8,26	-37,9 %	5,13
EBITDA (in % zur GL)	1,88	+42,3 %	2,68
EBIT (in % zur GL)	1,11	+66,9 %	1,86
EAT	0,75	+77,9 %	1,34

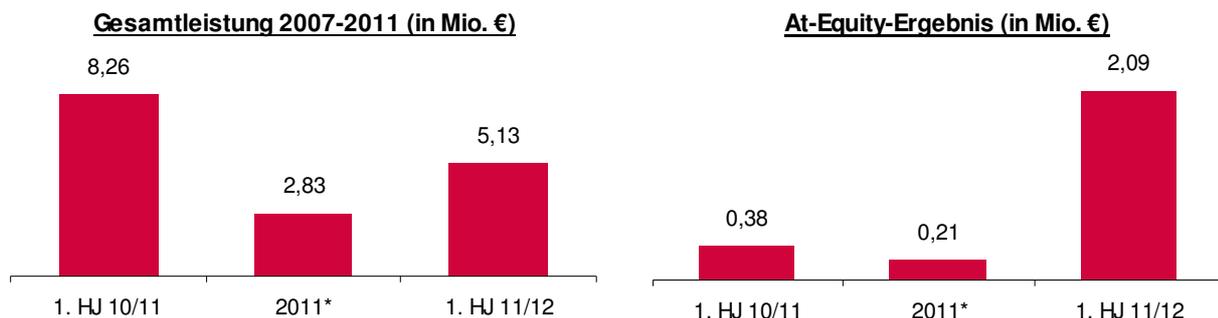
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

#### Umsatzentwicklung - Keine Aussagekraft aufgrund Strategieänderung

Ein Vergleich der Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2011/2011 zur Vorjahresperiode offenbart zunächst erhebliche Diskrepanzen. Der Ausweis eines Umsatzrückgangs von -92,9 % muss jedoch vor dem Hintergrund einer Strategieänderung von „forward sale“-Projekten hin zu eigenfinanzierten Projekten relativiert werden.

Im Rahmen der bisherigen Strategie, wonach die Projekte bereits vor der Fertigstellung veräußert wurden, konnte dadurch in einem frühen Projektstadium eine verlässliche Ermittlung der Verkaufspreise realisiert und somit bereits während der Projektphase Umsatz- und Ergebnisbestandteile erfasst werden. Gemäß neuer Unternehmensstrategie wird der Großteil der Projekte erst nach Fertigstellung veräußert und somit entfällt der Umsatzausweis während der Projektphase.

Darüber hinaus gilt es eine weitere Besonderheit zu beachten. Eine direkte Auswirkung auf die Umsatz- und Ergebnissituation der EYEMAXX haben lediglich vollkonsolidierte Projekte. Künftig soll jedoch der Anteil der nicht vollkonsolidierten Projekte durch das Heranziehen eines Co-Finanzierers ausgebaut werden, was ebenfalls erhebliche Auswirkungen auf den Umsatzausweis der Gesellschaft bedeutet. Denn bei so genannten At-Equity bilanzierten Projektgesellschaften wird lediglich ein saldierter Ergebnisausweis im Beteiligungsergebnis vorgenommen. Da wir das Beteiligungsergebnis der Gesamtleistung zurechnen, ist eine Analyse der Gesamtleistung aussagekräftiger, aber dennoch nicht mit den Vorjahren uneingeschränkt vergleichbar.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG \*Rumpfgeschäftsjahr 01.01.2011-31.10.2011

Ein Vergleich der Gesamtleistung zum Rumpfgeschäftsjahr 2011 (01.01.2011-31.10.2011) offenbart dabei eine positive Tendenz. Das aktuelle Niveau von 5,13 Mio. € liegt um +81,3 % oberhalb der Vorjahres-Gesamtleistung. Dieser Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der deutlichen Zunahme des At-Equity-Ergebnisses, welches von 0,21 Mio. € (Rumpfgeschäftsjahr 2011) auf 2,09 Mio. € zugelegt hat. Das At-Equity-Ergebnis repräsentiert den Projektfortschritt von nicht vollkonsolidierten Beteiligungsgesellschaften und wird künftig eine wichtigere Rolle spielen.

Ebenfalls positiv auf die Entwicklung der Gesamtleistung haben sich Bewertungseffekte

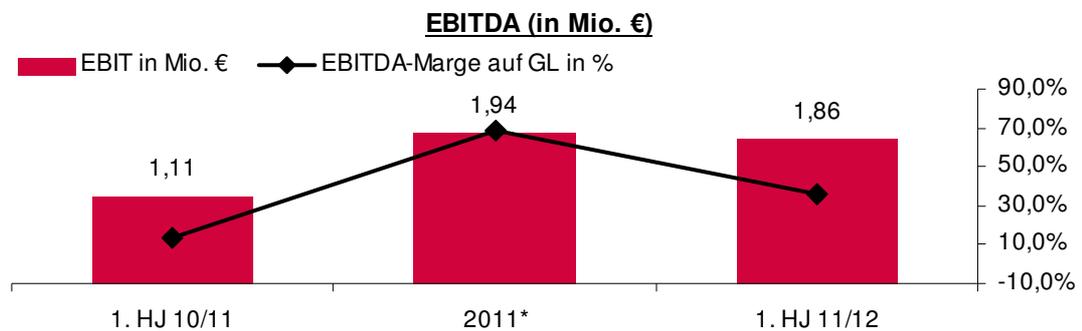
von zwei als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien ausgewirkt. EYEMAXX hatte in der abgelaufenen Berichtsperiode eine vollvermietete Logistikimmobilie in Linz, nach eigenen Angaben unterhalb des Leasingwertes, erworben. Positive Ergebniseffekte haben sich aus der fair value-Bewertung dieser Immobilie in Höhe von 0,33 Mio. € ergeben. Der Bewertungseffekt von insgesamt 1,33 Mio. € beinhaltet darüber hinaus einen positiven Kurseffekt aus einer serbischen Gesellschaft.

### Ergebnisentwicklung - Weitere Verbesserung der Ergebnisrelationen

Die neue Unternehmensstrategie, wonach der Anteil der At-Equity-Gesellschaften ausgebaut werden soll, hat auch einen erheblichen Einfluss auf den Kostenausweis auf Holdingebene. Da die Projektkosten auf Ebene der Projektgesellschaft anfallen, finden diese keinen expliziten Eingang in der Gewinn- und Verlustrechnung der EYEMAXX. Auf Holdingebene werden lediglich die Gewinne der Projektgesellschaften aufgezeigt, was in Konsequenz eine im Verhältnis zur Gesamtleistung nur unterdurchschnittliche Kostenentwicklung nach sich zieht.

Die Situation, wonach die Kosten auf Ebene der Projektgesellschaften entstehen, wird an der Entwicklung der Materialkosten der abgelaufenen Berichtsperiode, gut sichtbar. Insgesamt sind in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2011/2012 rund 0,40 Mio. € angefallen. Dieses niedrige Niveau gibt darüber hinaus die noch geringe Bautätigkeit der vollkonsolidierten Projekte (insbesondere beim Serbischen Projekt) wieder. Gemäß Unternehmensstrategie dürften sich die Materialaufwendungen auf ein verhältnismäßig niedriges Niveau einpendeln.

Die übrigen Kostenpositionen, die vor diesem Hintergrund als Overhead-Kosten klassifiziert werden können, sind tendenziell auf 3,60 Mio. € (vergleichbare Vorjahresperiode: 2,04 Mio. €) angestiegen. Dafür verantwortlich zeichnen sich insbesondere mit 2,78 Mio. € die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche auch einmalige Aufwendungen im Rahmen der Konsolidierung von zwei Tschechischen Projektgesellschaft beinhalten.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG \*Rumpfgeschäftsjahr 01.01.2011-31.10.2011

Aufgrund der beschriebenen Effekte konnte daher die EYEMAXX eine positive Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBITDA) erzielen. Dabei konnte das EBITDA des vergleichbaren Vorjahreszeitraums (1,11 Mio. €) deutlich übertroffen sowie das EBITDA des Rumpfgeschäftsjahres 2011 (1,94 Mio. €) nahezu erreicht werden. Bei einem in der abgelaufenen Berichtsperiode erzielten EBITDA von 1,86 Mio. € lag die entsprechende, auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge bei 36,2 % und damit deutlich oberhalb der historischen Werte. Im Rahmen der Strategieumstellung der EYEMAXX soll künftig eine weitere Verbesserung der EBITDA-Margen erzielt werden.

Abzüglich von derzeit noch verhältnismäßig geringer Finanzaufwendungen sowie Steuer- aufwendungen beläuft sich das Periodenergebnis im ersten Halbjahr 2011/2012 auf 1,34 Mio. €. Gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode (0,75 Mio. €) bedeutet dies eine Zunahme um +77,9 %. Auch diese Kennzahl verdeutlicht die hohe Rentabilität der EYEMAXX-Strategie aber auch die geringe Aussagekraft der Umsatzerlöse.

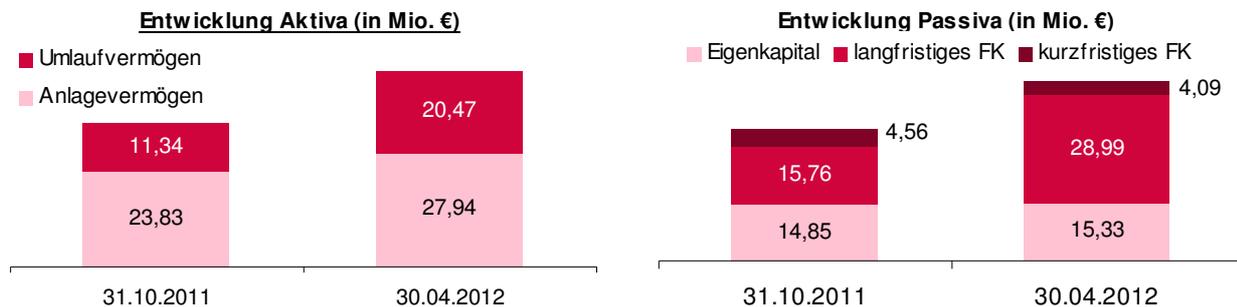
## Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiter solide Bilanzrelationen

in Mio. €	31.10.2011	30.04.2012
Eigenkapital (EK-Quote)	14,85 (42,2 %)	15,33 (31,7 %)
zinstragende Verbindlichkeiten	12,11	23,51
Liquide Mittel	4,05	8,96
Working Capital	3,83	8,26
Anlagevermögen	23,48	27,59

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Vermögenslage der EYEMAXX ist zum Stichtag 30.04.2012 gegenüber der Geschäftsjahresbilanz zum 31.10.2011 insbesondere durch die Emission einer zweiten Unternehmensanleihe geprägt. Deutlich wird dies am signifikanten Anstieg der Anleiheverbindlichkeiten, welche innerhalb von sechs Monaten von 10,48 Mio. € (31.10.11) auf 22,84 Mio. € zugelegt haben. Die Platzierung der zweiten, mit einem Kupon von 7,75 % ausgestatteten Unternehmensanleihe, wurde mit einem Zeichnungsstand von 11,45 Mio. € erfolgreich beendet.

Der zur Finanzierung von Immobilienprojekten emittierte Corporate Bond zeigte sich passivseitig für den Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten auf 23,51 Mio. € (31.10.11: 12,11 Mio. €) verantwortlich. Damit einhergehend weitete sich das Umlaufvermögen der Gesellschaft, hauptsächlich durch einen Anstieg der liquiden Mittel und sonstigen Forderungen auf 20,47 Mio. € (31.10.11: 11,34 Mio. €), aus. Die sonstigen Forderungen repräsentieren im Wesentlichen vergebene Kredite an verbundene Unternehmen, welche im Gegenzug Grundstücke zur Besicherung der Anleihe bereitgestellt haben.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Das Anlagevermögen kletterte demgegenüber von 23,83 Mio. € (31.10.11) auf 27,94 Mio. € nur unterproportional an. Im Wesentlichen wird das Anlagevermögen der Gesellschaft durch das im Geschäftsjahr 2011 vollkonsolidierte Log Center d.o.o. Beograd (Serbien) dargestellt. Das Log Center ist Eigentümerin eines 49 ha großen Grundstückes in Serbien, auf dem mehrere Projekte (Factory Outlet Center, Fachmarktzentrum, Logistikzentrum) realisiert werden.

Erwähnenswert ist die für Immobilienunternehmen unverändert hohe Eigenkapitalquote. Bei einem Eigenkapital von 15,33 Mio. € (31.10.11: 14,85 Mio. €) weist die EYEMAXX eine Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag von 31,7 % (31.10.11: 42,2 %) auf. Der Rückgang der Eigenkapitalquote resultiert dabei lediglich aus der aufgezeigten Ausweitung der Bilanzsumme.

## Prognose und Modellannahmen - Finanzierung der Projektpipeline gesichert

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2011/2012e	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e
Gesamtleistung (GL)	2,83	7,55	11,15	13,95
EBITDA (Marge auf GL)	1,94 (68,6 %)	3,40 (45,0 %)	6,15 (55,2 %)	7,70 (55,2 %)
EBIT (Marge auf GL)	1,77 (62,5 %)	3,23 (42,7 %)	5,98 (53,6 %)	7,53 (53,9 %)
Jahresüberschuss	1,35	2,49	5,39	7,39
EPS	0,53	0,94	2,03	2,79

Quelle: GBC AG

Sowohl die umfangreiche Projektpipeline als auch die künftige Strategie der Gesellschaft dienen als Grundlage der von uns ausformulierten Gesamtleistungs- und Ergebnisprognosen. Die bis zum Ende des Geschäftsjahres 2013/2014 abzuarbeitende Projektpipeline weist dabei ein Gesamtinvestitionsvolumen von rund 111,00 Mio. € auf. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Finanzierung der Projektpipeline in wesentlichen Teilen gesichert ist.

Dabei strebt die EYEMAXX bei den einzelnen Projekten, welche in entsprechenden Projektgesellschaften ausgelagert sind, einen Finanzierungsmix von 30 % Eigenkapital und 70 % Fremdkapital auf und somit beläuft sich der Eigenkapitalbedarf auf Ebene der Projektgesellschaften auf maximal 33,30 Mio. €. Durch die erfolgten Emissionen der beiden Unternehmensanleihen konnte insgesamt ein Anleihevolumen von 24,41 Mio. € eingeworben werden. Gemäß Verwendungszweck stehen hiervon für neue Projekte insgesamt 12,13 Mio. € zur Verfügung. Diese Mittel, welche auf Ebene der EYEMAXX Fremdkapital darstellen, können als eigenkapital-ersetzende Mittel den Projektgesellschaften weitergereicht werden.

Zusätzlich dazu soll der überwiegende Teil der Projekte unter Einbezug eines Finanzierungspartners realisiert werden. Gemäß Beteiligungsstruktur soll der Finanzierungspartner zu 60 % an der jeweiligen Projektgesellschaft beteiligt sein und dementsprechend beläuft sich die anvisierte Beteiligungsquote der EYEMAXX auf 40 %. Im Zuge einer vereinbarten schiefen Gewinnverteilung beschränkt sich der Ertragsteil des Finanzierungspartners auf eine jährlich vereinbarte Verzinsung auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 12,75 %. Dieses Konstrukt hat den Vorteil, dass die EYEMAXX die Projektgesellschaft künftig nicht mehr vollkonsolidieren muss und damit keine Bilanzausweitung (auch auf Ebene des Fremdkapitals) stattfindet. Darüber hinaus geht diese Vorgehensweise mit für die EYEMAXX erheblichen Steuereinsparungen einher. Denn das bereits auf Projektebene besteuerte Beteiligungsergebnis wird auf Holdingebene lediglich mit einer 5%igen Bemessungsgrundlage herangezogen.

Die erlösten Mittel aus den Anleiheemissionen, der Einbezug eines Projektpartners sowie die Tatsache, dass zwischenzeitliche Projektveräußerungen auch Finanzmittel freisetzen, gewähren eine ausreichende Finanzierung der nachfolgenden Projektpipeline (bis 2014).

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen	Geplante Fertigstellung (Stand: 05.07.12)	Geplante Fertigstellung (Stand: 13.02.12)
FMZ Pelhrimov (PL)	2,1 Mio. €	Frühjahr 2013	Herbst 2012
FMZ Kittsee (A)	14,3 Mio. €	Frühjahr 2013	Frühjahr 2013
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	Frühjahr 2013	Herbst 2012
FOC Belgrad (SRB)	13,2 Mio. €	Herbst 2013	Herbst 2013
FMZ Polen III	3,2 Mio. €	Herbst 2013	neu
FMZ Kolin (CZ)	3,2 Mio. €	Herbst 2013	Herbst 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,1 Mio. €	Frühjahr 2014	Herbst 2013
FMZ Malbork (PL)	5,8 Mio. €	Frühjahr 2014	Sommer 2013
FMZ Louny (CZ)	6,5 Mio. €	Frühjahr 2014	Herbst 2013
FMZ Prerov (CZ)	11,1 Mio. €	Frühjahr 2014	neu
Logistikzentrum Belgrad (SRB)	15,6 Mio. €	Frühjahr 2014	Herbst 2013

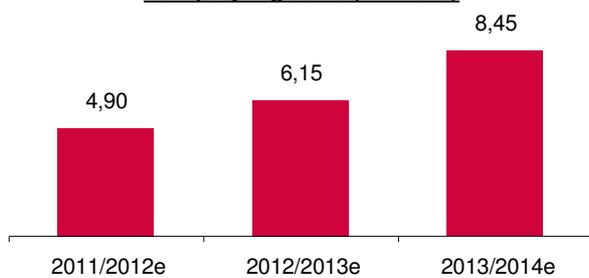
Logistikzentrum NIS (SRB)	10,6 Mio. €	Frühjahr 2014	Herbst 2013
FMZ Polen IV	5,8 Mio. €	Frühjahr 2014	neu
FMZ Belgrad (SRB)	13,9 Mio. €	Herbst 2014	Herbst 2013

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

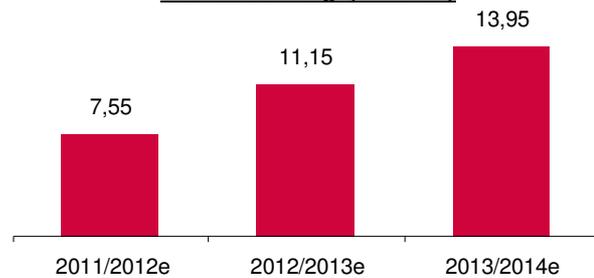
Die leichten Unterschiede der geplanten Fertigstellungstermine zu unserer letzten Researchstudie (siehe Researchstudie vom 13.02.2012) belegen eine vorsichtigere Terminierung und Budgetierung der Projekte durch die EYEMAXX. Gemäß Angaben des Unternehmens werden jedoch nach wie vor die ursprünglichen Fertigstellungstermine anvisiert.

Gemäß Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projektentwicklungen in der Regel nicht vollkonsolidiert werden, stellen unsere erwarteten Umsatzerlöse dabei lediglich die Dienstleistungsumsätze sowie Mieterträge (bspw. Logistikimmobilie Linz) dar. Der wesentliche Beitrag zur Gesamtleistung werden die Beteiligungserträge von At-Equity bilanzierten Projektgesellschaften sein, welche als saldierte Größe in die Gesamtleistung einfließen. Bezieht man den geplanten Deckungsbeitrag innenfinanzierter Projekte von etwa 25,0 % mit ein, so ergibt sich alleine aus den Projekten bis zum Ende des GJ 2013/2014 ein potenzieller Deckungsbeitrag (Beteiligungsergebnis) von etwa 24,00 Mio. €. Nach Abzug des Ergebnisanteils des Co-Finanzierers beläuft sich der Deckungsbeitrag auf etwa 21,00 Mio. €. Wir sind konservativ vorgegangen und rechnen bis zum Geschäftsjahr 2013/2014 mit einem Beteiligungsergebnis von 19,50 Mio. €, welches wir entsprechend unserer Erwartungen der Projektfortschritte folgendermaßen aufteilen:

**At-Equity Ergebnis (in Mio. €)**



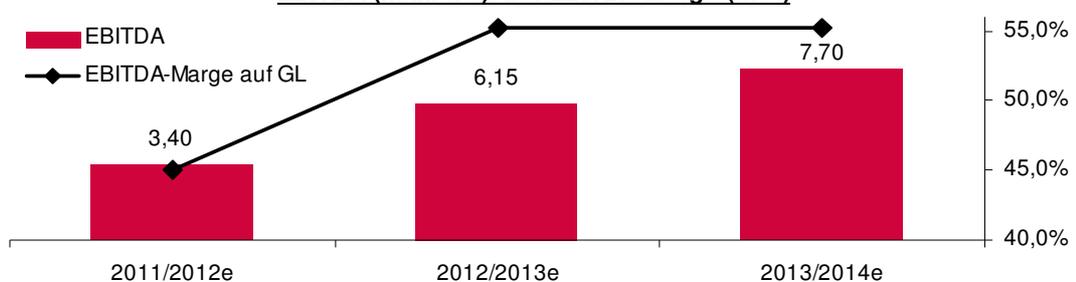
**Gesamtleistung (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

Zuzüglich der erwarteten Miet- sowie Dienstleistungserträgen dürfte daher die Gesamtleistung in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive zunehmen. Parallel hierzu rechnen wir ebenfalls mit einem stetigen Anstieg des operativen Ergebnisses. Auch hier spielt die Tatsache einer zunehmenden Projektentwicklung von nicht vollkonsolidierten Projekten eine wichtige Rolle, denn die hieraus erzielten Ergebnisse sind als Saldo zu verstehen und generieren daher einen nur unterproportionalen Materialkostenanstieg. Dies ist der wesentliche Grund für die Erwartung zunehmender Ergebnismargen, welche sich auf etwa 55,0 % einpendeln sollten.

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



Quelle: GBC AG

Die von uns erwartete EBITDA-Marge für das GJ 2013/2014 dient als Grundlage für unser nachfolgendes DCF-Modell.

## 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 2011/2012, 2012/2013 und 2013/2014 in Phase 1, erfolgt vom Geschäftsjahr 2014/2015 bis zum GJ 2018/2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 54,7 % angenommen. 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 2,00 % (bisher: 2,00 %).

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 (bisher 1,43).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,86 % (bisher: 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 % (bisher: 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 2012/2013 entspricht als Kursziel 14,00 €.

Aufgrund des derzeit noch geringen Streubesitzes von 10 % entsprechen wir einer daraus implizierten geringen Liquidität in der EYEMAXX-Aktie mit einem Abschlag in Höhe von 15 %. Insgesamt konnten wir somit einen gemittelten **fairen Wert je Aktie von 11,90 €** ermitteln. Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 13.02.2012) entspricht dies einer Kurszielerhöhung. Die Anhebung des Kursziels resultiert dabei primär aus Rollierungseffekten, da wir das neue Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2012/2013 ausformuliert haben.

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

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	54,7%	ewige EBITA - Marge	50,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	0,6%
Working Capital zu Umsatz	64,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 11/12e	GJ 12/13e	GJ 13/14e	GJ 14/15e	GJ 15/16e	GJ 16/17e	GJ 17/18e	GJ 18/19e	
Umsatz (US)	7,55	11,15	13,95	14,09	14,23	14,37	14,52	14,66	
US Veränderung	166,9%	47,7%	25,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,18	0,22	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
EBITDA	3,40	6,15	7,70	7,71	7,78	7,86	7,94	8,02	
EBITDA-Marge	45,0%	55,2%	55,2%	54,7%	54,7%	54,7%	54,7%	54,7%	
EBITA	3,23	5,98	7,53	7,49	7,56	7,63	7,71	7,78	
EBITA-Marge	42,7%	53,6%	53,9%	53,2%	53,1%	53,1%	53,1%	53,1%	50,0%
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
zu EBITA	4,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBI (NOPLAT)	3,08	5,94	7,48	7,45	7,51	7,58	7,66	7,74	
Kapitalrendite	11,3%	12,7%	13,1%	12,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	10,7%
Working Capital (WC)	5,00	7,00	9,00	9,09	9,18	9,27	9,37	9,46	
WC zu Umsatz	66,2%	62,8%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	
Investitionen in WC	-1,17	-2,00	-2,00	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	41,70	50,00	53,00	57,00	57,57	58,15	58,73	59,31	
AFA auf OAV	-0,18	-0,18	-0,18	-0,21	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23	
AFA zu OAV	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	-18,40	-8,48	-3,18	-4,21	-0,80	-0,81	-0,81	-0,82	
Investiertes Kapital	46,70	57,00	62,00	66,09	66,75	67,42	68,09	68,77	
EBITDA	3,40	6,15	7,70	7,71	7,78	7,86	7,94	8,02	
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen gesamt	-19,57	-10,48	-5,18	-4,30	-0,89	-0,90	-0,91	-0,92	
Investitionen in OAV	-18,40	-8,48	-3,18	-4,21	-0,80	-0,81	-0,81	-0,82	
Investitionen in WC	-1,17	-2,00	-2,00	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-16,31	-4,36	2,48	3,36	6,85	6,92	6,98	7,05	80,21

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	60,76	70,78
Barwert expliziter FCFs	17,76	23,77
Barwert des Continuing Value	43,00	47,01
Nettoschulden (Net debt)	28,80	33,71
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	31,96	37,07
Fremde Gewinnanteile	0,03	0,04
Wert des Aktienkapitals	32,00	37,11
Ausstehende Aktien in Tsd.	2,651	2,651
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,07	14,00
Liquiditätsabschlag	-15 %	-15 %
Fairer Wert der Aktie in EUR (nach Liquiditätsabschl.)	10,26	11,90

### Kapitalkostenermittlung :

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

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR (nach Liquiditätsabschlag)

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
6,7%	7,46	6,51	5,69	4,96	4,31
8,7%	11,19	9,91	8,79	7,81	6,94
10,7%	14,93	13,31	11,90	10,66	9,56
12,7%	18,67	16,71	15,01	13,52	12,20
14,7%	22,41	20,11	18,12	16,37	14,82

## Fazit

### Finanzierung der Projektpipeline gesichert, Weiteres Wachstum erwartet

Im ersten Halbjahr des GJ 2011/2012 konnte die EYEMAXX Real Estate AG ein weiteres Ergebniswachstum vorweisen. Umsatzseitig wird zwar eine rückläufige Entwicklung sichtbar, ein auf den Umsatz basierender Vergleich zu den Vorperioden ist aufgrund der Strategieänderung der Gesellschaft aber nicht aussagekräftig.

Gut messen lässt sich der Unternehmenserfolg anhand der operativen Ergebniskennzahlen wie etwa dem EBITDA, welches gegenüber der vergleichbaren Vorperiode deutlich zulegen konnte und gleichzeitig in etwa auf dem Niveau des Rumpfgeschäftsjahres 2011 ausgefallen ist. Mit einem EBITDA von 1,86 Mio. € (Vorperiode: 1,11 Mio. €) konnte gleichzeitig eine signifikante Verbesserung der EBITDA-Marge auf 36,2 % erzielt werden. Dieser Wert liegt deutlich oberhalb der historischen Werte, woraus auch die neue Strategie der Gesellschaft abgelesen werden kann.

Denn die EYEMAXX plant die künftige umfangreiche Projektpipeline (Regionen: Polen, Tschechien, Serbien, Österreich, Deutschland und Slowakei) nicht mehr im Rahmen von „forward sale“ sondern als eigenfinanzierte Projekte zu realisieren. Eine weitere Besonderheit der neuen strategischen Ausrichtung ist die Absicht der Gesellschaft, den Großteil der künftigen Projekte nicht mehr der Vollkonsolidierung zuzuführen. Dies kann unter Zuhilfenahme eines Projektpartners umgesetzt werden, welcher zu 60 % an der entsprechenden Projektgesellschaft beteiligt ist und daher der Mehrheitsgesellschafter ist.

Im Zuge einer vereinbarten schiefen Gewinnverteilung beschränkt sich aber der Ertragsteil des Finanzierungspartners auf eine jährlich vereinbarte Verzinsung auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 12,75 %. Dieses Konstrukt hat den Vorteil, dass die EYEMAXX die Projektgesellschaften künftig nicht mehr vollkonsolidieren muss und damit keine Bilanzausweitung (auch auf Ebene des Fremdkapitals) stattfindet. Darüber hinaus geht diese Vorgehensweise mit für die EYEMAXX erheblichen Steuereinsparungen einher. Denn das bereits auf Projektebene besteuerte Beteiligungsergebnis wird auf Holdingebene lediglich mit einer 5%igen Bemessungsgrundlage herangezogen.

Die Einbeziehung eines Projektpartners ist darüber hinaus ein wichtiger Finanzierungsbau-stein der umfangreichen Projektpipeline. Flankierend hierzu hatte die EYEMAXX Real Estate AG zwei Unternehmensanleihen emittiert und ein Gesamtvolumen von 24,41 Mio. € eingeworben. Diese Mittel, welche auf Ebene der EYEMAXX Fremdkapital darstellen, können als eigenkapital-ersetzende Mittel den Projektgesellschaften weitergereicht werden. Insgesamt ist somit die Finanzierung der Projektpipeline sichergestellt.

**Diese dient uns als Grundlage unserer Prognosen sowie des DCF-Bewertungsmodells. Gemäß Bewertungsmodell haben wir einen fairen Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012/2013 von 14,00 € ermittelt. Aufgrund des derzeit noch geringen Streubesitzes von 10 % entsprechen wir einer daraus implizierten geringen Liquidität in der EYEMAXX-Aktie mit einem Abschlag in Höhe von 15 %. Insgesamt konnten wir somit einen gemittelten fairen Wert je Aktie von 11,90 € ermitteln. Angesichts der aktuellen Kursniveaus von 5,00 € ergibt sich somit ein hohes Upsidepotenzial und damit bestätigen wir unser 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), stellvertr. 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](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)