



Credit Research

EYEMAXX Real Estate AG



**Unternehmensanleihe EYEMAXX Real Estate AG
7,75 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

„Stark überdurchschnittlich attraktiv“

„100 % besicherte Anleihe“

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

Fertigstellung: 15.03.2012

Veröffentlichung: 15.03.2012

**Stark
überdurchschnittlich
attraktiv**

**7,75 %
Corporate Bond**

Währung: EUR

Stammdaten:

DE000A1MLWH7

WKN: A1MLWH

Emissionsvol.:

bis 15,00 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

11.04.12 - 31.10.2017

Kupon: 7,75 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 11.04.

erstmalig zum 11.04.2013

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analyst:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V



EYEMAXX Real Estate AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Entwicklung von Fachmarktzentren,
Budgethotels, Logistikkimmobilien

Mitarbeiter: 26 Stand: 31.10.11

Gründung: 2002

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Mag. 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 200 Mio. € erfolgreich realisiert und verkauft.

Prognosen auf Konzernbasis

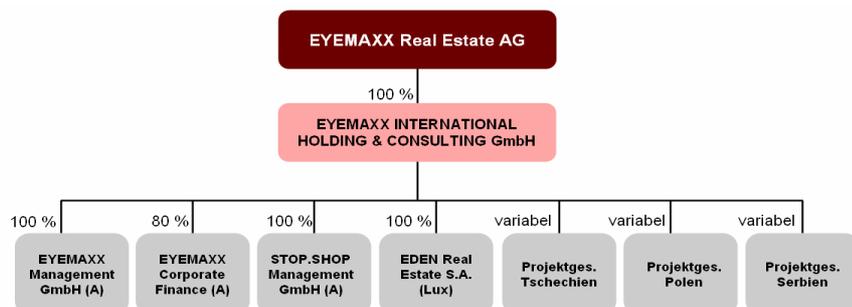
in Mio. €/GJ-Jahr	31.10.2011	31.10.2012e	31.10.2013e	31.10.2014e
Umsatzerlöse	4,23	2,94	4,46	3,56
Gesamtleistung	2,83	6,89	11,81	14,96
EBITDA	1,94	3,69	6,83	9,23
EBIT	1,78	3,52	6,66	9,09
Jahresüberschuss	1,35	2,73	5,46	7,96

ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)

EBITDA-Interest Coverage*	1,89	2,84	2,63	3,55
EBIT-Interest Coverage*	1,72	2,70	2,56	3,48
EK-Quote (bereinigt):	47,7 %	37,3 %	38,7 %	43,9 %
Total Debt/EBITDA	6,24	8,49	4,61	3,44
Total Net Debt/EBITDA	4,15	6,13	4,33	3,23
ROCE	6,5 %	7,7 %	11,4 %	14,1 %

* Zinserträge sind im EBIT-Zinsdeckungsgrad nicht berücksichtigt

Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)



Inhaltsangabe

Geschäftstätigkeit und Strategie.....	1
Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG.....	1
Geschäftsstrategie der EYEMAXX Real Estate AG.....	2
Wertschöpfungskette der EYEMAXX Real Estate AG.....	3
Track Record.....	4
Projektpipeline.....	5
Organe der Gesellschaft.....	7
Vorstand.....	7
Aufsichtsrat.....	7
Markt und Marktumfeld.....	8
BIP und Konsumententwicklung in CEE.....	8
Assetklasse Fachmarktzentren.....	9
Branchenumfeld Fachmarktzentren in Osteuropa.....	9
Marktumfeld Economy-/Budgethotels.....	10
Marktumfeld Ergänzende Aktivitäten - FOC.....	11
Geschäftsentwicklung 2011.....	12
Ergebnisentwicklung 2011.....	13
Entwicklung Bilanzkennzahlen.....	14
Prognosen.....	16
Geschäftsstrategie.....	16
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	17
Bonitätskennzahlen.....	19
Anleihebedingungen.....	21
Grundpfandrechte im ersten Rang als Sicherheit.....	21
Anleihebewertung/Marktvergleich.....	23
Fazit.....	27
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

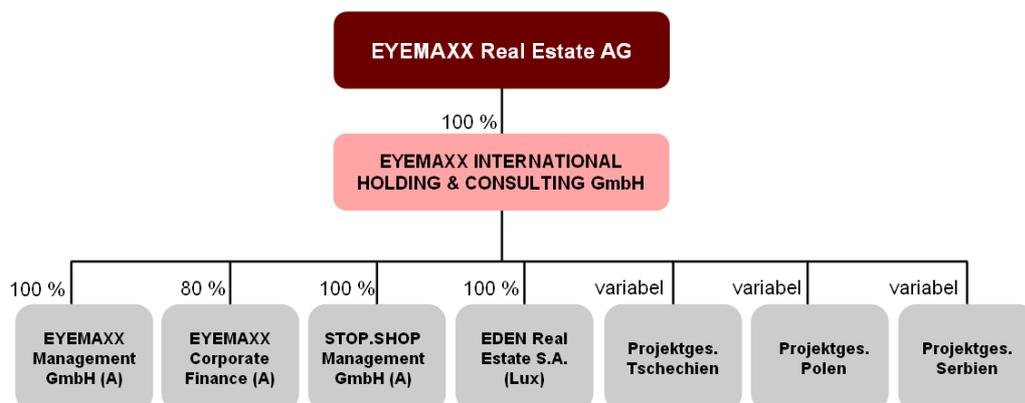
Geschäftstätigkeit und Strategie

Historie	
1996	Gründung der operativen Tochter, EYEMAXX INTERNATIONAL HOLDING & CONSULTING GmbH durch den Alleingesellschafter und Geschäftsführer Dr. Michael Müller
1996	Die EYEMAXX INTERNATIONAL HOLDING & CONSULTING GmbH war als Auffanggesellschaft zur Übernahme der weltweiten Tochtergesellschaften des „CARRERA-OPTYL“ Konzerns konzipiert
1998-1999	Sukzessiver Verkauf der weltweiten EYEMAXX Vertriebsniederlassungen (früher „CARRERA-OPTYL“)
2000	Spezialisierung der EYEMAXX-Firmengruppe auf Immobilienentwicklung in Mittel- und Südosteuropa
2011	Einbringung der EYEMAXX International in den Börsenmantel (General Standard) der Amictus AG (ISIN DE000A0V9L94) im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung.
2011	Anleiheemission einer 7,5 %-Unternehmensanleihe (Emittent: Amictus AG) mit einem Volumen von bis zu 25,00 Mio. €
2011	Umfirmierung als EYEMAXX Real Estate AG
2006-2011	Realisierung von Immobilienprojekten mit einem Volumen von etwa 200 Mio. €
2012	Emission einer 7,75 %-Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 15,00 Mio. €

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der EYEMAXX Real Estate AG

Mit einer zum 05. Mai 2011 beschlossenen Sachkapitalerhöhung wurde der 100 %-ige Gesellschaftsanteil der EYEMAXX International Holding & Consulting GmbH in den Börsenmantel der AMICTUS AG eingebracht. Zu diesem Zeitpunkt trat die AMICTUS AG nicht mehr als operativ tätige Gesellschaft auf. Mittlerweile werden rund 95 % der Gesellschaftsanteile der somit neu entstandenen Holdinggesellschaft (Umfirmierung in EYEMAXX Real Estate AG, im Folgenden EYEMAXX) vom EYEMAXX-Altgesellschafter Dr. Michael Müller gehalten. Der Freefloat (Streubesitz) umfasst die restlichen 5 %. Folgende Grafik zeigt einen Abriss der entstandenen Gesellschaftsstruktur:



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

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

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

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

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

Geschäftsstrategie der EYEMAXX Real Estate AG

Stammgeschäft: Handelsimmobilien „Fachmarktzentren“

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

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

Sonstiger Geschäftsbereich: Taylor Made Solutions (Economy-/Budgethotels)

Der Schwerpunkt des Geschäftsbereiches Taylor Made Solutions und demnach für maßgeschneiderte Projekte, sind die **Budgethotels**. Hier beabsichtigt die EYEMAXX ihr bisher

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

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

Sonstiger Geschäftsbereich: Logistikkimmobilien

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

Sonstiger Geschäftsbereich: Factory Outlet Center (FOC)

Die EYEMAXX hat vor drei Jahren mehrere Liegenschaften mit einer Gesamtfläche von etwa 40 ha in der unmittelbaren Nähe von Belgrad erworben. Voraussichtlich können diese Flächen, für die bereits die Genehmigung zur Nutzung als Handels- und Logistikflächen vorliegt, ab dem laufenden Geschäftsjahr 2012 bebaut werden. Geplant ist hierbei die Errichtung eines Factory Outlet Centers und eines Retailcenters, welche der hohen Konsumnachfrage bei einem gleichzeitig mangelnden Angebot in dieser Region begegnen sollen. Darüber hinaus soll ein Teil der Flächen aufgrund der günstigen Lage auch der Logistiknutzung zugeführt werden. Das gesamte geplante Investitionsvolumen in diesem Bereich liegt bei 37,50 Mio. €

Wertschöpfungskette der EYEMAXX Real Estate AG

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

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

Track Record

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

STOP.SHOP.* Rakovník (CZ)	
Grundstücksgröße: 11.900 qm	
Vermietbare Fläche: 4.470 qm	
Ankerbetrieb: Tesco	
Geöffnet seit: 12/2008	
Investitionsvolumen: 4,8 Mio. €	
STOP.SHOP.* Žatec (CZ)	
Grundstücksgröße: 17.400 qm	
Vermietbare Fläche: 5.700 qm	
Ankerbetrieb: Kaufland	
Geöffnet seit: 11/2009	
Investitionsvolumen: 6,2 Mio. €	
STOP.SHOP.* Ústì nad Orlicì (CZ)	
Grundstücksgröße: 12.000 qm	
Vermietbare Fläche: 4.215 qm	
Ankerbetriebe: Plus, Penny, Lidl	
Geöffnet seit: 11/2009	
Investitionsvolumen: 4,3 Mio. €	
BAUHAUS České Budějovice (CZ)	
Grundstücksgröße: 41.714 qm	
Vermietbare Fläche: 17.625 qm	
Ankerbetrieb: BAUHAUS	
Geöffnet seit: 04/2010	
Investitionsvolumen: 15,0 Mio. €	

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Einkaufszentrum STOP.SHOP.* Liptovský Mikuláš (Slowakei)	
Grundstücksgröße: 23.000 qm	
Vermietbare Fläche: 13.000 qm	
Ankerbetrieb: Tempo Supermarket	
Geöffnet seit: 11/2010	
Investitionsvolumen: 16,5 Mio. €	
STOP.SHOP.* Dolný Kubín (Slowakei)	
Grundstücksgröße: 20.186 qm	
Vermietbare Fläche: 5.809 qm	
Ankerbetrieb: Tesco, Lidl	
Geöffnet seit: 04/2011	
Investitionsvolumen: 6,4 Mio. €	

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; * STOP.SHOP ist eine Marke der IMMOFINANZ-Group an welche die Projekte plangemäß verkauft wurden

Projektpipeline

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

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

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

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

- Die erzielbaren Verkaufserlöse bei eigenfinanzierten Projekten liegen höher als bei Projekten, welche im Rahmen von forward sale vorab veräußert werden.
- Aufgrund günstigerer Finanzierungskosten (EYEMAXX muss für die vom Partner eingebrachten Eigenkapitalanteile keine Zinsen mehr bezahlen) liegen die Gesamtinvestitionskosten eines eigenfinanzierten Projektes niedriger (gemäß Unternehmensangaben sind die Finanzierungskosten um mehr als 10 % niedriger als bei der Private Equity-Finanzierung)

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

- Der gesamte Gewinn der eigenfinanzierten Projektgesellschaft kommt der EYEMAXX zugute (gemäß Unternehmensangaben kann ein insgesamt mehr als doppelt so hoher Deckungsbeitrag erzielt werden).

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

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen	Fertigstellung (voraussichtlich)
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	November 2012
FMZ Pelhrimov (PL)	2,4 Mio. €	November 2012
FMZ Kittsee (A)	12,6 Mio. €	April 2013
FMZ Malbork (PL)	6,5 Mio. €	Mai 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,0 Mio. €	September 2013
FMZ Stara Pazova (SRB)	12,8 Mio. €	September 2013
Factory Outlet Belgrad (SRB)	12,0 Mio. €	September 2013
FMZ Louny (CZ)	6,7 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Kolin (CZ)	3,0 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Polen III (PL)	7,0 Mio. €	November 2013
FMZ Tschechien (CR)	7,5 Mio. €	November 2013
Hotel Neunkirchen (DE)	8,0 Mio. €	August 2013
Hotel Deutschland II (DE)	9,0 Mio. €	November 2013
Logistikzentrum Belgrad (SRB)	12,8 Mio. €	September 2013
Logistikzentrum NIS (SRB)	10,4 Mio. €	September 2013

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds**Organe der Gesellschaft****Vorstand*****Mag. Dr. (rer.soc.oec.) Michael Müller***

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

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

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

Aufsichtsrat***Thomas H. Knorr (Aufsichtsratsvorsitzender)***

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

Franz Gulz (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)

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

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

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

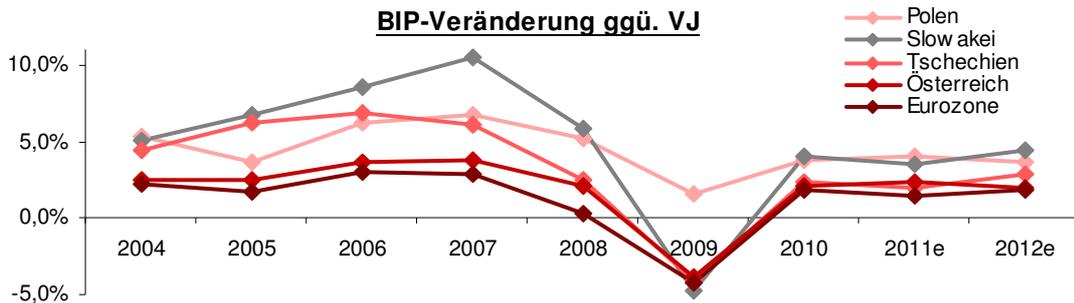
Markt und Marktumfeld - Aufholpotenziale Zentraleuropas dominieren

Regionaler Fokus auf CEE

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

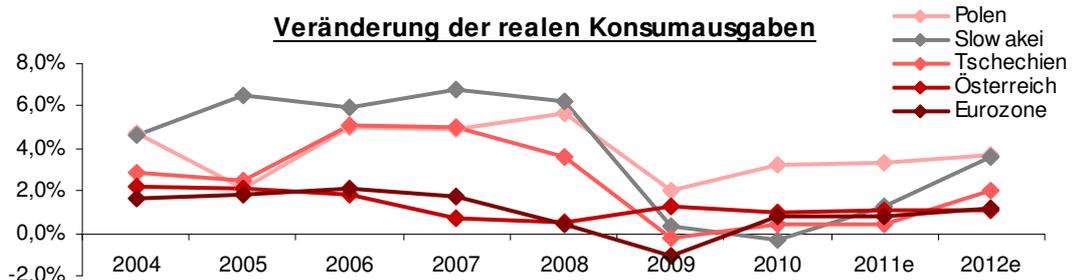
BIP und Konsumententwicklung in CEE

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



Quelle: Eurostat; Raiffeisen Research

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



GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Assetklasse Fachmarktzentren

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

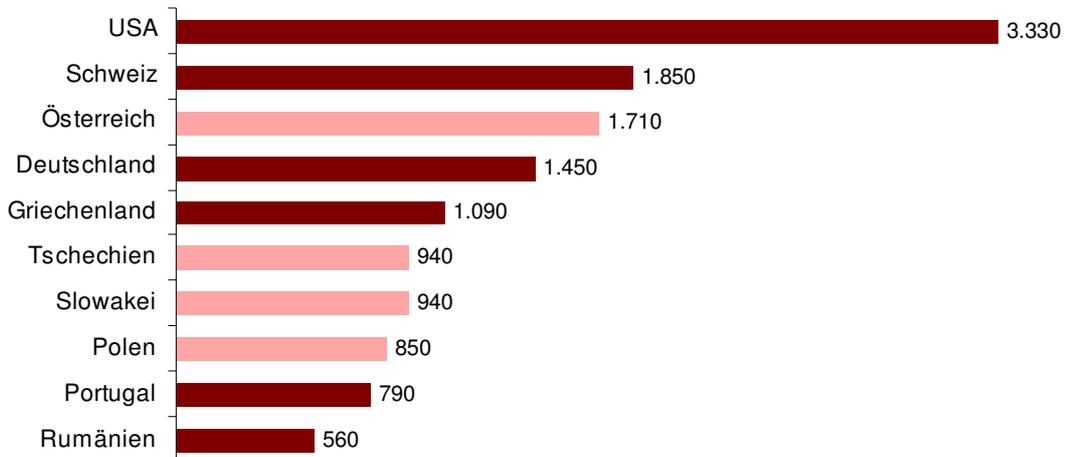
Die erwartete langfristige Entwicklung dieser Immobiliengattung wird gemäß Researchstudie „Think/Europäische Fachmärkte“ von Henderson Research von einer größer werdenden Breite an Mietern geprägt sein. So ist davon auszugehen, dass die europäischen Fachmärkte sowohl für Kunden als auch für Einzelhändler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

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

Branchenumfeld Fachmarktzentren in Osteuropa

Der umseitig dargestellten stabilen Wirtschafts- und Konsumententwicklung in den Hauptzielregionen der EYEMAXX, steht jedoch eine strukturelle Versorgungslücke in den entsprechenden Ländern entgegen.

Verkaufsflächendichte (in qm/1.000 EW)



Quelle: RegioData Research

Gemessen an der Verkaufsflächendichte, die von der RegioData Research ermittelt wird,

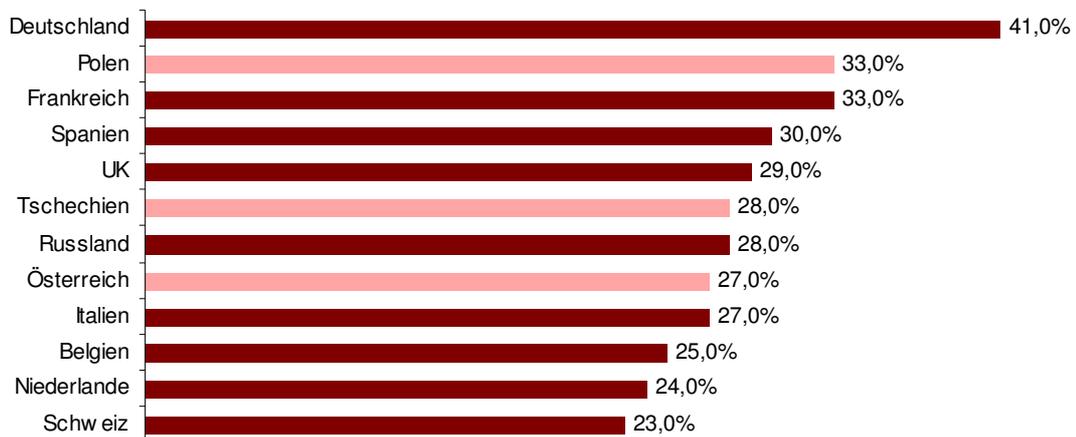
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

weisen beispielsweise die Tschechische Republik und Polen noch starkes Aufholpotenzial auf. Mit Verkaufsflächen von 940 qm/1.000 Einwohner reihen sich die Tschechische Republik und die Slowakei sogar unter dem Niveau Griechenlands ein. Polen liegt mit Verkaufsflächen von 850 qm/1.000 Einwohner leicht über Portugal.

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

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

Expansionsregionen von Einzelhändlern



Quelle: CB Richard Ellis

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

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

Marktumfeld Economy-/Budgethotels

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

die kommenden Jahre einen Ertragsanstieg pro verfügbares Zimmer von bis zu + 40 % mit sich bringen sollte.

Als dominanter Treiber der aktuellen Entwicklung ist die Hotelklasse der Budgethotels zu sehen. So kann einer Studie von PricewaterhouseCoopers (European hotel real estate: a long, slow haul back) entnommen werden, dass besonders der Bereich der Budgethotels über vergleichsweise gute Rentabilitätskennzahlen verfügt. Gleichzeitig wird ein allgemeiner Trend sichtbar, wonach der Hotelbereich von einem so genannten Trading Down, also von einer Verbilligung der Produkte und Services geprägt ist. Unterstützt wird dieser Trend, welcher auch auf die für die EYEMAXX relevanten Regionen Mittel- und Osteuropas projiziert werden kann, sowohl von einem starken frei verfügbaren Einkommen als auch von steigenden Tourismuszahlen.

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

Marktumfeld Ergänzende Aktivitäten - FOC (Factory Outlet Center)

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

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

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

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

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

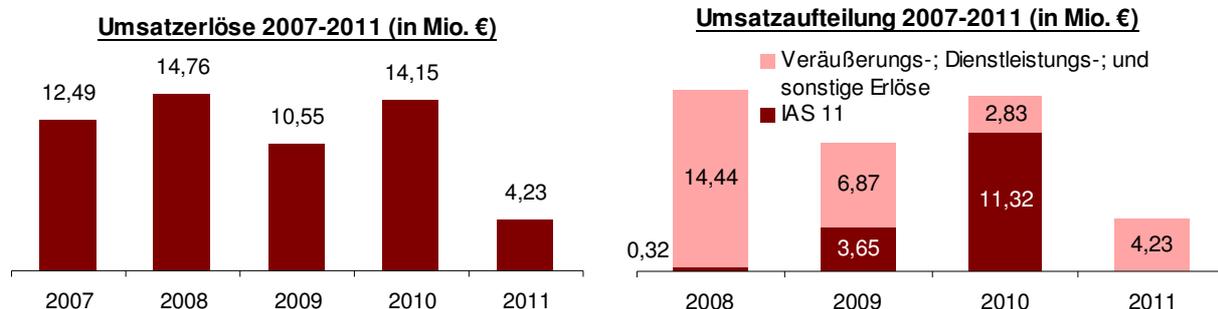
Geschäftsentwicklung 2011 - Positive Ergebnisentwicklung im Rumpfgeschäftsjahr

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Umsatzerlöse	10,55	14,15	4,23
Gesamtleistung (GL)* ¹	12,04	16,56	2,83
EBITDA	1,22	1,70	1,94
EBITDA-Marge auf GL	10,1 %	10,3 %	68,6 %
EBIT	0,95	1,47	1,78
EBIT-Marge auf GL	7,9 %	8,9 %	62,5 %
Jahresüberschuss	1,03	0,43	1,35

*¹nach GBC-Berechnungen

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Eine Vergleichbarkeit der Umsatz- und Ergebniskennzahlen des Geschäftsjahres 2011 mit den Vorjahren ist aufgrund der Strategieänderung der EYEMAXX nur bedingt möglich. Im Vordergrund stehen hier die fehlenden Erlöse aus den „forward sale“-Projekten, welche in den Vorjahren für einen wesentlichen Teil der Umsatzerlöse verantwortlich waren. Aufgrund der vorgelagerten Veräußerung im Rahmen von „forward sale“-Projekten, lies sich eine verlässliche Ermittlung der Verkaufspreise realisieren und damit hatte die Gesellschaft die Möglichkeit bereits in der Projektphase Umsatz- und Ergebnisbestandteile zu erfassen (IAS 11; percentage of completion). Künftig liegt der Fokus der EYEMAXX jedoch auf selbstfinanzierte Projekte, welche eine Ertragsdarstellung nach IAS 11 nicht mehr ermöglicht.



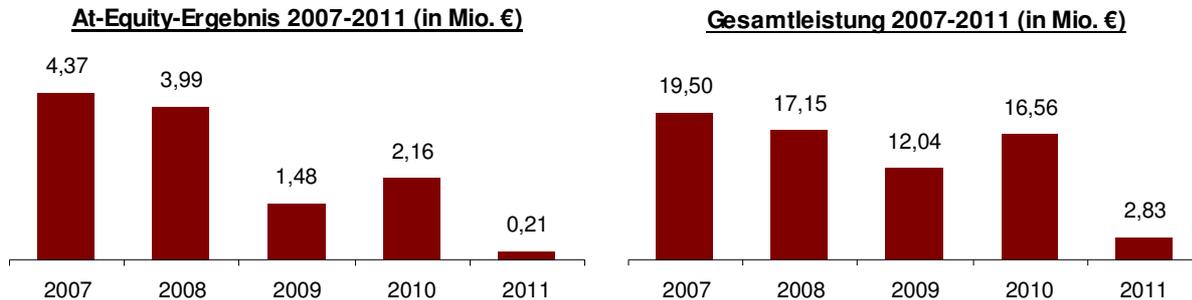
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Wie der obigen Grafik zu entnehmen, lässt sich der Umsatzrückgang des abgelaufenen Rumpfgeschäftsjahres 2011 (01.01.2011 - 31.10.2011) auf die Strategieumstellung hin zu eigenfinanzierten Projekten und somit zusammenhängend durch fehlende IAS 11-Umsätze erklären. Besonders gut erkennbar wird dies an dem zum 28.10.2011 erfolgreich fertiggestellten und veräußerten Projekt STOP.SHOP. Liptovský Mikuláš, welches über ein Gesamtprojektvolumen von 16,5 Mio. € verfügte. Aufgrund des „forward sale“-Charakters dieses Projektes, konnte die EYEMAXX bereits im Geschäftsjahr 2010 Umsatzbestandteile realisieren und damit hatte dieses Projekt keine weitere Umsatzauswirkung auf das abgelaufene Geschäftsjahr 2011.

Darüber hinaus gilt es eine weitere Besonderheit zu beachten. Eine direkte Auswirkung auf die Umsatz- und Ergebnissituation der EYEMAXX haben dabei lediglich vollkonsolidierte Projekte. Für At-Equity bilanzierte Projektgesellschaften wird hingegen ein saldierter Ergebnisausweis im Beteiligungsergebnis vorgenommen. Zum 31.10.2011 befanden sich 28 vollkonsolidierte (31.12.2010: 35) sowie 7 At-Equity bilanzierte (31.12.2010: 8) Tochtergesellschaften im Konsolidierungskreis der EYEMAXX. Da wir die Ergebnisbeiträge der nach der Equity-Methode konsolidierten Tochtergesellschaften ebenfalls als operativ erachten, beziehen wir diese, neben den Bestandsveränderungen und den aktivierten Leistungen, in die

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Gesamtleistung mit ein:



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

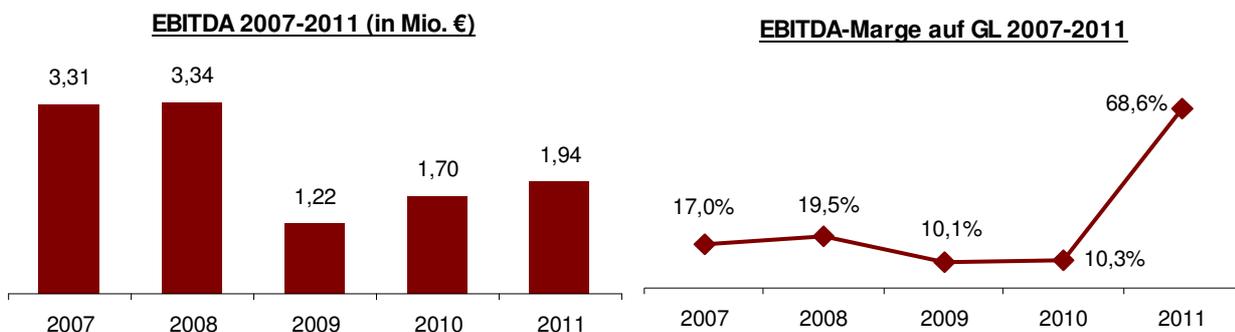
Neben den deutlich rückläufigen Umsatzerlösen minderte sich das At-Equity-Ergebnis im Geschäftsjahr 2011 ebenfalls erheblich. Besonders Anteilskäufe von vormaligen Equity-Gesellschaften hatten zu einer Vollkonsolidierung dieser Gesellschaften geführt und in Konsequenz zu einem Rückgang des At-Equity-Ergebnisses. Besonders erwähnenswert ist hierbei der Anteilserwerb der Projektgesellschaft Log Center Belgrad, doo (49 ha großes Grundstück in Serbien) und die damit zusammenhängende Vollkonsolidierung. Gleichzeitig wurde bei dem serbischen Projekt eine Grundstücksaufwertung vorgenommen, welche sich in Höhe von 3,52 Mio. € positiv auf das sonstige betriebliche Ergebnis ausgewirkt hat.

Ergebnisentwicklung 2011 - deutlicher Anstieg der Ergebnismargen

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

Typischerweise wird die Kostensituation bei Projektentwicklern von den Materialaufwendungen dominiert. Mit auf den Umsatz bezogenen Materialaufwandsquoten von 49,1 % (GJ 2009) oder 78,0 % (GJ 2010) ergab sich bei der EYEMAXX in den letzten Geschäftsjahren im Zuge der IAS 11-Umsatzerfassung ein typisches Bild für Projektentwickler. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 jedoch reduzierte sich der Materialaufwand als Folge der rückläufigen Umsätze deutlich auf 1,15 Mio. € (Materialaufwandsquote: 27,2 %).

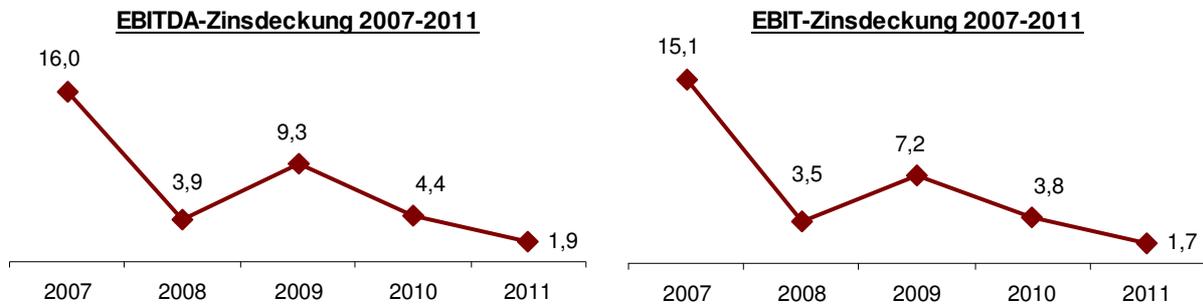
Bei einer sonst stabilen Entwicklung der übrigen Kostenpositionen sowie unter Berücksichtigung des bereits dargestellten Ertrages aus der Grundstücksaufwertung des serbischen Projektes, lag das EBITDA mit 1,94 Mio. € leicht über dem Niveau des Vorjahres (GJ 10: 1,70 Mio. €). Die entsprechende auf die niedrigere Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge erhöhte sich demzufolge deutlich von 10,3 % (GJ 10) auf 68,6 %.



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Im Juli 2011 hatte die EYEMAXX vordergründig zum Zwecke der Finanzierung neuer Projekte eine 7,5 %-Unternehmensanleihe emittiert. Der Zeichnungsstand zum 31.10.2011 beläuft sich auf 11,48 Mio. €. Der hieraus resultierende Anstieg der Fremdkapitals hatte eine Erhöhung der Zinsaufwendungen auf 1,03 Mio. € (GJ 10: 0,39 Mio. €) zur Folge. Setzt man diesen Betrag in Relation zu den Ergebniskennzahlen EBITDA und EBIT ergibt sich auf der jeweiligen Basis ein zufriedenstellender Zinsdeckungsgrad (siehe Grafiken unten).



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die über die letzten Geschäftsjahre hinweg sichtbar werdende Reduktion der Zinsdeckungsgrade ist dabei vor allem ein Resultat der sukzessiv rückläufigen Entwicklung des EBITDA und EBIT. Dieser Umstand ist hauptsächlich der Finanzkrise und den dazugehörigen ungünstigen Konjunkturvorgaben geschuldet, welche mit Belastungen für die Geschäftsentwicklung der EYEMAXX einhergingen.

Entwicklung Bilanzkennzahlen - weiterhin solide Bilanzstruktur

in Mio. €	31.12.2009	31.12.2010	31.10.2011
Eigenkapital (EK-Quote bereinigt*)	13,46 (58,1 %)	14,15 (42,0 %)	14,85 (47,7 %)
zinstragende Verbindlichkeiten	0,58	13,26	12,11
Finanzvermögen	0,51	0,83	4,05
Net Debt	0,07	12,43	8,06
Anlagevermögen	8,68	6,07	23,48
WC (Working Capital)	6,28	20,76	3,83

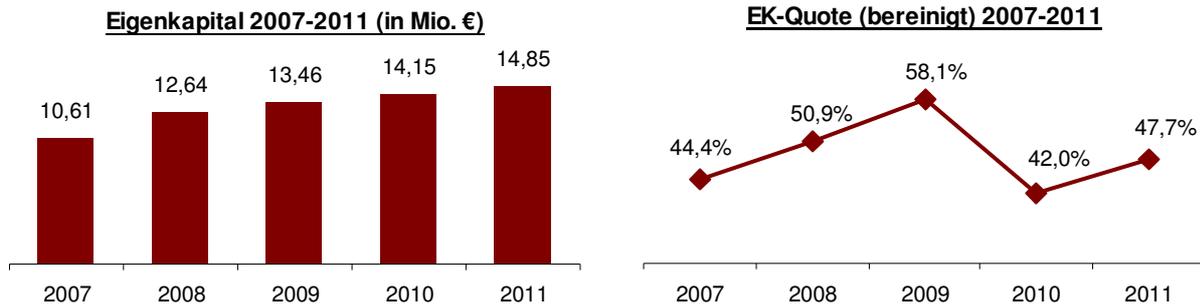
* Bilanzsumme wurde um Cashposition bereinigt

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

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

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 verfügt die Gesellschaft über, für einen Immobilienentwickler, sehr solide Bilanzrelationen. Besonders erwähnenswert ist hierbei das Eigenkapital, welches sich über die letzten Geschäftsjahre hinweg sehr stabil entwickelt hat. Die entsprechende bereinigte EK-Quote von 47,7 % (31.12.2010: 42,0 %) ist dabei im Branchenvergleich als überdurchschnittlich gut zu bezeichnen.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds



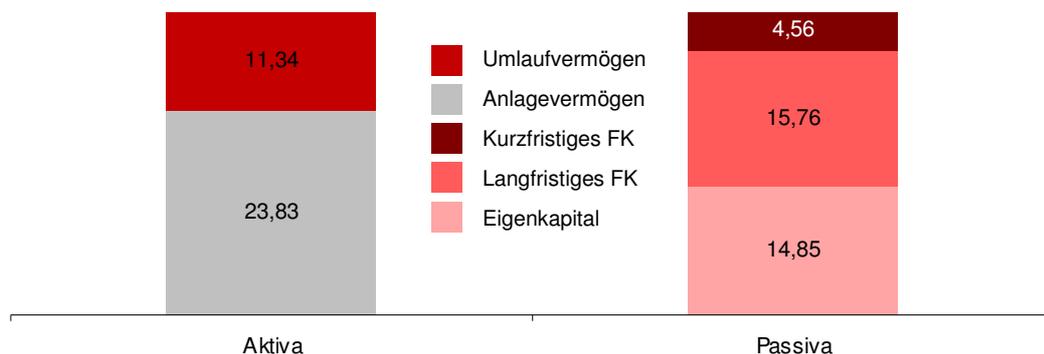
Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 war die Vermögenssituation der EYEMAXX durch Änderungen im Konsolidierungskreis wesentlich geprägt. Insbesondere dafür verantwortlich ist die aus dem Verkauf resultierende Entkonsolidierung des zuvor vollkonsolidierten Projektes STOP.SHOP. Liptovský Mikuláš. Bedingt durch diese Transaktion minderten sich einerseits die kurzfristigen Bankverbindlichkeiten auf 0,88 Mio. € (31.12.2010: 11,06 Mio. €). Dieser Vorgang führte andererseits zu einer Verringerung der Forderungen und sonstigen Aktiva.

Parallel hierzu löste der Erwerb von weiteren 50 % an der Projektgesellschaft Log Center doo, Belgrad die Vollkonsolidierung dieser aus und damit erhöhte sich die Bilanzsumme. Das in dieser Projektgesellschaft enthaltene 49 ha große Grundstück wurde nach den Maßregeln des Fair Value bewertet und führte in Konsequenz zu einem Anstieg des Sachanlagevermögens auf 16,01 Mio. € (31.12.2010: 0,81 Mio. €).

Trotz des vorerwähnten Rückgangs der Bankverbindlichkeiten, haben sich die zinstragenden Verbindlichkeiten zum 31.10.2011 gegenüber der Vorjahresbilanz nicht wesentlich verändert. Den größten Anteil daran hat die im Juli 2011 emittierte Unternehmensanleihe, deren Zeichnungsstand sich zum Bilanzstichtag auf 11,48 Mio. € beläuft. Insgesamt belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten auf 12,11 Mio. € (31.12.2010: 13,26 Mio. €).

Bilanzstruktur zum 31.10.2011 (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Prognosen - ab Geschäftsjahr 2012 deutliches Ergebniswachstum erwartet

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2011/2012e	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e
Umsatzerlöse	4,23	2,94	4,46	3,56
Gesamtleistung (GL)	2,83	6,89	11,81	14,96
EBITDA (Marge auf GL)	1,94 (68,6 %)	3,69 (53,6 %)	6,83 (57,8 %)	9,23 (61,7 %)
EBIT (Marge auf GL)	1,77 (62,5 %)	3,52 (51,0 %)	6,66 (56,4 %)	9,06 (60,5 %)
Jahresüberschuss	1,35	2,73	5,46	7,96

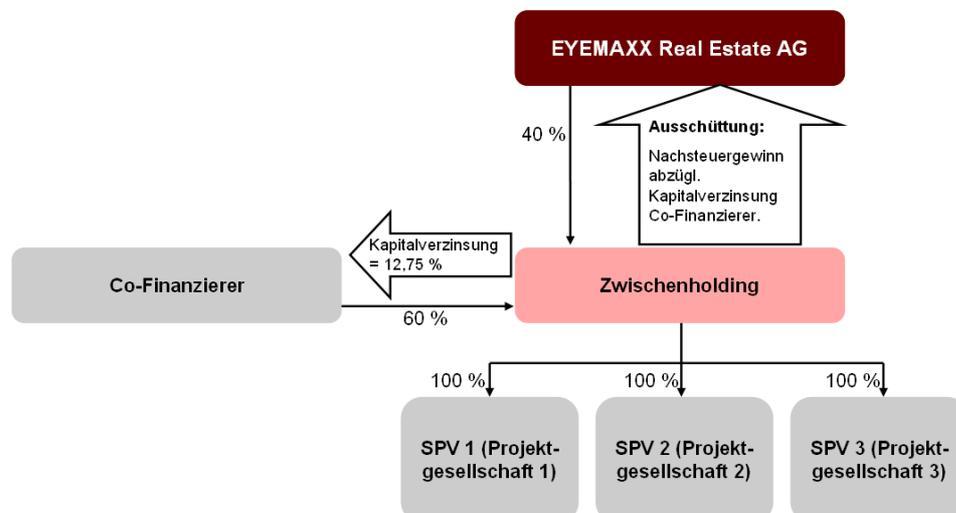
** GL wurde vom Autor bereinigt um eine Vergleichbarkeit zu ermöglichen

Quelle: GBC AG

Geschäftsstrategie - Vollkonsolidierung von SPV wird zur Ausnahme

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

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



Quelle: GBC AG

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

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

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

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

Quelle: GBC AG

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

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Der wesentliche Treiber der künftigen Umsatz- bzw. Gesamtleistungsentwicklung und damit zusammengehörend auch der erwarteten Ergebnisentwicklung stellt die Projektpipeline (Gesamtprojektvolumen von 92,75 Mio. €) der EYEMAXX dar. Gemäß Unternehmensstrategie soll der Großteil der in der untenstehenden Tabelle dargestellten Projekte unter Einbezug eines Projektpartners realisiert werden. Darüber hinaus erfolgt die Finanzierung der Projekte durch einen Mix aus Eigenkapital (ca. 30 %) sowie Fremdkapital (ca. 70 %), so dass sich der daraus resultierende Eigenkapitalbedarf auf Ebene der Projektgesellschaften auf etwa 28,00 Mio. € beläuft.

Durch die Ausgabe der Anleihe im Juli 2011 (Emissionsvolumen zum 31.10.2011: 11,48 Mio. €) sowie der aktuellen Anleihe mit einem geplanten Volumen von bis zu 15,00 Mio. € ist ein wesentlicher Teil des Eigenkapitalbedarfs der Projektpipeline abgedeckt. Laut geplantem Verwendungszweck (siehe auch Seite 21) der beiden Anleihen steht für Investitionen in neue Projekte ein Betrag von ca. 13,70 Mio. € zur Verfügung. Die Anleihemittel, welche auf Holdingebene Fremdkapital darstellen, können als eigenkapital-ersetzende Mittel den Projektgesellschaften weitergereicht werden. Neben der Tatsache des Einbezugs eines Finanzierungspartners, wird auch der zwischenzeitliche Abverkauf von Projekten zu einer erheblichen Entlastung des Kapitalbedarfs führen, was in unseren Augen die Finanzierung der nachfolgenden Projektpipeline sicherstellen sollte.

Projekt (Land)	Gesamtinvestitionsvolumen	Fertigstellung (voraussichtlich)
FMZ Olawa (PL)	2,1 Mio. €	November 2012
FMZ Pelhrimov (PL)	2,4 Mio. €	November 2012
FMZ Kittsee (A)	12,6 Mio. €	April 2013

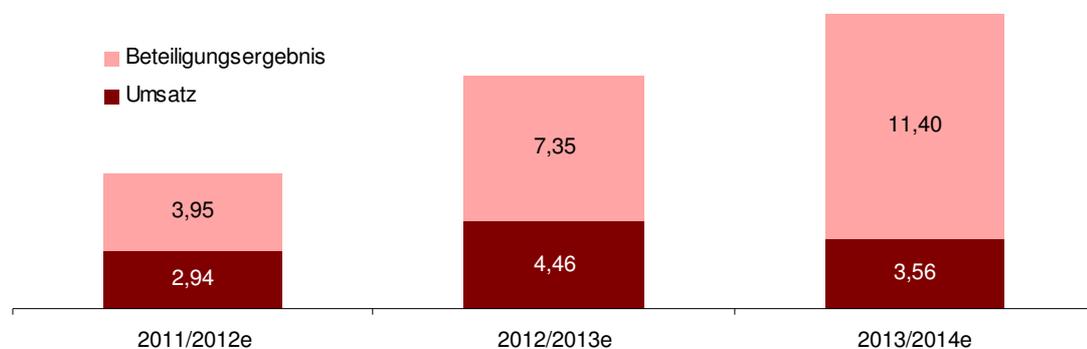
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

FMZ Malbork (PL)	6,5 Mio. €	Mai 2013
FMZ Krnov (CZ)	4,0 Mio. €	September 2013
FMZ Stara Pazova (SRB)	12,8 Mio. €	September 2013
Factory Outlet Belgrad (SRB)	12,0 Mio. €	September 2013
FMZ Louny (CZ)	6,7 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Kolin (CZ)	3,0 Mio. €	Oktober 2013
FMZ Polen III (PL)	7,0 Mio. €	November 2013
FMZ Tschechien (CR)	7,5 Mio. €	November 2013
Hotel Neunkirchen (DE)	8,0 Mio. €	August 2013
Hotel Deutschland II (DE)	9,0 Mio. €	November 2013
Logistikzentrum Belgrad (SRB)	12,8 Mio. €	September 2013
Logistikzentrum NIS (SRB)	10,4 Mio. €	September 2013

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Unter Berücksichtigung der Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projektentwicklungen in der Regel nicht vollkonsolidiert werden und somit At-Equity-Projekte darstellen, stellen die erwarteten Umsatzerlöse lediglich die Dienstleistungsumsätze (Projektentwicklung, Planung, Analyse, Reporting etc.) dar. Die Erträge aus der Entwicklung der Projektpipeline werden als saldierte Größe in das Beteiligungsergebnis einfließen, welches wir in unserem Rechenmodell der Gesamtleistung zugeordnet haben:

Top-Line Prognosen (in Mio. €)

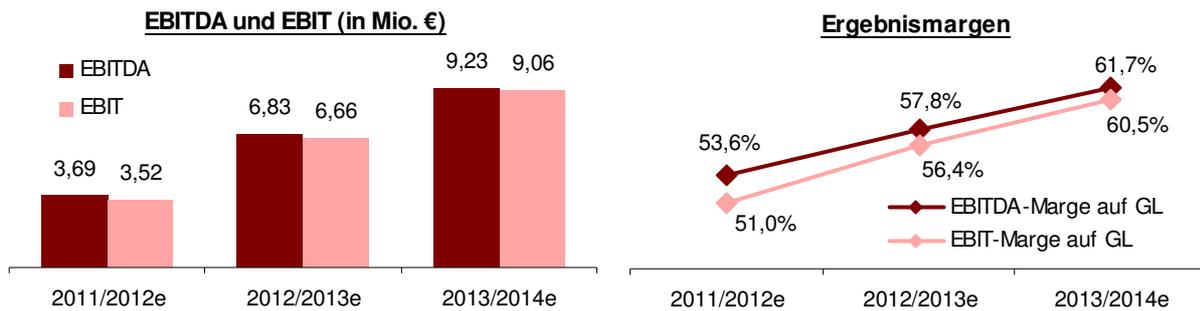


Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Die Umsatzentwicklung sowie insbesondere die Entwicklung des Beteiligungsergebnisses gibt unsere Erwartung der sukzessiven Fertigstellung und Realisierung der Projektpipeline, verteilt über die nächsten Geschäftsjahre, wieder. So hat die Gesellschaft bereits mit der Entwicklung der ersten Projekte begonnen (siehe Unternehmensmeldung vom 18.01.2012 sowie vom 01.02.2012). Die Ausweitung der Geschäftstätigkeit und damit der Gesamtleistung wird sich erwartungsgemäß auch im operativen Ergebnis niederschlagen.

Hier gilt es zudem eine weitere Besonderheit, welche aus der Konsolidierung nach At-Equity resultiert, zu beachten. Aufgrund der Tatsache, dass das Beteiligungsergebnis der At-Equity-Projektgesellschaften eine saldierte Größenordnung ist, finden die im Zusammenhang mit der Projektentwicklung stehenden Entwicklungskosten keine Berücksichtigung in der Gewinn- und Verlustrechnung auf Konzernbasis. Dementsprechend dürfte die Kostenstruktur der EYEMAXX verhältnismäßig schlank ausfallen, was relativ hohe Ergebnismargen bedeutet. Es werden lediglich diejenigen Kosten abgebildet, welche im Zusammenhang mit den Umsatzerlösen, also der Erbringung von Dienstleistungen, stehen.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds



Quelle: GBC AG

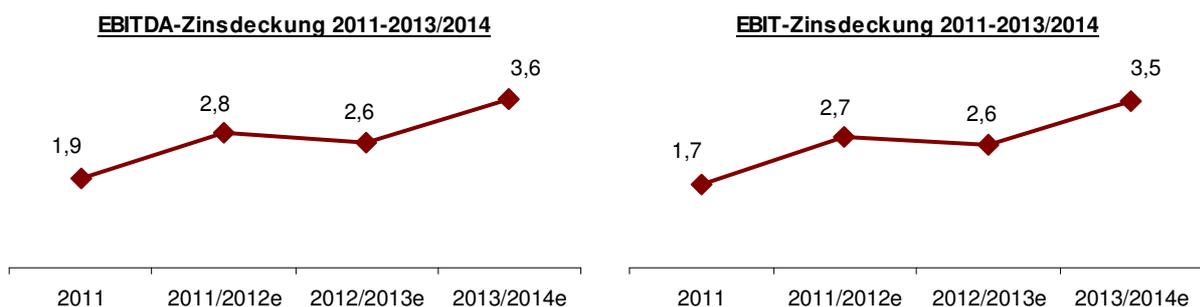
Bonitätskennzahlen - Trotz Anleiheemission weiterhin solide

	GJ 2011	GJ 2011/2012e	GJ 2012/2013e	GJ 2013/2014e
EBITDA-Interest Coverage	1,89	2,84	2,63	3,55
EBIT-Interest Coverage	1,72	2,70	2,56	3,48
Total Debt / EBITDA	6,24	8,49	4,61	3,44
Total Net Debt / EBITDA	4,15	6,13	4,33	3,23
ROCE	6,47%	7,70%	11,44%	14,08%
EK-Quote (bereinigt*)	47,72%	37,25%	38,72%	43,89%

* Bilanzsumme wurde um Cashposition bereinigt

Quelle: GBC AG

Besonders für Anleiheinvestoren sind die oben dargestellten zwei Ergebnisgrößen von hoher Bedeutung, da diese für die Kuponzahlungen maßgeblich sind. Für das laufende Geschäftsjahr 2011/2012 rechnen wir mit Anleiheaufwendungen (Kupon Anleihe I: 7,5 %; Anleihe II: 7,75 %) von 1,30 Mio. €. Hier sind aufgrund der unterjährigen Emission die Zinszahlungen der zweiten Unternehmensanleihe lediglich anteilig berücksichtigt. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit Zinsaufwendungen in Höhe von 2,60 Mio. €. Damit



pendeln sich die erwarteten Zinsdeckungsgrade auf EBITDA-Basis und EBIT-Basis oberhalb von 2,5 ein und sind somit als sehr solide zu werten.

Quelle: GBC AG

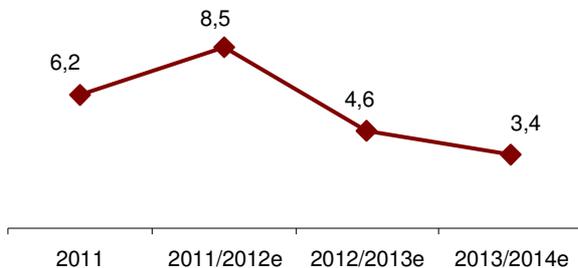
Darüber hinaus wird die Gesellschaft aus steuerlichen Gründen den Projektgesellschaften Mezzanine-Kapital zur Verfügung stellen. Dieses Kapital soll plangemäß mit 12,75 % verzinst werden und löst auf Holdingebene Zinserträge aus. Somit liegt das erwartete Finanzergebnis deutlich oberhalb des Anleihe-Zinsaufwandes. Die Zinsdeckungsgrade berücksichtigen jedoch diesen Umstand nicht und sind daher als konservativ zu werten.

Die Verschuldungskennzahlen Total Debt/EBITDA und Total Net Debt/EBITDA geben ei-

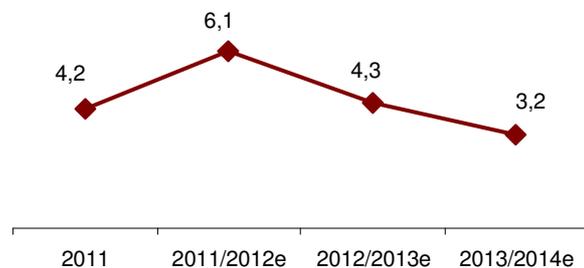
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

nen guten Anhaltspunkt darüber, in wie viel Jahren die Gesellschaft aus dem operativen Geschäft eine Entschuldung bewerkstelligen kann. Zunächst wird sich diese bedingt durch die Anleiheemission verschlechtern. Die erwartete Ergebnissteigerung für die kommenden

Total Debt/EBITDA 2011-2013/2014



Total Net Debt/EBITDA 2011-2013/2014

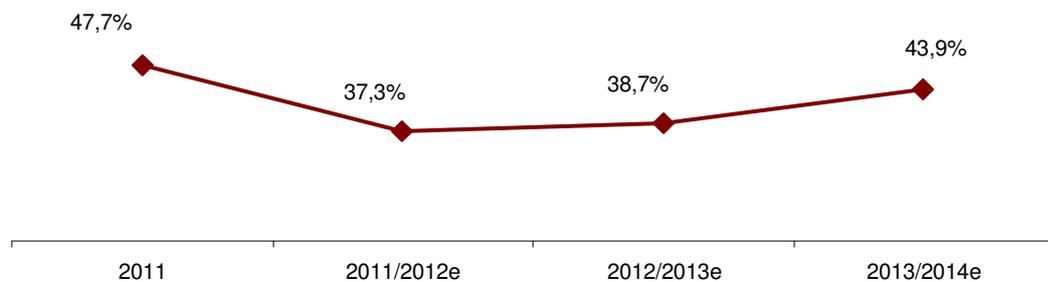


Geschäftsjahre sollte jedoch relativ schnell zu einer deutlichen Verbesserung der Unternehmensverschuldung führen.

Quelle: GBC AG

Analog zu den Verschuldungskennzahlen wird sich die Eigenkapitalquote im Zuge der Anleiheemission zunächst reduzieren. In der Folgezeit wird sich jedoch diese Kennzahl insbesondere aufgrund der erwarteten positiven Nachsteuerergebnisse ebenfalls deutlich verbessern. Erwähnenswert sind zugleich die positiven Effekte aus der Unternehmensstrategie, wonach die künftigen Projektgesellschaften in der Regel nicht mehr vollkonsolidiert werden sollen. Somit werden auch die Fremdkapitalanteile, welche laut Planung rund 70 % ausmachen sollen, nicht auf Holdingebene konsolidiert und dies führt in Konsequenz zu einer deutlichen Reduktion der Bilanzsumme. Dementsprechend sollte auch künftig die EK-Quote wieder überdurchschnittlich hoch ausfallen.

EK-Quote 2011-2013/2014



Quelle: GBC AG

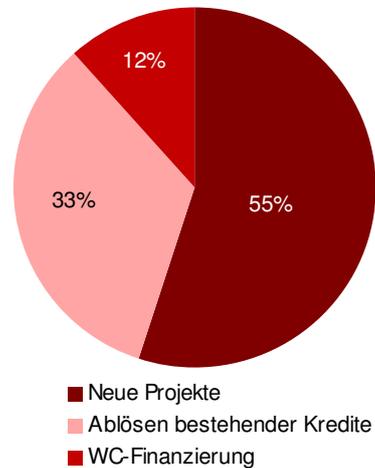
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Anleihebedingungen - Sicherheit steht an erster Stelle

Stammdaten der 7,75 % EYEMAXX Real Estate - Anleihe	
ISIN:	DE000A1MLWH7
WKN:	A1MLWH
Emissionsvolumen:	bis 15,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (5 Jahre):	11.04.2012 - 31.10.2017
Kupon:	7,75 % p.a.
Kuponzahlungen:	jährlich zum 11. April
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist (Stückzinsfrei):	19.03.2012 - 05.04.2012
Börsennotierung:	Entry Standard Frankfurt
Anleiherating:	BBB+

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Mittelverwendung in %



EYEMAXX plant die Emission einer 5,5jährigen 7,75 %-Unternehmensanleihe, deren Anleihezeit und damit auch Zinslauf am 11.04.2012 beginnt. Investoren können die Anleihe im Emissionszeitraum vom 19.03.2012 bis zum 05.04.2012 zeichnen. Es ist geplant, insgesamt ein Volumen von bis 15 Mio. € zu platzieren. Hiervon belaufen sich gemäß Angaben des Wertpapierprospektes die Emissionskosten bei maximal 0,75 Mio. €, so dass sich der geplante Mittelzufluss aus der Anleiheplatzierung auf 14,25 Mio. € beläuft. Mit dem Emissionserlös sollen dabei sowohl das Sicherungskonzept der Anleihe als auch neue eigene Immobilienprojekte finanziert werden. Gemäß Unternehmensplanungen werden im ersten Schritt 4,74 Mio. € (ca. 33 %) für die Ablösung bestehender Darlehen für Sicherungsobjekte verwendet. Somit besteht die Möglichkeit, die Anleihegläubiger als erstrangige Schuldner im Grundbuch eintragen zu lassen. Rund 80-85 % der verbliebenen Mittel (ca. 7,8 Mio. €) sollen für die Realisierung von Projekten, vorrangig im Bereich der Handelsimmobilien, verwendet werden. Ein Restbetrag von ca. 1,7 Mio. € wird zur kurz- bis mittelfristigen Working Capital-Finanzierung verwendet. Die Gesellschaft hat sich einem Rating der „Creditreform“ unterzogen und ein „BBB+“ (Investmentgrade-Rating: stark befriedigende Bonität) zugesprochen bekommen. Die Anleihe soll im Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet werden.

Grundpfandrechte im ersten Rang als Sicherheit

Der Corporate Bond der EYEMAXX verfügt über umfangreiche Sicherungsmerkmale, die dem Anleihegläubiger einen umfassenden Ausfallschutz gewähren. Das Sicherungskonzept soll dabei primär über erstrangige Grundpfandrechte als auch über eine Hypothek zweiten Ranges auf Immobilien in Österreich und Deutschland umgesetzt werden. Die Objekte befinden sich in verschiedenen, überwiegend außerhalb der EYEMAXX stehenden, jedoch mit dem Mehrheitsaktionär verbundenen Gesellschaften. Aktuell lasten auf diesen Immobilien noch kreditbezogene erstrangige Sicherheiten, die im Zuge einer Kreditrückzahlung ausgelöst werden können und damit zur Besicherung der Anleihe zur Verfügung stehen. Bei denjenigen, für eine erstrangige Besicherung vorgesehenen Objekte, beläuft sich die Gesamthöhe der Darlehen auf 4,74 Mio. €. Gemäß geplanter Mittelverwendung sollen Anleihemittel zur Darlehensablösung in dieser Höhe verwendet werden. In Summe liegt die erstrangige Besicherungshöhe bei 8,91 Mio. € (siehe nachfolgende Tabelle).

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Ort	Art des Objektes	Verkehrswert lt. Gutachten	Besicherungshöhe	Ausstehende Fremdfinanzierung
Wien, Karl Sarggasse 3-5	Logistik / Büro	3,56 Mio. €	3,56 Mio. €	1,90 Mio. €
Wien, Seybelgasse 8-10	Logistik / Büro	0,62 Mio. €	0,62 Mio. €	0,60 Mio. €
Salzburg, Franz-Sauer-Str. 48	Logistik / Büro	1,61 Mio. €	1,61 Mio. €	0,74 Mio. €
Nürnberg, Duisburger Str. 140	Logistik / Büro	2,16 Mio. €	2,16 Mio. €	0,80 Mio. €
Graz, Hubert-Hoffmann-Ring 14-14e	Wohnung	0,26 Mio. €	0,26 Mio. €	0,20 Mio. €
Graz, Hubert-Hoffmann-Ring 32	Wohnung	0,28 Mio. €	0,28 Mio. €	0,20 Mio. €
Graz, Hubert-Hoffmann-Ring 29c	Wohnung	0,21 Mio. €	0,21 Mio. €	0,15 Mio. €
Graz, Hubert-Hoffmann-Ring 29c	Wohnung	0,22 Mio. €	0,22 Mio. €	0,16 Mio. €
Summe		8,91 Mio. €	8,91 Mio. €	4,74 Mio. €

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Komplettiert wird die Anleihebesicherung durch eine weitere akzessorische Hypothek auf eine österreichische Immobilie in Höhe von 7,09 Mio. €. Diese befindet sich in Leopoldsdorf und umfasst sowohl das Objekt als auch einen Park mit verschiedenen Gebäuden sowie ein Waldstück. Laut Gutachten beläuft sich der Verkehrswert bei 15,12 Mio. €. Gleichzeitig besteht eine erstrangige Hypothek in Höhe von 7,42 Mio. €, so dass die Besicherungshöhe für die Anleihegläubiger bei maximal 7,70 Mio. € liegt. Laut Wertpapierprospekt beabsichtigt die EYEMAXX den zweitrangigen Besicherungswert auf 7,09 Mio. € festzulegen. Zusätzlich der in der obigen Tabelle aufgezeigten erstrangigen Grundpfandrechte liegt die gesamte Sicherungshöhe bei 16,00 Mio. € und deckt damit komplett das geplante Anleihevolumen ab und weist darüber hinaus einen Sicherungspuffer von 1,00 Mio. € auf.

Die Grundpfandrechte zugunsten der Anleihegläubiger werden unter Einschaltung eines Treuhänders verwaltet. Sollte beispielsweise die EYEMAXX die jährlichen Zinsansprüche oder die Rückzahlung des Corporate Bonds nicht bewerkstelligen können, so hat der Treuhänder (PIETZ Rechtsanwälte, Notare, Steuerberater) die Möglichkeit die Grundpfandrechte zu verwerten (Bsp. Zwangsversteigerung der Objekte).

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds
Anleihebewertung/Marktvergleich

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse*1	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/Investorenschutzrechte		
								Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG I	6,750%	5	4,772%	15.09.2010	BBB	50,00	ja	30	nein	nein
Helma Eigenheimbau AG	6,500%	5	5,110%	01.12.2010	BBB	10,00	ja	nein	nein	nein
3W Power Holdings S.A.	9,250%	5	9,616%	01.12.2010	B-	125,00	nein	30	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG I	6,250%	5	15,078%	15.12.2010	BBB+	50,00	ja	20	nein	nein
EXER D GmbH	5,700%	5	7,220%	01.02.2011	A5	50,00	nein	7	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500%	5	8,196%	08.02.2011	B+	50,00	ja	30	nein	nein
CENTROSOLAR AG	7,000%	5	45,853%	15.02.2011	BBB	50,00	nein	60	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125%	5	9,628%	01.03.2011	BBB+	100,00	nein	7	nein	ja
JOH F. BEHRENS AG	8,000%	5	7,172%	15.03.2011	BB-	30,00	nein	30	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250%	5	7,191%	01.04.2011	BBB	80,00	nein	60	nein	ja
Solar8 Energy AG	9,250%	5	10,508%	07.04.2011	BB-	10,00	nein	60	nein	nein
Payom Solar AG	7,500%	5	40,350%	08.04.2011	BB+	50,00	ja	20	nein	nein
golden Gate	6,500%	3,5	6,849%	11.04.2011	BB	30,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS GmbH	7,500%	5	7,735%	19.04.2011	BB+	50,00	ja	30	ja	ja
Semper Idem Underberg GmbH	7,125%	5	4,666%	20.04.2011	BB+	50,00	nein	k.A.	nein	ja
Valensina GmbH	7,375%	5	6,551%	28.04.2011	BB	50,00	nein	45	nein	ja
SeniVita GmbH	6,500%	5	4,748%	17.05.2011	A-	15,00	nein	15	nein	ja
REIFF Reifen und Autotechnik GmbH	7,250%	5	5,400%	27.05.2011	BBB-	30,00	nein	30	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,250%	5	7,167%	01.06.2011	BB+	25,00	ja	60	ja	ja
AVW Grund AG	6,100%	4,5	6,131%	01.06.2011	BBB-	50,83	ja	20	ja	nein
KTG Agrar AG II	7,125%	6	6,996%	06.06.2011	BBB	70,00	nein	30	nein	nein
BKN Biostrom AG	7,500%	5	10,548%	06.06.2011	BBB	25,00	nein	20	nein	nein
SIAG Schaaf Industrie AG	9,000%	5	18,734%	11.06.2011	CCC+	50,00	nein	20	ja	ja
Katjes International GmbH	7,125%	5	5,188%	19.06.2011	BB+	30,00	nein	k.A.	nein	ja
e.n.o. energy GmbH	7,375%	5	8,231%	30.06.2011	BB+	25,00	ja	3	ja	ja
S.A.G. Solarstrom AG II	7,500%	6	13,817%	11.07.2011	BBB+	25,00	nein	20	nein	nein
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	7,250%	5	6,106%	15.07.2011	BB	30,00	nein	30	nein	ja
Windreich AG	6,500%	5	19,814%	15.07.2011	BBB+	75,00	ja	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG	7,500%	5	7,335%	26.07.2011	BBB+	25,00	ja	60	ja	nein
GIF - Ges. für Industrieforschung	8,500%	5	8,889%	20.09.2011	BB	15,00	nein	60	ja	ja
ALBIS Leasing AG	7,625%	5	7,894%	04.10.2011	BB+	50,00	nein	30	nein	nein
Procar Automobile Finanz-Holding	7,750%	5	6,913%	14.10.2011	BBB	30,00	nein	7	ja	ja
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	6,750%	5	5,375%	26.10.2011	BBB	30,00	nein	7	nein	ja
royalbeach GmbH	8,125%	5	8,125%	28.10.2011	BB+	25,00	nein	30	ja	ja
K-Bond 1	5,250%	7	5,250%	01.12.2011	BB	50,00	ja	nein	nein	nein
hkw Personalkonzepte GmbH	8,250%	5	8,735%	15.11.2011	BBB	10,00	nein	60	ja	ja
Scholz AG	8,500%	5	7,377%	08.03.2012	BB	150,00	nein	7	nein	ja
Textilkontor Walter Seidensticker	7,250%	6	5,834%	12.03.2012	BB+	30,00	nein	15	ja	ja
Mittelwert	7,336%	5	10,029%							
Median	7,313%	5	7,277%							
EYEMAXX Real Estate AG	7,750%	5,5	7,750%	11.04.2012	BBB+	15,00	ja	nein	ja	nein

*1 Kurse zum 13.03.2012

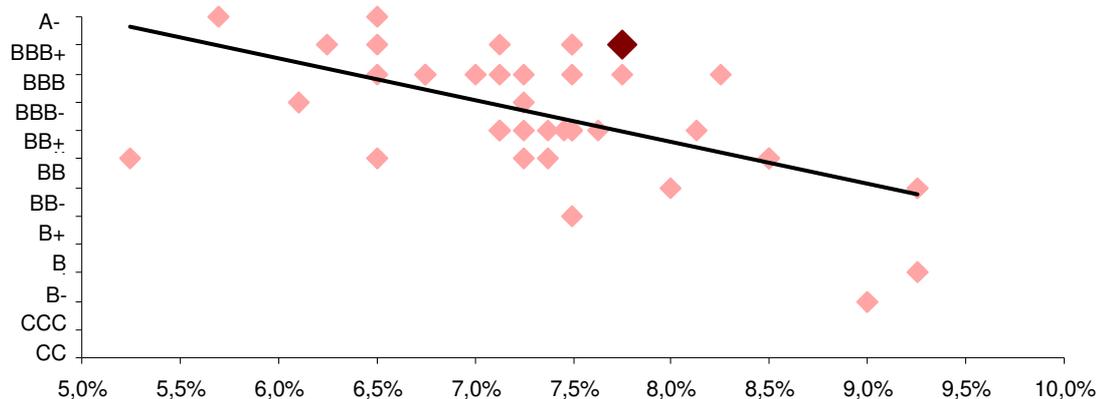
GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Wir haben die EYEMAXX-Anleihe einem Marktvergleich unterzogen. Dieser berücksichtigt Mittelstandsanleihen der Qualitätssegmente „Bondm“, „mittelstandsmarkt“ und „Entry Standard“, welche in den Jahren 2010-2012 emittiert wurden. Im Rahmen dieses Marktvergleichs soll in erster Linie eine Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale der Anleihen ermöglicht werden, um somit die Attraktivität untersuchen zu können.

Wie dem Marktvergleich zu entnehmen ist, liegt die Renditeausstattung der EYEMAXX-Anleihe leicht oberhalb des Durchschnitts der hier betrachteten Unternehmensanleihen. Auf Basis der Effektivverzinsung jedoch liegt die EYEMAXX-Anleihe unterhalb des aktuellen Marktdurchschnitts. Verantwortlich hierfür sind die Anleihenotierungen, insbesondere von Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien, welche zum Teil deutlich unterhalb von 100 % liegen und dementsprechend hohe Effektivverzinsungen nach sich ziehen. Bereinigt um diese „Ausreißer“ liegt der Medianwert beim Marktvergleich der Effektivverzinsungen bei 7,28 % und damit unterhalb der Effektivverzinsung der EYEMAXX-Anleihe (Kursbasis: 100%).

Wird im nächsten Schritt das Risiko (hier zunächst ausgedrückt durch das Anleiherating der Creditreform) der Anleihe mit in den Marktvergleich einbezogen, so wird bereits in dieser vereinfachten Betrachtung eine überdurchschnittliche Attraktivität der EYEMAXX-Anleihe ersichtlich. Es gilt hier jedoch zu beachten, dass der Großteil der Ratings des umseitig dargestellten Marktvergleiches auf Emittentenbasis ohne Anleihebezug vorgenommen wurde und daher eine nur eingeschränkte Vergleichbarkeit möglich ist. Folgende Rating/Effektivzins-Matrix stellt diesen Zusammenhang grafisch dar:

Rating/Kupon-Matrix



Quelle: GBC AG

In diesem ersten Schritt wird bereits eine überdurchschnittlich hohe Attraktivität des Chance-Risikoprofils der EYEMAXX-Anleihe ersichtlich. Im Marktvergleich (dargestellt durch eine Regressionsanalyse) weist daher der im vorliegenden Report untersuchte Corporate Bond eine im Vergleich zur Bonität verhältnismäßig hohe Kuponausstattung auf.

Eine aussagekräftige Vergleichbarkeit und Beurteilung der Attraktivität der EYEMAXX-Anleihe kann jedoch nur auf Ebene der Anleihe unter Berücksichtigung der Ausstattungsmerkmale erfolgen. Wir haben daher die Unternehmensratings der im Marktvergleich einbezogenen Gesellschaften um die Ausstattungsmerkmale der Anleihen erweitert, um somit eine genauere Risikoeinschätzung für die Anleihegläubiger zu ermitteln. Im Zuge dieser Simulation haben wir auch die EYEMAXX Real Estate AG einem eigenen Emittentenrating unterzogen und dieses in gleicher Weise adjustiert. Folgende Punkte erachten wir für die Investoren und damit für die Bewertung als wichtig:

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

Unternehmensprognose (GBC):	Sofern vorhanden, wird das Emittenten-Rating um die Unternehmensprognosen adjustiert (Ermittlung eines zukunftsgerichteten Emittentenratings)
Historie der Gesellschaft:	Historie < 1 Jahr: Anpassung um -2 Risikopunkte (Abzug) Historie < 2 Jahre: Anpassung um -1 Punkt (Abzug) Historie >5 und < 10 Jahre: Anpassung um +0,25 Punkte Historie > 10 und < 20 Jahre: Anpassung um +0,5 Punkte Historie > 20 Jahre: Anpassung um +0,75 Punkte
Covenants:	Keine Schutzrechte: Anpassung um -0,5 Risikopunkte (Abzug) Standardschutzrechte (Zinsverzug): keine Anpassung Über die Schutzrechte hinausgehende Covenants: +0,25 Punkte je Covenant
Haftmittel / Sicherheiten:	Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung bis 25 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +1 Punkt bis 50 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +2 Punkte bis 75 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +3 Punkte bis 100 % des Anleihevolumens durch Sicherheiten abgedeckt: +4 Punkte
Zinsintervall:	jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte
Transparenz:	Keine Notierung und keine Verpflichtung zur Transparenz im WP-Prospekt: -1 Punkt Notierung im unregulierten Markt und keine Transparenzverpflichtung: -0,5 Punkte Notierung im unregulierten Markt, aber Transparenzverpflichtung: keine Anpassung Notierung der Aktie od. Anleihe in einem Qualitätssegment: +0,5 Punkte Notierung der Aktie od. Anleihe im regulierten Markt: +0,75 Punkte
Laufzeit:	Anleihelaufzeit im Marktdurchschnitt: keine Anpassung Anleihelaufzeit über Marktdurchschnitt: -0,5 Punkte Anleihelaufzeit unter Marktdurchschnitt: +0,5 Punkte

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala aufgeschlüsselt. Auf Basis dieser Skalierung haben wir für die EYEMAXX Real Estate AG folgende Adjustierungen vorgenommen:

AAA	19
AA+	18
AA-	17
A+	16
A	15
A-	14
BBB+	13
BBB	12
BBB-	11
BB+	10
BB	9
BB-	8
B+	7
B	6
B-	5
CCC	4
CC	3
C	2
D	1

Risikopunktzahl Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen GJ 2011/2012):	10,00
Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 5 Jahre):	+0,25
Covenants (es wurde lediglich eine Ausschüttungssperre vereinbart):	0,00
Weitere Haftmittel (Grundpfandrechte in Höhe von 16,00 Mio. € und damit über 100 % des Anleihevolumens vereinbart):	+4,00
Zinsintervall (normales Zinsintervall mit jährlichen Zinszahlungen):	0,00
Transparenz (Aktiennotiz im regulierten Markt):	+0,75
Laufzeit der Anleihe (5,5 Jahre; damit leicht überdurchschnittliche Laufzeit):	-0,50
Anleiherating gesamt (adjustiert und gerundet):	15,00

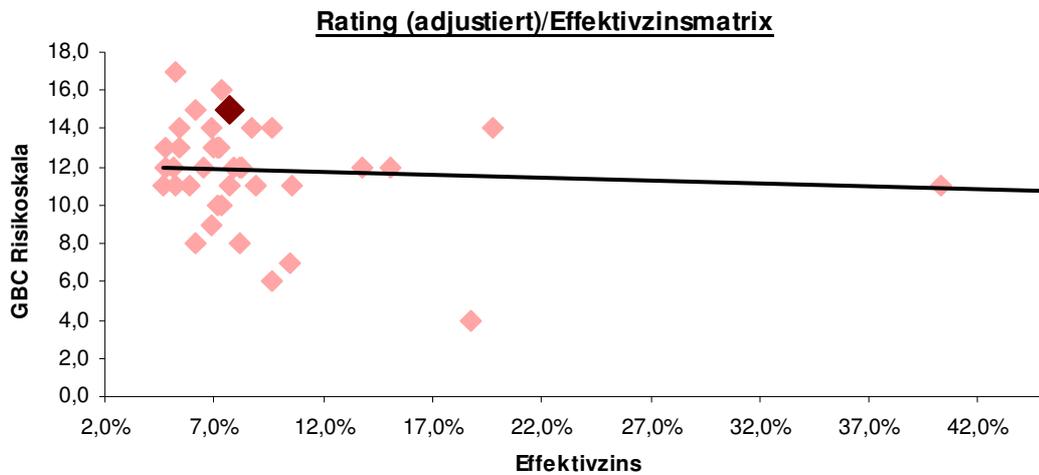
Quelle: GBC AG

Ausgehend von der selbst ermittelten Risikopunktzahl auf Emittentenebene in Höhe von 10,00 Punkten, haben wir entsprechend der obigen Tabelle unterschiedliche anleihebezogene Adjustierungen vorgenommen. Hier spielen die Haftmittel in Form von erst- und zweit-rangigen Grundschulden von Immobilien in Österreich und Deutschland eine wesentliche Rolle. Da mit vereinbarten Haftmitteln von insgesamt 16,00 Mio. € das geplante Anleihevolumen von 15,00 Mio. € komplett abgedeckt ist und darüber hinaus sogar ein Risikopuffer von 1,00 Mio. € besteht, haben wir eine Adjustierung in Höhe von 4,00 Risikopunkten vorgenommen. Mit der grundpfandrechtlichen Absicherung des gesamten Anleihevolumens

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds

nimmt dabei die EYEMAXX-Anleihe im Marktvergleich nahezu eine Alleinstellung ein. Vergleichbare Absicherungen bieten dabei lediglich die im Jahr 2011 emittierten Corporate Bonds von AVW Grund AG, Golden Gate AG der K-Bond 1 sowie die erste Anleihe der EYEMAXX Real Estate AG. Der überwiegende Teil der mittelständischen Anleihen verfügt über keinerlei Haftmittel sowie weiteren Sicherheiten. Nach weiteren Adjustierungen (Gründungsjahr, vereinbarte Covenants, Zinsintervall, Transparenz sowie Laufzeit der Anleihe) ergeben sich gemäß unserer Bewertung in Summe 15,00 Risikopunkte (entspricht einem Anleiherisiko von „A“).

Unter Zuhilfenahme der gleichen Aufschlüsselung haben wir die Unternehmen des Marktvergleichs ebenfalls Adjustierungen unterzogen und damit neue Risikomaße für diese Anleihen ermitteln können. In der folgenden bereinigten Risiko-Effektivzinsmatrix haben wir diese berücksichtigt.



Quelle: GBC AG

Wie man der adjustierten Matrix entnehmen kann, liegt nun die EYEMAXX-Anleihe aufgrund der guten Ausgestaltung und Merkmale und der damit verbundenen Risikoverbesserung oberhalb der aus dem Marktdurchschnitt ermittelten Regressionsgeraden. Die EYEMAXX-Anleihe liegt mit einem Abstand von +26,8 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher als stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC-Falken) einzustufen.

GBC-Credit Research - EYEMAXX Real Estate AG - 7,75 % Corporate Bonds**Fazit - Stark überdurchschnittlich attraktiv**

Die EYEMAXX Real Estate AG emittiert eine zweite Unternehmensanleihe mit einem Kupon von 7,75 % und einem geplanten Anleihevolumen von 15,00 Mio. €. Die Zeichnungsfrist beginnt am 19. März 2012 und endet am 5. April 2012.

Gemäß Geschäftsmodell konzentriert sich die EYEMAXX Real Estate AG auf den Erwerb, der Entwicklung und der Realisierung von Gewerbeimmobilien in Mittel- und Zentraleuropa, insbesondere dabei in den etablierten Märkten Österreich und Deutschland sowie primär in den benachbarten Wachstumsmärkten Polen und Tschechien. Im Fokus der Gesellschaft liegt die Entwicklung von weitestgehend standardisierten Fachmarktzentren in kleineren und mittleren Städten der adressierten Märkte. Besonders die guten Aufholpotenziale, bei einer nur geringen Wettbewerbsintensität, lassen diese Immobiliengattung in den entsprechenden Regionen als attraktiv erscheinen. Komplettiert wird die Geschäftstätigkeit und Konzentration der EYEMAXX Real Estate AG auf darüber hinaus gehende, maßgeschneiderte Projekte (hauptsächlich Economy-/Budgethotels), Logistikimmobilien sowie Factory Outlet Center.

Dabei kann die Gesellschaft einen beeindruckenden Track-Record vorweisen. So war die EYEMAXX Real Estate AG trotz Krise in der Lage, alleine in den Jahren 2006 bis 2011 Projekte mit einem Gesamtvolumen von etwa 200 Mio. € erfolgreich zu entwickeln. Aufgrund ihres guten Marktzugangs sowie der attraktiven Marktvorgaben in den Zielregionen der Gesellschaft, verfügt diese über eine umfangreiche Projektpipeline mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von über 100 Mio. €. Zusätzlich zu der Projektpipeline kann die Gesellschaft auch andere Projekte im Rahmen von Forward Sales opportunistisch entwickeln. Der Schwerpunkt soll daher künftig auf der Eigenfinanzierung liegen, was für die Gesellschaft den Vorteil höherer Ergebnisbeiträge (in etwa doppelt so hoch) mit sich bringt. Gleichzeitig plant die EYEMAXX Real Estate AG den Großteil der Projektgesellschaften als At-Equity Beteiligungen zu entwickeln, was in erster Linie eine hohe Bilanzstabilität mit sich bringt.

Der künftige Schwerpunkt auf der Eigenfinanzierung der Projekte geht jedoch gleichzeitig mit gesteigerten Finanzierungserfordernissen einher. Durch die Ausgabe der Anleihe im Juli 2011 (Emissionsvolumen zum 31.10.2011: 11,48 Mio. €) sowie der aktuellen Anleihe mit einem geplanten Volumen von bis zu 15,00 Mio. € ist ein wesentlicher Teil des Eigenkapitalbedarfs der Projektpipeline abgedeckt. Laut geplantem Verwendungszweck (siehe auch Seite 21) der beiden Anleihen steht für Investitionen in neue Projekte ein Betrag von ca. 13,70 Mio. € zur Verfügung. Die Anleihemittel, welche auf Holdingebene Fremdkapital darstellen, können als eigenkapital-eretzende Mittel den Projektgesellschaften weitergereicht werden. Neben der Tatsache des Einbezugs eines Finanzierungspartners, wird auch der zwischenzeitliche Abverkauf von Projekten zu einer erheblichen Entlastung des Kapitalbedarfs führen, was in unseren Augen die Finanzierung der Projektpipeline sicherstellen sollte.

Um die Attraktivität der Unternehmensanleihe zu ermitteln, haben wir diese einem Marktvergleich unterzogen. Dabei haben wir auf Basis der Emittentenratings eine Adjustierung hinsichtlich verschiedener Faktoren (Unternehmensprognosen, Unternehmensalter, Covenants, Haftmittel, Zinsintervalle, Transparenz, Laufzeit) vorgenommen. Für die EYEMAXX-Unternehmensanleihe ergeben sich gemäß unserer Bewertung in Summe 15,00 Risikopunkte (entspricht einem „A“-Rating). Unter Einbeziehung der Markt-Effektivzinsen ergibt die Regressionsanalyse eine im Marktvergleich hohe Attraktivität des EYEMAXX-Bond. Dabei spielt das Sicherungskonzept, wonach das komplette geplante Anleihevolumen durch erst- und zweitrangige Grundpfandrechte abgedeckt ist, eine wesentliche Rolle.

Wir stufen die Anleihe der EYEMAXX Real Estate AG als stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC-Falken) ein.

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 30.9.2011 ein 5-stufiges absolutes Anleihe-Ratingsystem.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings lassen sich folgendermaßen einstufen:

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.

§ 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 verantwortliche Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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