



### ■ SRC Rendite-Risiko-Rating



■ **Kurs** (Geld / Brief in %)  
Hoch / Tief 52 Wochen  
Rendite p.a.

**100% / 100%**  
N/A  
8,000%

### ■ **Schlüsseldaten**

Emittentin	Eyemaxx Real Estate AG
Sektor	Immobilien
Sub-Sektor	Immobilienentwicklung
Sitz der Gesellschaft	Deutschland
Tag der Erstnotierung	15.09.2014
Börse	Börse Frankfurt
Börsensegment	Entry Standard
WKN	A12T37
ISIN	DE000A12T374
Zeichnungsfrist Beginn	15.09.2014
Zeichnungsfrist Ende	26.09.2014
Laufzeit Beginn	30.09.2014
Laufzeit Ende	31.03.2020
Restlaufzeit (Jahre)	5,5
Kupontyp	Fixer Kupon + Inflationsschutz
Kupon	8,000%
Erster Kupon	30.09.2015
Zahlweise	Jährlich
Zinstermine	30.09.
Emissionsvolumen (Mio. Euro)	30,0
Liquidität (durchschn. Vol./Tag)	N/A
Stückzinslauf ab	30.09.2014
Nennwert / Stück	1.000 €
Platzierungspreis	100%
Dokumentation	Börsenprospekt (Dt. Recht)
Rating	Corporate Rating BB
Ratingagentur	Creditreform
Zahlstelle	Bankhaus Gebr. Martin AG
Listing Partner	ICF Kursmakler AG
Besichert	Nein
Internet	www.eyemaxx.com

### ■ **Analysten**

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

### ■ **E-Mail**

kuhn@src-research.de

### **Telefon**

+49 (0) 69 400313 - 81

### **Internet**

**www.src-research.de**

- Attraktive Rendite von mindestens 8% p.a. über eine Laufzeit von 5,5 Jahren.
- Zusätzlicher Inflationsschutz: Der Rückzahlungswert kann sich bei Inflationsraten über dem Zielwert von 2% p.a. während der Laufzeit auf bis zu 110% erhöhen. Dies entspräche einer max. Rendite von 9,45% p.a..
- Emittentin bietet gute Bonität mit einem aktuellen Unternehmensrating von BB (Creditreform).
- Zuverlässiger Schuldner: EYEMAXX emittierte in der Vergangenheit bereits drei Unternehmensanleihen. Alle Zinszahlungen erfolgten pünktlich und alle bisherigen Anleihen zeigten einen stabilen Kursverlauf.
- Operativer Erfolg: Langjähriger, erstklassiger Track-Record von etwa 250 Mio. Euro Volumen in der Konzeption, Entwicklung und Vermarktung von Gewerbeimmobilien, insbesondere Fachmarktzentren.
- Gute Zinsdeckungsgrade durch hohe operative Profitabilität. Das EBIT stieg innerhalb der letzten 5 Jahre um durchschnittlich 70% pro Jahr.
- Aussichtsreiche Projektpipeline im neuen Geschäftsbe- reich Wohnen & Pflege. Hier soll im Laufe der nächs- ten drei Jahre allein ein Projektvolumen von rund 90 Mio. Euro entwickelt werden.
- Durch die Börsennotierung der Emittentin deutlich überdurchschnittliche Transparenz des Unternehmens.
- Die Emittentin verfügt mit Dr. Michael Müller über ei- nen starken und langfristig orientierten Kernaktionär.
- Durch die Anleiheemissionen kann sich EYEMAXX unabhängig von Bankfinanzierungen im Projektge- schäft machen und so wesentlich schneller und flexibler agieren als Mitbewerber. Ein wesentlicher Vorteil.
- Solide Eigenkapitalquote von rund 30%, sowie eine diversifizierte Finanzierungsstruktur.

## Unternehmensprofil

EYEMAXX Immobilien AG wurde 1996 gegründet und ist ein internationales Immobilienentwicklungsunternehmen für Gewerbeimmobilien mit einem klaren Fokus auf Deutschland, Österreich und Osteuropa. Das Unternehmen ist in seinem Kernsegment überwiegend auf den Bau von Fachmarktzentren spezialisiert, arbeitet mit bekannten westlichen Einzelhandelsmarken zusammen und beteiligt sich an deren Erweiterung in Zentral- und Osteuropäische Länder wie Polen, die Tschechische Republik und die Slowakei. Bei Konzeption und Bau von Fachmarktzentren ist das Unternehmen einer der europäischen Marktführer. Das Risiko ist in Relation zu den sehr attraktiven Eigenkapitalrenditen von meist über 20% überschaubar, da eine Vorvermietungsquote von mindestens 50% üblicherweise bereits von Baubeginn erreicht wird. Dies erleichtert sowohl die Finanzierung als auch die Cash-Flow Planung nach Inbetriebnahme. Außerdem befinden sich bekannte und beliebte Handelsketten wie Hofer, DM, Takko, New Yorker, Bauhaus, Deichmann, Rossmann oder C&A unter den Mietern. Die Fachmarktzentren werden unter den Marken "BIG BOX" "MyBOX" oder "STOP.SHOP" (eine Handelsmarke von Immofinanz) vertrieben. In den letzten acht Jahren wurden Entwicklungsprojekte mit einem Transaktionsvolumen von mehr als Euro 250m erfolgreich entwickelt und verkauft. Außerdem erstellt EYEMAXX auf Kundenwunsch Logistikzentren, Factory-Outlets und andere maßgeschneiderte Lösungen für Kunden.

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

Seit dem Jahr 2011 ist die Gesellschaft im General Standard Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Als Emittentin der insgesamt vierten börsennotierten Unternehmensanleihe verfügt EYEMAXX Real Estate ausserdem über ein Unternehmensrating von BB der Creditreform Rating Agentur.

Im Jahr 2014 beschloss EYEMAXX zusätzlich zu Ihrem Kerngeschäftsfeld Fachmarktzentren in die Entwicklung von Wohn- sowie Pflegeimmobilien einzusteigen. Die Emssionserlöse aus der vierten Unternehmensanleihe sollen in erster Linie zur Umsetzung von Entwicklungsprojekten in diesen beiden neuen Segmenten eingesetzt werden. Details hierzu auf den Seiten 5 bis 7 dieser Studie.

## Stärken-Schwächen-Analyse (SWOT-Analyse)

### Stärken

- Klarer Fokus auf hohe Rentabilität der Entwicklungsprojekte. EYEMAXX operiert stets in Nischenmärkten mit überdurchschnittlichem Wachstums- und Ertragspotenzial wie Pflegeimmobilien und Wohnprojekte in boomenden Märkten wie Deutschland und Österreich oder Fachmarkt- und Logistikzentren in Zentral- und Osteuropa.
- Profitables Kerngeschäft: EYEMAXX gehört bereits zu den etablierten Marktführern für Fachmarktzentren in Zentral- und Osteuropa. Daher verfügt das Unternehmen über einen großen Erfahrungsschatz und ein Netzwerk zu allen großen Konsummarken, die die Mieter sind, aber auch zu Investoren, Baufirmen und Behörden.
- Die Emittentin, EYEMAXX Real Estate AG unterliegt als im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistetes deutsches Unternehmen hohen Anforderungen an Transparenz und Publizität. Dies stellt im direkten Vergleich zu anderen, überwiegend nicht börsennotierten Emittenten von Mittelstandsanleihen einen großen Vorteil dar.
- Für die Zukunft hat die Firma schon jetzt eine Investitionspipeline von rund 190 Mio. Euro aufgebaut. Mit den Mitteln aus der vierten Unternehmensanleihe könnte die Gesellschaft zusätzliche Projekte mit einem Investitionsvolumen von mindestens 60 Mio. Euro anbinden.
- Durch die spezielle Struktur der einzelnen Projekte, die jeweils in eigenen Gesellschaften abgebildet werden (sogenannten SPVs – Special Purpose Vehicles) entfällt meist gänzlich die Besteuerung der Entwicklergewinne. Die Hauptbedingungen für die Erlangung der Steuerfreiheit in Österreich im Falle des Verkaufs einer Projektgesellschaft sind: Ein weiterer Eigentümer des SPVs, der über 10% der Anteile hält, muss aus dem Ausland kommen und die Anteile an der Projektgesellschaft für über ein Jahr halten. Das ist - insbesondere im Kerngeschäft der Fachmarktzentren - meist der Fall.

### Schwächen

- Es gehört zum Geschäftsmodell, hohe Eigenkapitalrenditen aus attraktiven Entwicklerprojekten mit einem relativ geringen Eigenkapitaleinsatz zu realisieren. Da die Banken teilweise nur bis zu 70% des Projekts finanzieren, braucht EYEMAXX oft zusätzliche Finanzierungspartner oder einen Co-Investor, der Eigenkapital für die Finanzierung zur Verfügung stellt und so einen recht hohen Leverage ermöglicht. Bisher konnte EYEMAXX allerdings kontinuierlich wachsen und verfügt über einen ausserordentlich starken track-record bezüglich der Einhaltung von Baukosten.

### Chancen

- Das neue Geschäftsfeld Wohnen & Pflege ermöglicht aufgrund der sehr hohen Nachfrage nach entsprechenden Objekten sehr attraktive Zusatzerträge für die EXEMAXX-Gruppe.

## Risiken

- Ausserdem verbessert sich die Diversifikation des Entwicklungsportfolios und der Cash-Flow aus Verkäufen und laufenden Mieteinnahmen wird sich mit zunehmender Projektanzahl verstetigen. Aufgrund der hervorragenden Planungs- und Entwicklerkompetenzen und der Bekanntheit der Marke EYEMAXX eröffnen sich für das Unternehmen laufend gute Opportunitäten für neue Projekte, um mit relativ geringem Eigenkapitaleinsatz neue Developments durchzuführen.
- EYEMAXX hat in seinem Kerngeschäft, der Planung und Realisierung von Fachmarktzentren mittlerweile eine sehr hohe Standardisierung erreicht, die meist kurze Realisierungszeiten von nur 6 bis 12 Monaten und die Einhaltung der geplanten Baukosten ermöglicht. Das Investitionsvolumen beläuft sich hier je nach Projekt zwischen 5 und 15 Mio. Euro. Darüber hinaus besteht große Planungssicherheit durch hohe Vorvermietungsquoten bereits zu Baubeginn. Baukostenüberschreitungen musste EYEMAXX im Bereich der Errichtung von Fachmarktzentren daher bis dato noch nicht verzeichnen.
- Die Wiener Immofinanz AG, einer der großen europäischen Immobilienkonzerne, verfolgt in Bezug auf Fachmarktzentren eine sehr ähnliche Strategie und verfügt bereits über ein Portfolio von rund 50 Objekten in diesem Bereich, wovon rund ein Drittel in Kooperation mit EYEMAXX entstanden sind. Die Objekte liegen ebenfalls in der Tschechien, Polen, Slowakei und Ungarn und laufen unter der von Immofinanz geschützten Marke „STOP.SHOP“. Wir sehen die Immofinanz AG als einen bedeutenden Konkurrenten im Kerngeschäftsbereich Fachmarktzentren.
- Die Gesellschaft ist relativ stark zugeschnitten auf den Gründer und Vorstandsvorsitzenden Dr. Michael Müller und ein kleines Führungsteam von 5 bis 6 Personen. Sollten hier mehrere Personen dem Unternehmen den Rücken kehren, so würde hiermit auch wichtiges Know-How und Netzwerk das Unternehmen verlassen, was sich nachteilig auf zukünftige Geschäftsergebnisse auswirken könnte.
- Wie im Immobilienentwicklungsgeschäft üblich, arbeitet EYEMAXX mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz und ist somit neben einer nachhaltig profitablen operativen Entwicklung auch auf einen intakten Zugang zu frischem Fremdkapital angewiesen. Sollten sich beispielsweise am Kapitalmarkt größere Verwerfungen ergeben, so könnte auch EYEMAXX in Refinanzierungsschwierigkeiten geraten.
- Einige der für die nächsten Jahre in Umsetzung befindlichen Projekte liegen in Serbien. Auch wenn wir an die wirtschaftliche Erholung der Balkanregion glauben, so kämpft Serbien derzeit mit hoher Arbeitslosigkeit und schwachem Wirtschaftswachstum sowie einer Inflation im zweistelligen Bereich. Allerdings bietet der EU-Beitrittskandidat attraktive Steuersätze bei relativ günstigen Lohnkosten, was ausländische Investoren ansprechen sollte. Zudem fördert die Notenbank die Geldwertstabilität mit einer restriktiven Geldpolitik.

**EYEMAXX verfügt über einen umfangreichen Track Record mit vielen erfolgreichen Developments im Volumen von über 250 Mio. Euro seit 2006.**

**Zukünftig stabilere Cash-Flows durch höhere Diversifikation des Portfolios.**

## Das Geschäftsmodell

Das Unternehmen EYEMAXX Real Estate hat in seinem **Kerngeschäftsfeld**, der Entwicklung von **Fachmarktzentren** in den letzten Jahren eine Reihe von Fachmarktzentren und Logistikliegenschaften sowie spezielle nach Kundenwünschen erstellte Liegenschaften (taylormade solutions) entwickelt und erfolgreich abgeschlossen. In den meisten Fällen wurden die Liegenschaften noch vor Fertigstellung als Forward Sale oder kurz danach an Investoren verkauft, um das Kapital für neue Projekte freizusetzen. So wurde seit 2006 ein Projektvolumen von mehr als 250. Mio. Euro Volumen realisiert und veräußert.

Die Gesellschaft konnte bei fast allen ihren Projekten attraktive **Entwicklermargen oberhalb von 20%**, meist sogar über 25%, zum eingesetzten Investitionsvolumen realisieren, zumindest dann, wenn man das Objekt bis zur Fertigstellung in den eigenen Büchern hielt, was seit 2011 und der Begebung der ersten beiden Unternehmensanleihen auch regelmässig angestrebt wird.

Die Mietverträge mit den Konsummarken werden auch in den Nicht-Euro-Ländern wie Polen und Tschechien in Euro abgeschlossen, so dass **kein Währungsrisiko bei den Mieteinnahmen** für die Gesellschaft besteht.

Neben dem Aufbau eines Bestandsportfolios, dem schon heute unter anderem mehrere deutsche und österreichische Logistikimmobilien mit Mieteinnahmen von jährlich rund 1,0 Mio. Euro angehören, steht weiterhin in erster Linie die Erzielung attraktiver Entwicklerrenditen auf dem Programm.

**Einstieg in die Entwicklung von Pflege- und Wohnimmobilien als zweite Säule des Geschäftsmodells in 2014.**

**Bereits über 90 Mio. Euro Projektvolumen in der Pipeline des Segments Wohn- und Pflegeimmobilien.**

**Hohe Planungssicherheit bei Pflegeheimen aufgrund langfristiger Mietverträge mit den Betreibern.**

**Bereits zwei Wohnimmobilienprojekte in Potsdam und Wien gestartet mit rund 16.000m<sup>2</sup> Wohnfläche.**

## **Neuer Geschäftsbereich: Wohn- und Pflegeimmobilien**

Als zweite Säule neben dem Kerngeschäft mit Fachmarktzentren tritt EYEMAXX seit diesem Jahr auch in die Projektentwicklung von schlüsselfertigen Pflege- und Wohnimmobilien ein. Beide Geschäftsfelder versprechen hohe Projektrenditen von 10-15% auf das eingesetzte Kapital (ROI), was bei einem Eigenkapitaleinsatz von 20-25% sowie geplanten Projektlaufzeiten von 15 bis 24 Monaten sehr attraktive Eigenkapitalrenditen ermöglicht.

### **Segment Entwicklung von Pflegeimmobilien**

Aufgrund des demographischen Wandels besteht in den nächsten Jahren ein enormer Bedarf an zusätzlichen, zeitgemäßen Pflege- und Seniorenheimen. Durch langfristige Mietverträge mit erfahrenen, professionellen Betreibern besteht für EYEMAXX eine sehr hohe Planungssicherheit bezüglich aller zukünftigen Cash-Flows. Hier sind aktuell bereits drei Projekte der insgesamt etwa 44 Mio. Euro umfassenden Pipeline in konkreter Vorbereitung, d.h. Liegenschaftsankäufe sind bereits optioniert und notwendige behördliche Bewilligungsverfahren eingeleitet.

Wir gehen ebenfalls von einer zukünftig stark steigenden Nachfrage nach Pflegeimmobilien in Deutschland aus und betrachten das Geschäftsfeld, insbesondere durch die Kombination aus hoher Planungssicherheit bei gleichzeitig sehr attraktiven Eigenkapitalrenditen, als aussichtsreich. Das durchschnittliche Projektvolumen soll hier bei rund 10 Mio. Euro liegen, bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 15-18 Monaten.

### **Segment Entwicklung von Wohnimmobilien**

Während der geographische Fokus bei der Entwicklung von Pflegeheimen bisher klar Deutschland ist, sind im Bereich der Errichtung schlüsselfertiger Wohnimmobilien aktuell bereits zwei Projekte gestartet worden, eines in Potsdam bei Berlin sowie ein weiteres in Wien. Zusammen verfügen beide Projekte über eine geplante Wohnfläche von über 16.000m<sup>2</sup>. Weitere Projekte in Deutschland und Österreich für die Jahre 2015/2016 befinden sich bereits in konkreter Planung.

Die Zielrenditen liegen hier – analog zum Segment Pflegeimmobilien – bei 10-15% (ROI), allerdings geht das Unternehmen hier von durchschnittlichen Projektlaufzeiten von 18 bis 24 Monaten aus. Bezüglich der Exit-Strategie sieht EYEMAXX drei Möglichkeiten: Den Forward-Sale mit oder ohne Vermietung, sowie klassisches Bauträgergeschäft.



**Überwiegender Teil der Erlöse soll zur Realisation der aktuellen Projekte in den neuen Segmenten Wohn- und Pflegeimmobilien verwendet werden.**

**Bereits zwei Immobilienprojekte in Potsdam und Wien gestartet. Mit Fertigstellung rechnet das Unternehmen in 2Q bzw. 4Q 2016**

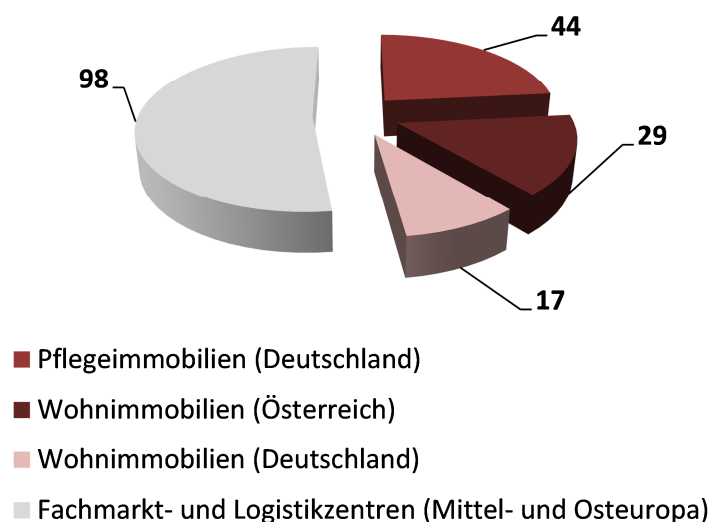
**Bei kurzfristigem Mehrbedarf an Finanzierungsmiteln steht der EYEMAXX zusätzlich noch die Möglichkeit selektiver Mezzanine-Finanzierungen zur Verfügung.**

## Geplante Mittelverwendung der EYEMAXX IV-Anleihe

Rund 70% Investition in die Entwicklung neuer Projekte im Bereich Wohn- und Pflegeimmobilien, etwa 20% Refinanzierungen (keine Anleihen) und etwa 10% zur Finanzierung des Working Capital.

Von den bis zu 10,5 Mio. Euro Emissionserlösen die in die direkte Finanzierung neuer Projekte in den Segmenten Wohnen und Pflegeimmobilien investiert werden, könnten angesichts des üblichen Eigenmitteleinsatzes von 20-25% (in Einzelfällen auch deutlich weniger) somit rund 40 bis 50 Mio. Euro der insgesamt rund 190 Mio. Euro schweren Pipeline (davon 90 Mio. Euro in den neuen Segmenten Wohnen und Pflege) realisiert werden. Wir sehen die Finanzierung dieser zusätzlichen Projekte über die EYEMAXX IV Unternehmensanleihe als sinnvoll an, da das Unternehmen somit in der Lage ist, relativ schnell auf sich bietende Opportunitäten reagieren zu können. Die Erwirtschaftung der Zinsbelastung aus den Anleiheerlösen von etwa 8% bis 10% sollte angesichts der in der Vergangenheit erreichten Renditen von durchschnittlich über 20% auf die in den Projekten eingesetzten Eigenmittel ohne weiteres möglich sein.

## Volumina der aktuellen Projektpipeline (in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmenspräsentation 2014

Bis 2016 plant EYEMAXX die Realisation von 9-12 Projekten im Pflegeimmobilienbereich, entsprechend einem Volumen von 80 bis 130 Mio. Euro sowie von 4-6 Projekten im Wohnimmobilienbereich, entsprechend einem Volumen von 60 bis 100 Mio. Euro.

## Anleihebedingungen\* / Gläubigerschutz\*

- *Kein ordentliches Kündigungsrecht*
- *Ausserordentliches Kündigungsrecht* bei:
  - Zahlungsverzug (30 Tage)
  - Drittverzug / Zahlungsunfähigkeit
  - Insolvenz
  - Liquidation
- *Ausschüttungssperre* – Die Emittentin verpflichtet sich, keine Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber vorzunehmen, falls das Eigenkapital der Emittentin nach IFRS unter 18 Mio. Euro sinken sollte.
- *Negativklärung* - Eine Besicherung möglicher zukünftiger Kapitalmarktverbindlichkeiten durch Sicherheiten der Emittentin beschränkt sich auf das Gesamtbesicherungsvolumen der aktuell begebenen Anleihen 2011/2016 sowie 2012/2017 mit einem Gesamtbesicherungswert von 25 Mio. Euro. Die EYEMAXX behält sich jedoch ausdrücklich das Recht vor, weitere Teilschuldverschreibungen zu begeben.
- *Ratingverschlechterung* – Sollte sich das Corporate Rating der Emittentin durch einen Wechsel des Mehrheitsgesellschafters, z.B. durch Verkauf verschlechtern, steht Gläubigern das Recht zu, sämtliche Forderungen aus der Teilschuldverschreibung durch Kündigung innerhalb von 3 Monaten vor dem jeweiligen nachfolgenden Fälligkeitstermin (jeweils zum 30.September) fällig zu stellen
- *Pari Passu* – Die Verbindlichkeiten der Emittentin gegenüber den Inhabern der Teilschuldverschreibungen stellen unmittelbare, unbedingte und nicht nachrangige Verpflichtungen dar, die im gleichen Rang mit allen anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, sofern diese nicht kraft Gesetzes Vorrang haben.

---

\*Verkürzte Zusammenfassung ohne Gewähr, rechtlich bindend ist ausschließlich der Wertpapierprospekt, abrufbar unter:  
<http://www.eyemaxx.com/uploads/media/Prospekt.pdf>



- *Inflationsschutz:* Der Rückzahlungswert der Anleihe beträgt, je nach Entwicklung der Inflation über die Laufzeit, zwischen 100% und 110% liegen. Berechnet wird der sogenannte Inflationsanpassungsbetrag nach der Formel:

$$N_0 [(1+I_0)^6 - (1+I_0)^6]$$

N<sub>0</sub> ist die Nominale und entspricht 100%. Für die Berechnung des Inflationsanpassungsbetrags ist von der Emittentin die durchschnittliche Inflationsrate während der Laufzeit der Schuldverschreibung wie folgt zu bestimmen. Die durchschnittliche Inflationsrate  $I_0$  wird nach dem geometrischen Mittel während der Laufzeit der Anleihe berechnet. Die Laufzeit beträgt 5,5 Jahre. Folgende 6 Erhebungsdaten gehen in die Berechnung von  $I_0$  ein: I1 Inflationsrate im Januar 2015 bis I6 Inflationsrate im Januar 2020. Der Vergleichszeitpunkt der Inflationsraten I1 bis I6 ist jeweils der Vorjahresmonat. Die Inflationsraten werden aus den Publikationen des Statistischen Bundesamtes in Wiesbaden („Destatis“) entnommen. Das statistische Bundesamt berechnet monatlich den harmonisierten Verbraucherpreisindex - Veränderungsraten zum Vorjahresmonat in % (HVPI) für Deutschland. Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate  $I_0$  von mehr als 2% p.a. erhöht sich der Rückzahlungsbetrag der Anleihe. Der Inflationsanpassungsbetrag ist auf 10% des Nominalwertes gedeckelt. Bei Auszahlung des Maximalbetrages von 110% zuzüglich der laufenden Verzinsung (8,0% Kupon p.a.) eine nominelle Gesamtrendite von 9,45% p.a. über die Laufzeit von 5,5 Jahren.

## SRC Bond-Kennzahlen

EYEMAXX sollte anhand der derzeitigen Projektplanung über eine solide Eigenkapitaldecke sowie ausreichenden Cash-Flow um Zins und Tilgung der ausstehenden Anleihen in den nächsten Jahren abdecken zu können.

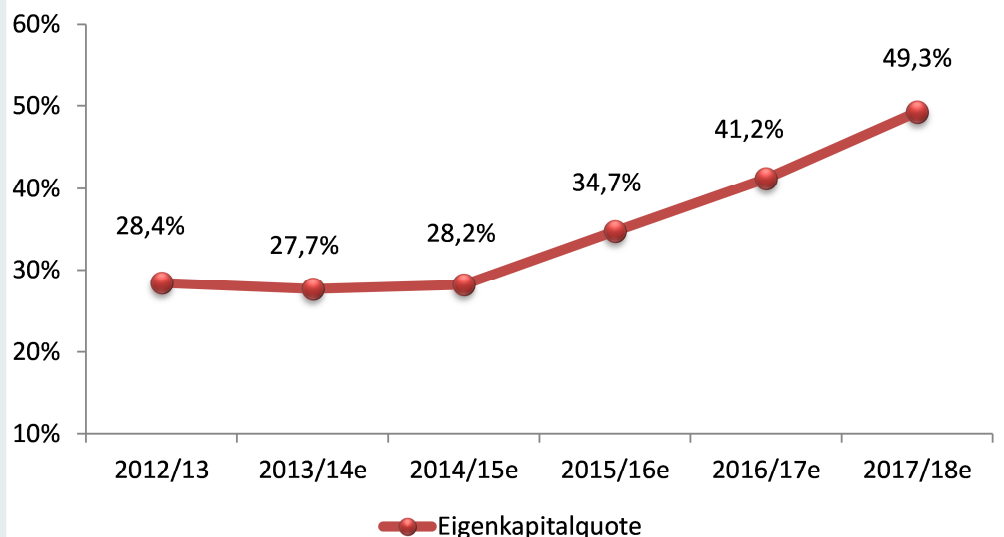
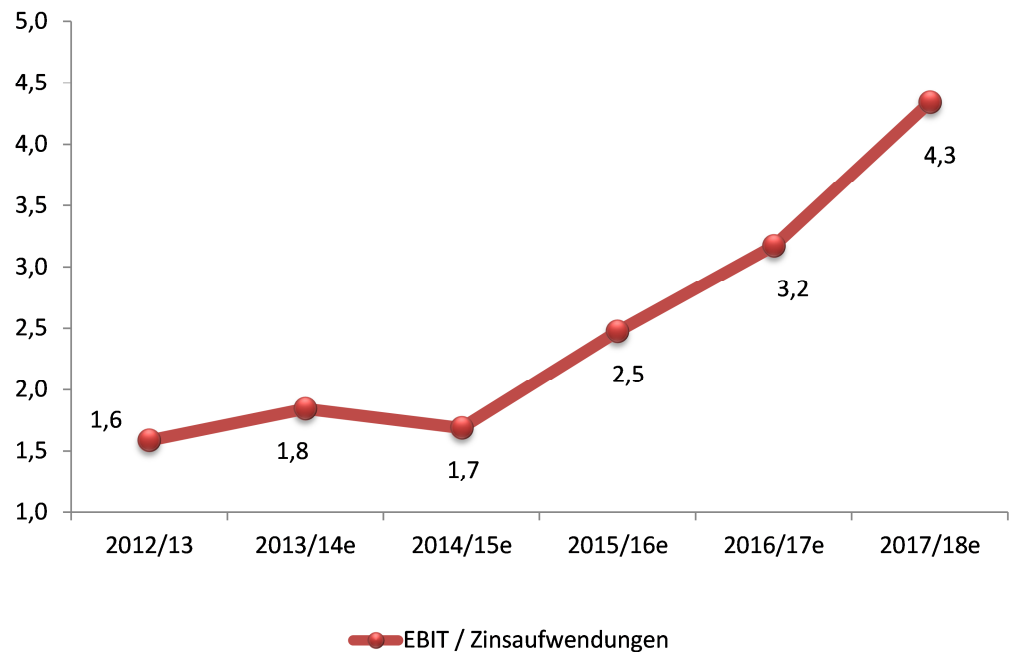
Sowohl die relevanten Bilanzrelationen als auch die prognostizierten Zinsdeckungsgrade auf EBIT und EBITDA-Basis sind solide.

Wir gehen für die kommenden Jahre von einer deutlich steigenden Eigenkapitalbasis aus.

Neben den laufenden Kapitalrückflüssen aus Projektverkäufen konnte EYEMAXX innerhalb der letzten Jahre auch mehrfach erfolgreich Eigenkapital an der Börse einwerben.

	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2017/18e	CAGR '12/'13e - '15/'16e
Eigenkapitalquote	28,4%	27,7%	28,2%	34,7%	41,2%	49,3%	2,6%
EBIT / Zinsaufwendungen	1,6	1,8	1,7	2,5	3,2	4,3	11,4%
EBITDA / Zinsaufwendungen	1,6	1,9	1,7	2,5	3,2	4,4	11,0%
Total debt / EBITDA	7,3	8,2	7,6	5,2	4,7	3,4	-9,7%
Total net debt / EBITDA	6,7	6,7	6,8	4,0	3,7	2,5	-13,1%
Total debt / capital	0,72	0,72	0,72	0,65	0,59	0,51	-1,3%
Current Ratio	3,3	4,8	1,0	1,4	8,8	6,7	-11,7%
Quick Ratio	1,5	3,2	0,5	1,0	5,4	4,5	-7,0%
EBIT-Marge	99,8%	89,0%	88,4%	204,5%	337,0%	186,8%	36,9%
EBT-Marge	54,0%	55,9%	54,7%	151,8%	277,7%	156,4%	42,3%

Quelle: Finanzberichte des Unternehmens, eigene Berechnungen



**Gewinn- und Verlustrechnung der Eyemaxx Real Estate AG**

										CAGR '13/14e '16/17e
EYEMAXX AG	31/10 IFRS (Euro '000)	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2017/18e	2018/19e	
Umsatzerlöse		1.534	2.397	1.985	4.355	4.410	5.015	4.025	4.485	36,2%
Veränderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen		905	449	2.440	3.450	25	-3.520	750	-2.050	
Sonst. Betr. Erträge (inkl. Änderung d. beizulegenden Zeitwerts)		3.615	3.904	3.450	2.085	1.320	2.145	3.240	2.854	
Summe betriebliche Erträge		6.054	6.750	7.875	9.890	5.755	3.640	8.015	5.289	
Materialaufwand		-497	-89	-500	-1.222	-1.205	-1.340	-1.020	-1.354	
Personalaufwand		-1.760	-1.597	-1.650	-1.875	-1.920	-1.945	-2.020	-2.045	
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-3.335	-2.988	-2.554	-2.874	-3.144	-2.478	-1.812	-1.146	
Ergebnisse aus Beteiligungen nach der Equity-Methode		4.503	4.836	4.025	5.018	12.475	14.580	12.010	13.158	
EBITDA		4.965	6.912	7.196	8.937	11.961	12.457	15.173	13.902	20,1%
EBITDA-Marge		323,7%	288,4%	362,5%	205,2%	271,2%	248,4%	377,0%	310,0%	
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagen und Investment Properties		-136	-178	-190	-190	-190	-190	-200	-210	
EBIT		4.829	6.734	7.006	8.747	11.771	12.267	14.973	13.692	20,5%
EBIT Marge		314,8%	280,9%	352,9%	200,8%	266,9%	244,6%	372,0%	305,3%	
Zinserträge		1.061	1.154	1.200	1.845	1.725	1.710	1.010	950	
Erträge aus dem Abgang von Finanzanlagen		0	0	0	0	0	0	0	0	
Sonstige Finanzerträge		0	0	0	0	0	0	0	0	
Zinsaufwendungen		-2.703	-4.246	-3.800	-5.185	-4.760	-3.870	-3.450	-3.250	
Sonstige Finanzaufwendungen		0	0	0	0	0	0	0	0	
Finanzergebnis		-1.642	-3.092	-2.601	-3.341	-3.036	-2.161	-2.441	-2.301	
Vorsteuerergebnis (EBT)		3.187	3.642	4.406	5.407	8.736	10.107	12.533	11.392	31,9%
EBT-Marge		207,8%	151,9%	222,0%	124,2%	198,1%	201,5%	311,4%	254,0%	
Steuern		-614	-533	-820	-420	-250	-250	-450	-750	
Steuerquote		19,3%	14,6%	18,6%	7,8%	2,9%	2,5%	3,6%	6,6%	
Nettoergebnis		2.573	3.109	3.586	4.987	8.486	9.857	12.083	10.642	
Minderheiten		38	-40	-40	-54	-50	-75	-100	-125	
Nettokonzernergebnis		2.611	3.069	3.546	4.933	8.436	9.782	11.983	10.517	40,2%
Umsatzrendite		170,2%	128,0%	178,6%	113,3%	191,3%	195,1%	297,7%	234,5%	
Aktienanzahl		2.651	2.901	3.191	3.500	3.850	4.230	4.610	4.990	
Gewinn je Aktie (EPS)		0,98	1,06	1,11	1,41	2,19	2,31	2,60	2,11	
Dividende je Aktie (DPS)		0,30	0,00	0,30	0,30	0,50	0,50	0,50	0,60	
		16.548,00	20.064,00	23.652,79	27.535,79	34.046,79	41.713,79	51.391,79	58.914,79	
Buchwert je Aktie (BVPS)		6,24	6,92	7,41	7,87	8,84	9,86	11,15	11,81	

**Kennzahlen**

	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2015/16e	2016/17e
<b>Wachstum in %</b>								
Umsatz	-63,8%	56,3%	-17,2%	119,4%	1,3%	13,7%	-19,7%	11,4%
EBITDA	155,7%	39,2%	4,1%	24,2%	33,8%	4,1%	21,8%	-8,4%
EBIT	173,1%	39,4%	4,0%	24,9%	34,6%	4,2%	22,1%	-8,6%
EBT	181,0%	14,3%	21,0%	22,7%	61,6%	15,7%	24,0%	-9,1%
Nettokonzernergebnis	93,0%	17,5%	15,5%	39,1%	71,0%	16,0%	22,5%	-12,2%
<b>Margen in %</b>								
EBITDA	82,0%	102,4%	91,4%	90,4%	207,8%	342,2%	189,3%	262,8%
EBIT	79,8%	99,8%	89,0%	88,4%	204,5%	337,0%	186,8%	258,9%
EBT	52,6%	54,0%	55,9%	54,7%	151,8%	277,7%	156,4%	215,4%
<b>Kostenquoten in %</b>								
Personalkostenquote	29,1%	23,7%	21,0%	19,0%	33,4%	53,4%	25,2%	38,7%
Abschreibungen/Umsatz	2,2%	2,6%	2,4%	1,9%	3,3%	5,2%	2,5%	4,0%
Steuerquote	19,3%	14,6%	18,6%	7,8%	2,9%	2,5%	3,6%	6,6%
<b>Profitabilität in %</b>								
Nettokonzernergebnis/Umsatz	43,1%	45,5%	45,0%	49,9%	146,6%	268,7%	149,5%	198,8%
Eigenkapitalrendite nach Steuern	15,8%	15,3%	15,0%	17,9%	24,8%	23,5%	23,3%	17,9%

\*Rumpfgeschäftsjahr bis 31. Oktober

## Konzernbilanz Eyemaxx Real Estate AG

31/10 IFRS (Euro '000)	11/12	12/13	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	CAGR '14e-17e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>								
Gesamt	43.723	59.976	63.441	77.772	73.030	77.071	78.181	6,8%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>								
Gesamt	7.801	10.590	18.403	16.320	22.100	21.740	24.100	27,8%
Summe Aktiva	51.524	70.566	81.844	94.092	95.130	98.811	102.281	10,5%
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>								
Gesamt	16.548	20.064	22.653	26.536	33.047	40.714	50.392	18,1%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>								
Gesamt	31.253	47.304	55.396	51.243	46.768	55.622	48.314	-0,4%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>								
Gesamt	3.723	3.198	3.795	16.313	15.315	2.475	3.575	68,6%
Summe Passiva	51.524	70.566	81.844	94.092	95.130	98.811	102.281	10,5%
Quelle: SRC Schätzungen								

■ EYEMAXX Real Estate Unternehmensanleihe IV (2014/2020)

SRC-Sterne

■ Kurs / Rendite

Kurs (Brief)	100,00%	Aufgrund der Erstnotiz am 30. September 2014 noch keine Kursentwicklung vorhanden. Alle drei vorangegangenen Unternehmensanleihen der EYEMAXX weisen seit ihrer Emission überdurchschnittlich stabile Kurse aus und notierten überwiegend über ihrem Ausgabepreis.	★ ★ ★ ★ ★
Kupon	8,000%	Die <b>Rendite</b> der Anleihe wird bei einer Zeichnung zum Emissionspreis von 100% je nach Inflationsentwicklung <b>zwischen 8% und 9,45%</b> liegen. Angesichts eines durchschnittlichen Kupons von deutlich unter 8% in der Peer Group sehen wir die Verzinsung als sehr attraktiv an, auch aufgrund des <b>Inflationsschutzes</b> , der ein <b>Alleinstellungsmerkmal innerhalb des Segments</b> darstellt. Daher 5 von 5 möglichen Sternen.	★ ★ ★ ★ ★

■ Risiko

Kapitalstruktur	<b>Eigenkapitalquote von rund 30%.</b> Mit dem Gründer, CEO und Mehrheitsaktionär (68%) Dr. Michael Müller verfügt die EYEMAXX über einen starken, langfristig orientierten Ankeraktionär. EYEMAXX verfügt über eine <b>ausreichend diversifizierte Kapitalstruktur</b> sowie einen intakten Zugang zu Fremd- und Eigenkapital an den Kapitalmärkten.	★ ★ ★ ☆ ☆
Profitabilität	Sehr <b>attraktive Eigenkapitalrenditen</b> in der Immobilienentwicklung sowie steigende wiederkehrende Cash-Flows durch den Ankauf von Renditeliegenschaften. Auf Basis unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die kommenden Jahre ergeben sich <b>gute Zinsdeckungsgrade</b> sowie ein signifikanter Anstieg des Eigenkapitals auf Konzernbasis.	★ ★ ★ ★ ☆
Geschäftsmodell	EYEMAXX verfügt heute bereits über einen <b>lang-jährigen, positiven Track-Record</b> in der profitablen Entwicklung und Vermarktung von Fachmarktzentren. Das neu erschlossene Geschäftssegment Wohnen & Pflege verspricht aus unserer Sicht ebenfalls sehr attraktive Renditen für Entwickler. Mit Hilfe der Emissionserlöse der EYEMAXX IV-Anleihe sollte sich die profitable <b>Realisation der rund 190 Mio. Euro schweren Entwicklungspipeline beschleunigen</b> .	★ ★ ★ ★ ☆
Gläubigerschutz	Mit Gläubigerschutzklauseln ( <b>Covenants</b> ) bezüglich ausserordentlicher Kündigungsrechte, z.B. bei <b>Zahlung- oder Drittverzug</b> sowie einer <b>Ausschüttungssperre</b> an Eigenkapitalgeber der Emittentin (falls das EK nach IFRS unter 18 Mio. Euro sinken sollte) ist der Bond mit <b>marktüblichen Schutzklauseln</b> ausgestattet.	★ ★ ★ ☆ ☆

■ SRC-Gesamturteil

**24 von 30 Punkten, entspricht 4 von 5 Sternen.**  
**Damit weist die EYEMAXX Unternehmensanleihe IV ein überdurchschnittlich attraktives Rendite-Risiko-Profil auf.**



## **SRC Research**

SRC - Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstr. 23

D-60313 Frankfurt am Main

Germany

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

Mail: kuhn@src-research.de

Internet: www.src-research.de

## **Rating Chronik:**

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

## **Wichtige Hinweise:**

- Die EYEMAXX Real Estate AG hat SRC Research mit der entgeltlichen Research-Betreuung der Aktie sowie der Unternehmensanleihen III und IV des Unternehmens beauftragt.
- Der im Report genannte Kurs entspricht dem Zeichnungspreis und Nominalwert von 100%. Die erwarteten Renditen beziehen sich ebenfalls auf einen Ausgabepreis von 100%.

**Disclaimer** © 2014 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

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