



## **Researchstudie (Anno)**

### **EYEMAXX Real Estate AG**



**Projektpipeline auf über 1,0 Mrd. € ausgebaut, Großprojekte  
entwickeln sich planmäßig,  
Hohe Umsatz- und Ergebnispotenziale vorhanden**

**Kursziel: 21,70 €**

**Rating: KAUFEN**

#### **WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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

## EYEMAXX Real Estate AG<sup>\*4,5a,6a,10,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 21,70 €  
(bisher: 21,50 €)

aktueller Kurs: 9,06  
16.05.2019 / XETRA / 17:36  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0V9L94  
WKN: A0V9L9  
Börsenkürzel: BNT1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,32  
Marketcap<sup>3</sup>: 48,44  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 189,58  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 45,4 %

Transparenzlevel:  
General Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.10.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

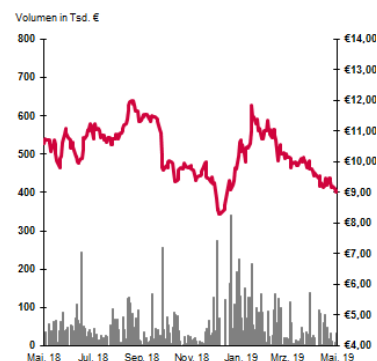
Fokus: Wohn- und Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: Ø 53 Stand: 30.10.2018

Gründung: 1996

Firmensitz: Aschaffenburg

Vorstand: Dr. Michael Müller



Die EYEMAXX Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen mit langjährigem, erfolgreichem Track Record mit dem Fokus auf Wohn-, Pflege- und Gewerbeimmobilien. Die Kernmärkte des Unternehmens sind Deutschland und Österreich. Die Geschäftstätigkeit von Eyemaxx basiert auf zwei Säulen. Dazu gehören zum einen renditestarke Projekte und zum anderen ein fortschreitender Aufbau eines Bestands an vermieteten Gewerbeimmobilien, der laufende Mieterträge und damit stetige Zahlungsströme generiert. Eyemaxx baut dabei auf die Expertise eines erfahrenen Managements von Immobilienprofis und auf ein etabliertes und starkes Netzwerk, das zusätzlichen Zugang zu attraktiven Immobilien und Projekten eröffnet. So konnte die Projektpipeline auf mittlerweile rund 1,0 Mrd. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsennotierte Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.10.2018	31.10.2019e	31.10.2020e	31.10.2021e
Gesamtleistung	26,52	26,79	29,68	30,48
EBITDA	14,80	15,08	17,74	18,30
EBIT	14,44	14,72	17,38	17,94
Jahresüberschuss	7,20	8,34	10,71	11,99

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,35	1,56	2,00	2,24
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,30	0,40

### Kennzahlen

EV/Gesamtleistung	7,15	7,08	6,39	6,22
EV/EBITDA	12,81	12,57	10,69	10,36
EV/EBIT	13,13	12,88	10,91	10,57
KGv	6,73	5,81	4,52	4,04
KBV	0,76			

### Finanztermine

31.07.2019: HJ-Bericht 2018/2019

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

10.12.2018: RS / 21,50 / KAUFEN

02.10.2018: RS / 21,50 / KAUFEN

07.08.2018: RS / 21,50 / KAUFEN

14.03.2018: RS / 19,80 / KAUFEN

24.11.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

17.08.2017: RS / 19,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- EYEMAXX Real Estate AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr das Volumen der Projektpipeline weiter ausgebaut. Zusammen mit den nach dem Bilanzstichtag neu hinzugekommenen Projekten beläuft sich das aktuelle Projektvolumen auf rund 1,00 Mrd. €, wovon zwei Projekte in Berlin (Vivaldi-Höfe und Sonnenhöfe) sowie ein Projekt in Mannheim (Postquadrat Mannheim) rund die Hälfte des Gesamtvolumens ausmachen. Zuletzt war aber Eyemaxx in der Lage, die hohe Volumenkonzentration auf diese drei Großprojekte deutlich zu verringern. Seit Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2017/2018 sind unter anderem ein Gewerbeimmobilienprojekt in Bamberg (Volumen: 60 Mio. €), ein Wohnimmobilienprojekt in Wien (Volumen: 50 Mio. €), ein Büroprojekt in Offenbach (Volumen: 59 Mio. €) sowie ein Wohn- und Gewerbeprojekt in Berlin (Volumen: 34 Mio. €) neu hinzugekommen.
- Die operative Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres 2017/2018 war, wie auch schon in den vorhergehenden Geschäftsjahren insbesondere von den Beteiligungserträgen der Projektgesellschaften, bei denen weitere Projektfortschritte erreicht wurden, geprägt. Zusammen mit den Bewertungserträgen der konsolidierten Projektgesellschaften sowie der weiteren Mieterlössteigerungen verbesserte sich die Gesamtleistung auf 26,52 Mio. € (VJ: 23,58 Mio. €) und lag damit genau im Rahmen unserer Prognose.
- Das EBIT entwickelte sich im Vergleich dazu mit 14,44 Mio. € (VJ: 14,25 Mio. €) zwar vergleichsweise konstant, dies lag insbesondere an fehlenden sonstigen betrieblichen Ergebnisbeiträgen. Nach wie vor verfügt Eyemaxx dabei mit einer EBIT-Marge in Höhe von 54,4 % (VJ: 60,4 %) über ein hohes Rentabilitätsniveau, was einerseits auf die auskömmlichen Projekt-ROIs sowie unter anderem auf die Gesellschaftsstruktur, mit einem hohen Anteil an margenstarken Beteiligungserträgen, zurückzuführen ist. Inklusive Zinserträge weist die Gesellschaft dabei einen Zinsdeckungsgrad von 3,0 auf.
- Die erheblich ausgeweitete Projektpipeline liefert eine umfangreiche Basis für die künftige Geschäftsentwicklung. Unserer Ansicht nach dürfte sich das aktuelle Projektvolumen in den kommenden Jahren konstant entwickeln, wobei fertiggestellte und übergebene Projekte durch Neue ersetzt werden dürften. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir, im Zuge der sukzessiven Realisierung der Projektpipeline, mit einem weiteren Anstieg der Gesamtleistung und analog dazu des operativen Ergebnisses. Bei unterstellten Projekt-ROIs zwischen 15 % - 20 % sollte Eyemaxx die Gesamtleistung auf jährlich über 30 Mio. € anheben. Bei einem konstant hohen Rentabilitätsniveau rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT in unserer letzten konkreten Schätzperiode auf nahezu 18 Mio. €.
- Für zusätzliche Ergebnisimpulse sollte das erwartet rückläufige Finanzergebnis sorgen. Wie die vornehmlich auf Unternehmensanleihen basierende Finanzierungshistorie der Gesellschaft zeigt, konnte der Zinssatz der ausgegebenen Anleihen bei den letzten Emissionen deutlich reduziert werden. Im März 2020 steht dabei die Rückzahlung der mit 8,0 % vergleichsweise hochverzinsten Unternehmensanleihe an, wobei wir bei der Refinanzierung von einer Verbesserung der Konditionen ausgehen.
- In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir, insbesondere als Folge der ausgeweiteten Projektpipeline, ein neues Kursziel in Höhe von 21,70 € (bisher: 21,50 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Unternehmensstruktur .....	4
Geschäftsmodell .....	4
Highlights des Geschäftsjahres 2017/2018.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Markt für Wohnimmobilien .....	6
Markt für Hotelimmobilien und Serviced-Apartments .....	6
Markt für Mikro- und Studentenapartments.....	7
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung GJ 2017/2018.....	9
Erlösentwicklung GJ 2017/2018 .....	9
Ergebnisentwicklung GJ 2017/2018.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
<b>Prognose und Bewertung.....</b>	<b>14</b>
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

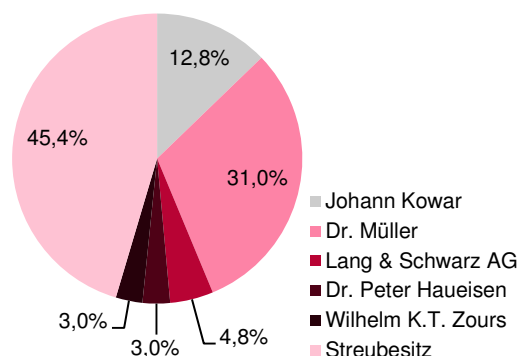
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

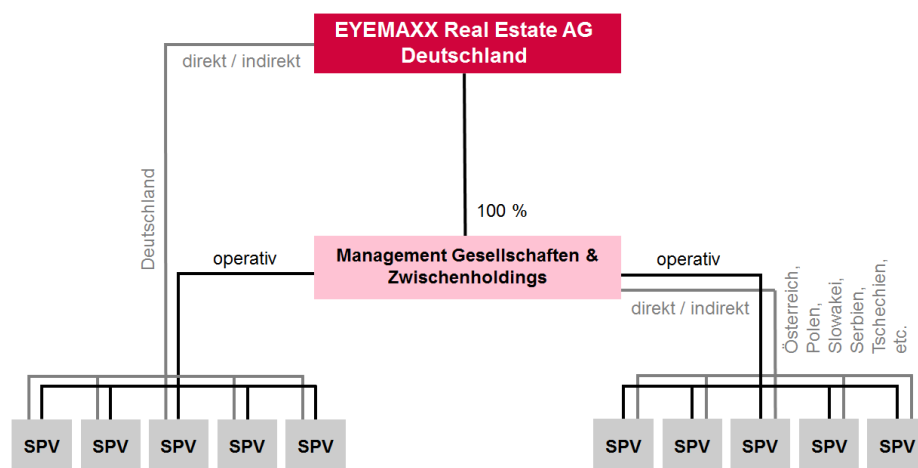
Anteilseigner	in %
Dr. Michael Müller	31,0%
Mag. Johann Kowar	12,8%
Lang & Schwarz AG	4,8%
Dr. Peter Hau Eisen	3,0%
Wilhelm K.T. Zours	3,0%
<b>Free Float</b>	<b>45,4%</b>

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

:



### Unternehmensstruktur



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

### Geschäftsmodell

EYEMAXX Real Estate AG ist ein Immobilienunternehmen mit langjährigem, erfolgreichem Track Record mit dem Fokus auf Wohn- und Gewerbeimmobilien. Die Kernmärkte des Unternehmens sind Deutschland und Österreich. Die Geschäftstätigkeit von Eyemaxx basiert auf zwei Säulen. Dazu gehören zum einen renditestarke Projekte und zum anderen ein fortschreitender Aufbau eines Bestands an vermieteten Gewerbeimmobilien, der laufende Mieterträge und damit stetige Zahlungsströme generiert. Eyemaxx baut dabei auf die Expertise eines erfahrenen Managements von Immobilienprofis und auf ein etabliertes und starkes Netzwerk, das zusätzlichen Zugang zu attraktiven Immobilien und Projekten eröffnet. So konnte die Projektpipeline auf mittlerweile über 1,0 Mrd. Euro ausgebaut und die jährlichen Mieteinnahmen des Bestandsportfolios erhöht werden. Die Aktien der EYEMAXX Real Estate AG notieren im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Das Unternehmen hat außerdem mehrere börsengelistede Anleihen und zwei Wandelanleihen begeben.

## Highlights des Geschäftsjahres 2017/2018

**Dezember 2017:** Erwerb eines Hotelprojektes (Volumen: 18 Mio. €) in zentraler Lage in Offenbach. Diesbezüglich soll das auf dem Grundstück erworbene leerstehende Bürogebäude zu einem 3-Sterne-Hotel mit 186 Zimmern umgebaut werden. Ein Pachtvertrag mit einem Hotelbetreiber über 20 Jahre wurde zudem abgeschlossen.

**März 2018:** Abschluss eines Teilverkaufes beim Großprojekt „Postquadrat“ in Mannheim. BNP Paribas Real Estate Investment Management Germany GmbH erwirbt im Rahmen eines Forward Sales zwei Häuser für einen mittleren zweistelligen Millionenbetrag.

**April 2018:** Erwerb einer multifunktionalen Gewerbeimmobilie in Bamberg. Nach Erhalt der Baubewilligung soll die derzeit ein Cinestar-Kino beherbergende Immobilie für ein geplantes Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von rund 60,0 Mio. € umgebaut und erweitert werden.

**April 2018:** Markteintritt in den wachstumsstarken und renditeträchtigen Bereich Serviced Apartments durch Erwerb eines Projektes in Essen. Mit einem Projektvolumen in Höhe von rund 20 Mio. € sollen auf einer Fläche von 6.000 qm insgesamt 157 Serviced Apartments entstehen. Gleichzeitig wurde ein LOI mit einem möglichen Betreiber unterzeichnet, für einen Pachtvertrag mit einer 20jährigen Laufzeit.

**Juni 2018:** Größtes Wohnbauprojekt der Unternehmensgeschichte in Wien gesichert. Im Rahmen des 50 Mio. € großen Projektes sollen bis Mitte 2021 mehr als 200 Wohnungen (inkl. 108 Tiefgaragenstellplätze) entstehen.

**Juli 2018:** Eyemaxx sichert sich ein Baugrundstück für die Errichtung eines Hotels mit rund 260 Zimmern in Berlin. Das Volumen des bis Ende 2020 fertigzustellenden Projektes beläuft sich auf rund 34 Mio. €.

**September 2018:** Das Berliner Projekt „Sonnenhöfe“, eines der größten Projekte der Eyemaxx, befindet sich in fortgeschrittenen Verkaufsverhandlungen. Die Beurkundung des Verkaufs erfolgte nach Geschäftsjahresende im Dezember 2018. Der somit vertraglich fixierte Verkaufspreis im Rahmen des Forward Sale liegt dabei über den ursprünglichen Erwartungen.

**Oktober 2018:** Weiteres Hotel- und Serviced-Apartment-Projekt in Hamburg gesichert. Nach der Übernahme eines 2.600 qm großen Grundstückes sollen in Hamburg-Harburg ein Hotel mit 125 Zimmern sowie eine Serviced-Apartment-Anlage mit 30 Zimmern (inkl. 60 Stellplätze) entstehen. Die Verhandlungen mit einem Hotelbetreiber über einen Pachtvertrag für 20 Jahre sind zudem weit fortgeschritten.

**Oktober/November 2018:** Erwerb der Mehrheit an der 6B47 Germany GmbH, im Rahmen dessen zwischen 2020 und Ende 2022 das Büroprojekt „MAIN GATE EAST“ umgesetzt werden soll. Das Projekt (Volumen: 59 Mio. €) umfasst ein bis zu 70 m hohes Bürogebäude mit 20 Stockwerken und einer Fläche von 13.600 qm. Geplant ist die Entstehung von Büro-, Einzelhandels- und Gastronomieflächen.

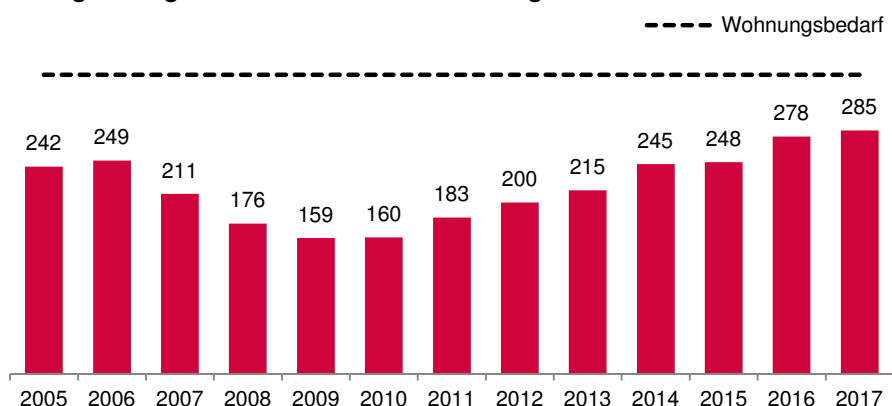
## MARKT UND MARKTUMFELD

Mit dem Fokus der Eyemaxx Real Estate Group auf Deutschland und Österreich umfasst die Strategie der Gesellschaft insbesondere die Immobiliengattungen Wohnen, Stadtquartierentwicklung, Hotelimmobilien und Serviced-Apartments, Mikro- und Studentena-partments, Retail und Logistik. Grundsätzlich ist Eyemaxx in einem weiterhin von einer hohen Nachfrage geprägten Marktumfeld tätig, dem zum Teil unverändert ein nur be-grenztes Angebot gegenübersteht. Wie auch in den vergangenen Jahren wird die hohe Immobiliennachfrage von einem anhaltend niedrigen Zinsumfeld und unter anderem damit verbundenen fehlenden Anlagealternativen beeinflusst. Ende 2018 lag der Bau-fi-nanzierungszins mit 10jähriger Zinsfestschreibung bei 1,39 % und war damit gegenüber dem Vorjahr (Dezember 2017: 1,34 %) nahezu unverändert (Quelle: interhyp).

### Markt für Wohnimmobilien

Der von Eyemaxx adressierte Bereich Wohnimmobilien und Stadtquartierentwicklung wird, zusätzlich dazu, von demografischen Faktoren und einer strukturellen Unterversor-gung geprägt. Im Wohnimmobilienbereich wurden in Deutschland insgesamt rund 285.000 Wohnungen fertiggestellt und damit hat sich der steigende Trend der vergange-nen Jahre fortgesetzt. Seit 2009 ist die Anzahl fertiggestellter Wohnungen um 79,2 % angestiegen. Der jährliche Bedarf liegt gemäß dem Institut der deutschen Wirtschaft jedoch bei 350.000 Wohnungen jährlich, was eine deutliche Angebotslücke offenbart.

#### Baufertigstellungen in Deutschland vs. Wohnungsbedarf



Quelle: Statistisches Bundesamt, Institut der deutschen Wirtschaft, GBC AG

Weitere Effekte wie etwa eine Verkleinerung der durchschnittlichen Haushaltsgröße oder der fortgesetzte Zuzug in die Großstädte verschärfen die Lage in den Metropolregionen zusätzlich. Eyemaxx profitiert mit den bereits gesicherten großen Projekten in Berlin sowie in Wien (ähnliche Tendenzen wie in Deutschland) von der daraus resultierenden hohen Nachfrage, der nur ein nicht ausreichendes Angebot gegenübersteht.

### Markt für Hotelimmobilien und Serviced-Apartments

Auch dieses im Eyemaxx-Leistungsspektrum noch junge Teilsegment ist von einer ho-hen Nachfrage geprägt. Der Nischenbereich Serviced-Apartments, die zwischen Hotel-und Wohnimmobilien angesiedelt sind, profitiert beispielsweise von einer steigenden Mobilität in der Arbeitswelt und punktet in der Regel mit der zentrumsnahen Unterbrin-gung. Mit der Zielgruppe Pendler, Geschäftsreisende oder Studenten gibt es derzeit (Stand: August 2018) insgesamt rund 35.500 Serviced Apartments, die damit einen Anteil von etwa 3 % am Hotelmarkt ausmachen. Gemäß Statistiken des Investmentspe-

zialisten Catella soll der Anteil der Serviced Apartments am Hotelmarkt bis 2030 auf etwa 10 % ansteigen, was mehr als einer Verdreifachung gleichkommt. Aber auch die kurzfristige Entwicklung zeigt einen starken Nachfrageanstieg in diesem Segment: die Übernachtungszahlen lagen in 2017 bei 14,2 Mio. und damit um 23,5 % oder 2,7 Mio. über dem Vorjahreswert (Quelle: Apartmentservice).

Parallel hierzu entwickelte sich der Hotelmarkt in Deutschland ebenfalls sehr positiv. Gestützt auf einen weiteren Anstieg der Übernachtungen um 2,7% auf 459,4 Mio. (2016: 447,2 Mio.) legte die deutschlandweite Auslastung bei Hotels auf 71,3 % (2016: 70,4 %) weiter zu.

## **Markt für Mikro- und Studentenapartments**

Seit 2017 adressiert Eyemaxx den wachstumsstarken Bereich Mikro- und Studentena-partments. Beide hier genannten Objektgattungen weisen Überschneidungen auf und profitieren dabei in besonderer Weise von einem steigenden Bedarf nach Einzelwohn-räumen. Mikroapartments bedienen dabei den Trend einer sukzessiven sinkenden Haushaltsgröße. Gemäß statistisches Bundesamt waren in 2017 41,8 % Ein-Personenhaushalte und stellten damit die am meisten verbreitete Haushaltsgröße dar. Aufgrund eines Anstiegs der Rentnerhaushalte sowie der zunehmend früheren Grün-dung eigener Haushalte wird mit einer weiteren Reduktion der Haushaltsgröße gerech-net.

Auch der Markt für studentisches Wohnen profitiert, zusätzlich zu den allgemeinen im-mobilienbezogenen Marktvorgaben, von spezifischen Mikrofaktoren. So ist etwa im Nachgang der europaweiten Harmonisierung der Studiengänge eine deutlich höhere Bildungsmobilität erkennbar, woraus sich zusätzliche Impulse für den Wohnungsmarkt für Studenten ergeben. Ohnehin ist dabei die Anzahl der Studierenden in Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich angestiegen. Während in 2010 die Anzahl der Studen-ten noch bei 2,22 Mio. € lag, studierten in 2017 insgesamt 2,84 Mio. € Menschen, was einem Anstieg von ca. 28 % gleichkommt. Alleine daraus sowie unter der Annahme einer Fortsetzung dieses Trends lässt sich ein deutlicher Nachfrageanstieg nach Studen-tenimmobilien ableiten.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 16/17	GJ 17/18	GJ 18/19e	GJ 19/20e	GJ 20/21e
Umsatzerlöse	5,00	5,46	6,72	9,76	10,91
Bestandsveränderungen	2,17	-0,35	1,01	0,62	-8,39
aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00
IAS 40 Ergebnis	1,18	4,54	2,10	0,00	0,00
Beteiligungsergebnis (at equity)	13,25	15,82	16,41	18,74	27,40
<b>Gesamtleistung</b>	<b>23,58</b>	<b>26,52</b>	<b>26,79</b>	<b>29,68</b>	<b>30,48</b>
sonstige betriebliche Erträge	1,98	0,98	0,55	0,56	0,57
Materialaufwand	-0,40	-0,53	-0,25	-0,25	-0,26
Personalaufwand	-3,38	-4,50	-5,41	-5,51	-5,62
Abschreibungen	-0,31	-0,36	-0,36	-0,36	-0,36
sonstige Aufwendungen	-5,24	-6,68	-6,05	-6,18	-6,30
<b>EBIT</b>	<b>14,25</b>	<b>14,44</b>	<b>14,72</b>	<b>17,38</b>	<b>17,94</b>
Zinserträge	2,94	5,32	5,97	6,13	6,10
Zinsaufwendungen	-8,99	-10,20	-11,17	-10,89	-9,46
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>8,20</b>	<b>9,56</b>	<b>9,52</b>	<b>12,62</b>	<b>14,58</b>
Steuern	-1,58	-2,27	-1,18	-1,91	-2,58
Minderheiten	-0,01	-0,09	0,00	0,00	0,00
JÜ	6,62	7,20	8,34	10,71	12,00
EBITDA	14,56	14,80	15,08	17,75	18,308
in % der Gesamtleistung	61,7%	55,8%	56,3%	59,8%	60,0%
EBIT	14,25	14,44	14,72	17,38	17,94
in % der Gesamtleistung	60,4%	54,4%	54,9%	58,5%	58,9%
Ergebnis je Aktie in €	1,41	1,35	1,56	2,00	2,24

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung GJ 2017/2018

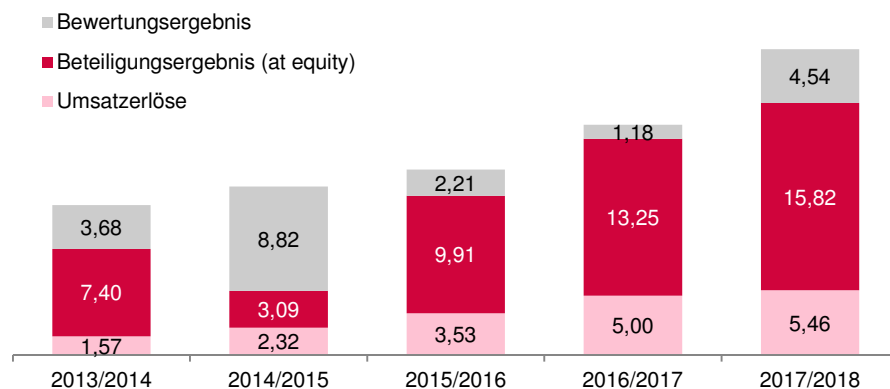
in Mio. €	GJ 2014/15	GJ 2015/16	GJ 2016/17	GJ 2017/18
Umsatzerlöse	2,32	3,53	5,00	5,46
Gesamtleistung (GL)*	16,53	18,25	23,58	26,52
EBITDA (Marge in % auf GL)	9,84 (59,5%)	10,45 (57,3%)	14,56 (61,7%)	14,80 (55,8%)
EBIT (Marge in % auf GL)	9,61 (58,2%)	10,24 (56,1%)	14,25 (60,4%)	14,44 (54,4%)
Jahresüberschuss	4,03	5,85	6,62	7,20

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG; \*Gesamtleistung (GL) nach eigenen Berechnungen

## Erlösentwicklung GJ 2017/2018

Wie angekündigt, hat Eyemaxx im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 die Projektpipeline weiter dynamisch ausgebaut und so die Basis für die erreichte sowie künftige Geschäftsentwicklung erheblich ausgeweitet. Zum Bilanzstichtag verfügt die Gesellschaft über Projekte in einem Gesamtvolumen von rund 975 Mio. € (31.10.17: über 760 Mio. €) und damit wurde die Pipeline innerhalb eines Jahres um mehr als 200 Mio. € ausgebaut. Maßgeblich hierzu haben beispielsweise die neuen Projekte in Bamberg (Volumen: 60 Mio. €), das Wohnimmobilienprojekt Wien (Volumen: 50 Mio. €) das Hotelprojekt in Berlin (Volumen: 34 Mio. €), sowie das zum Bilanzstichtag erworbene Büroprojekt MAIN GATE EAST in Offenbach (Volumen: 59 Mio. €) beigetragen. Diese Projekte waren auch hauptsächlich für die Ertragsentwicklung von Eyemaxx verantwortlich. Mit einer Gesamtleistung in Höhe von 26,52 Mio. € wurde unsere bisherige Prognose (GBC-Prognose: 26,48 Mio. €) nahezu exakt erreicht.

## Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die von uns definierte Gesamtleistung von Eyemaxx setzt sich im Wesentlichen aus den drei Erlösströmen Bewertungsergebnis, Ergebnis aus At-Equity-Beteiligungen und den klassischen Umsatzerlösen (Mieterlöse, Erlöse für Projektleistungen etc.) zusammen. Während das Bewertungsergebnis und die Umsatzerlöse vordergründig mit den Objekten im Zusammenhang stehen, die sich in den vollkonsolidierten Tochtergesellschaften von Eyemaxx befinden, entstammen die At-Equity-Erträge aus den Gemeinschaftsunternehmen, an denen Eyemaxx in der Regel zwar eine Mehrheit hält, jedoch aufgrund Bestimmungen in den Gesellschaftsverträgen keine Beherrschung vorliegt.

Die **At-Equity-Erträge**, die mit 15,82 Mio. € einen neuen Rekordwert erreicht haben, stellen entsprechend der Beteiligungsquote die zugerechneten Nachsteuerergebnisse der Objektgesellschaften dar. Einen hohen Ergebnisbeitrag in Höhe von 6,52 Mio. € lieferte im vergangenen Geschäftsjahr dabei insbesondere das neu erworbene Projekt

Atrium Bamberg. Hier wurden wichtige Projektfortschritte erreicht, die sich entsprechend in einer ergebniswirksamen Steigerung des Projektwertes wiederfinden. Zusätzlich dazu wurde mit der zum Ende der Berichtsperiode erfolgten Akquisition des Projektes MAIN GATE EAST eine Steigerung des Projektwertes und damit auf Konzernebene ein Beteiligungsergebnis in Höhe von 2,64 Mio. € erzielt. Darüber hinaus hat die Gesellschaft aus dem Abgang von Projektgesellschaften ein Ergebnis in Höhe von 3,99 Mio. € erwirtschaftet. Diese Tochterunternehmen wurden über dem bisherigen bilanziellen Wertansatz als Sacheinlage für die im abgelaufenen Geschäftsjahr eingegangene Beteiligung an der ViennaEstate Immobilien AG (Beteiligungsquote: 14 %) eingebracht.

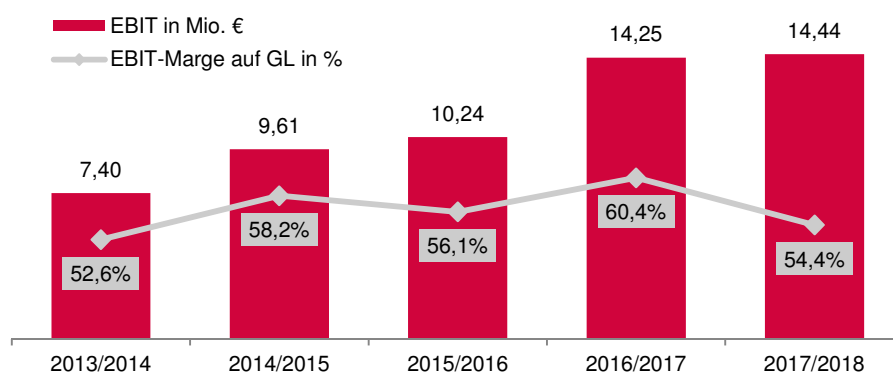
Beim **Bewertungsergebnis** aus den vollkonsolidierten Gesellschaften wurde mit 4,54 Mio. € (VJ: 1,18 Mio. €) ebenfalls der Vorjahreswert deutlich übertroffen. Maßgeblich dazu haben dabei die Projektfortschritte beim neuen Wohnbauprojekt in Wien (1,86 Mio. €) sowie beim neuen Hotelprojekt in Berlin (2,34 Mio. €) beigetragen, die beide erstmals im vergangenen Geschäftsjahr vollkonsolidiert wurden.

Komplettiert wird die Gesamtleistung von den **Umsatzerlösen** in Höhe von 5,46 Mio. € (VJ: 5,00 Mio. €), bei denen sich auch im abgelaufenen Geschäftsjahr die positive Tendenz fortgesetzt hatte. Neben der konstanten Entwicklung bei den Mieteinnahmen hatte Eyemaxx höhere Projektdienstleistungen gegenüber den Projektgesellschaften erbracht.

### Ergebnisentwicklung GJ 2017/2018

Trotz höherer Gesamtleistung lag das EBIT mit 14,44 Mio. € (VJ: 14,25 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau und damit unterhalb unseren Erwartungen (letzte GBC-Prognose: 16,95 Mio. €). Nach wie vor weist aber Eyemaxx mit einer auf der Gesamtleistung bezogenen EBIT-Marge in Höhe von 54,4 % (VJ: 60,4 %) ein unverändert hohes Ergebnisniveau auf. Die konstante operative Ergebnisentwicklung ist, bei sonst vergleichsweise geringen operativen Kostensteigerungen, insbesondere auf ein deutlich rückläufiges sonstiges Ergebnis in Höhe von -5,71 Mio. € (VJ: -3,25 Mio. €) zurückzuführen. Diese stehen einerseits mit dem deutlichen Portfolioausbau sowie andererseits mit fehlenden Erträgen aus der Auflösung von Wertberichtigungen, die noch im Vorjahr rund 0,5 Mio. € ausgemacht hatten, im Zusammenhang.

#### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in % auf GL)

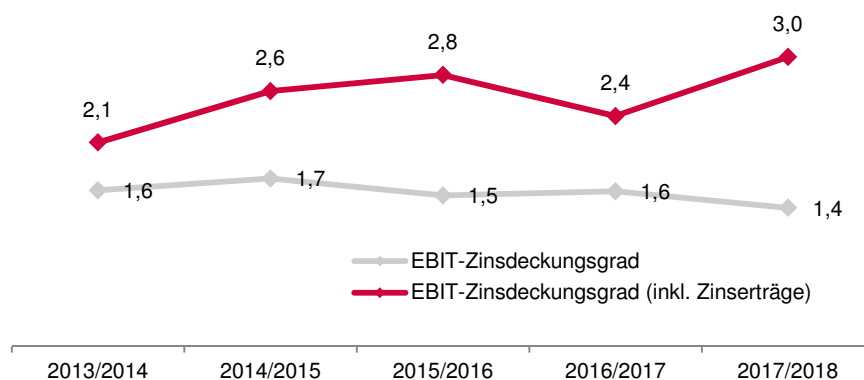


Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Der Ausbau des Objektportfolios sowie der Fortschritt bei den Immobilienprojekten gehen naturgemäß mit einem Anstieg der Finanzierungsbedürfnisse einher. Die Holding stellt dabei in der Regel das auf Ebene der Projektgesellschaften notwendige Eigenkapital zur Verfügung. Um die Finanzierung des Eigenkapitals zu stemmen, wurden auch im vergangenen Geschäftsjahr Kapitalmaßnahmen (Emission einer weiteren Anleihe, Kapi-

talerhöhung) durchgeführt sowie neue Bankkredite aufgenommen. Auf Grundlage der damit deutlich gestiegenen Gesamtverschuldung in Höhe von 144,17 Mio. € (31.10.17: 100,81 Mio. €) erhöhten sich dazu korrespondierend die Finanzaufwendungen auf 10,20 Mio. € (VJ: 8,99 Mio. €). Hier gilt es aber festzustellen, dass sich die deutlich rückläufige Tendenz der vergangenen Geschäftsjahre beim durchschnittlichen Zinssatz auch im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 8,3 % (VJ: 10,6 %) fortgesetzt hat. Eine Steigerung des Fremdkapitals findet sich dementsprechend nur unterproportional in den Finanzaufwendungen wieder.

#### Zinsdeckungsgrade auf EBIT-Basis



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Ausgehend vom nahezu unveränderten operativen Ergebnis bewirkte der Anstieg der Finanzaufwendungen einen Rückgang des EBIT-Zinsdeckungsgrades auf 1,4 (VJ: 1,6). Grundsätzlich weist aber Eyemaxx eine konstante Entwicklung beim Zinsdeckungsgrad auf und damit war die Gesellschaft in den vergangenen Jahren stets in der Lage, den Kapitaldienst zu erbringen. Würden jedoch die Zinserträge, also die Erträge aus der Weitergabe der Finanzmittel an die Projektgesellschaften einbezogen, dann läge der Zinsdeckungsgrad bei 3,0 (VJ: 2,4) erheblich höher. Die Zinserträge lagen mit 5,32 Mio. € (VJ: 2,94 Mio. €) erheblich über Vorjahresniveau und geben dabei die höhere Darlehensausgabe an Gemeinschaftsunternehmen wieder.

Folglich war Eyemaxx in der Lage, beim Nachsteuerergebnis (nach Minderheiten), nach Berücksichtigung einer nahezu konstanten Entwicklung der Steuerquote, ein im Vergleich zum EBIT stärkeres Wachstum auf 7,20 Mio. € (VJ: 6,62 Mio. €) zu erreichen.

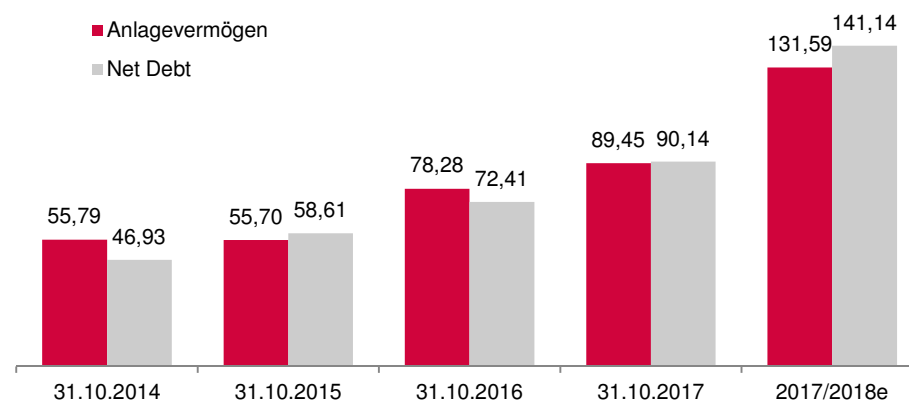
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.10.2016	31.10.2017	31.10.2018
Eigenkapital (EK-Quote in %)	38,01 (31,9%)	50,10 (33,4%)	63,57 (29,1%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	69,54	100,81	144,17
Kurzfristige liquide Mittel	3,33	15,77	7,73
davon frei verfügbar	0,55	3,26	7,35
Net Debt	72,41	90,14	141,14
Anlagevermögen	65,65	76,87	116,59
Cashflow (operativ)	-5,84	-6,80	-9,73
Cashflow (Investition)	-3,79	-12,16	-36,31
Cashflow (Finanzierung)	6,70	21,68	50,13

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Da nur eine teilweise Vollkonsolidierung bei den Objektgesellschaften vorliegt, weist das Bilanzbild von Eyemaxx eine vergleichsweise schlanke Struktur auf. Während bei den vollkonsolidierten Projektgesellschaften sowohl das Eigen- als auch das Fremdkapital in der Konzernbilanz einbezogen werden, wird bei den nicht konsolidierten Gesellschaften lediglich der Marktwert des Eigenkapitals im Anlagevermögen des Konzernabschlusses erfasst. Angesichts der Fortsetzung des starken Wachstums beim Projektvolumen legte dabei der Ansatz der At-Equity-Beteiligungen (Gemeinschaftsunternehmen) auf 45,41 Mio. € (31.10.17: 35,08 Mio. €) zu. Wie bereits dargestellt, ist dies primär auf die Marktwertentwicklung der beiden Projekte in Bamberg und MAIN GATE EAST zurückzuführen. Parallel dazu legten die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien der konsolidierten Gesellschaften auf 67,36 Mio. € (31.10.17: 38,45 Mio. €) hauptsächlich aufgrund der Marktwertveränderung beim Wohnbauprojekt in Wien und beim Hotelprojekt in Berlin zu. Insgesamt kletterte damit das Anlagevermögen erstmals über die 100 Mio. €-Grenze auf 116,59 Mio. € (31.10.17: 76,87 Mio. €) deutlich an.

### Anlagevermögen und Nettofinanzverschuldung (in Mio. €)



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Analog dazu und damit als Resultat der hohen Investitionsaktivität erhöhte sich die Nettofinanzverschuldung auf 136,44 Mio. € (31.10.17: 85,04 Mio. €). Ein wichtiger Bestandteil der Finanzmittelausweitung war die im April 2018 erfolgte Emission der mittlerweile sechsten Eyemaxx-Unternehmensanleihe, die zum Bilanzstichtag einen Zeichnungsstand von rund 30,00 Mio. € aufweist. Hinweis: nach dem Bilanzstichtag wurde im Rahmen einer Nachplatzierung das ausstehende Volumen auf 40,00 Mio. € erhöht. Erwähnenswert ist dabei der vergleichsweise niedrige Kupon der zuletzt emittierten Anleihe in Höhe von 5,5 %, wodurch Eyemaxx den durchschnittlichen Zins insgesamt reduziert hat. Die letzte im abgelaufenen Geschäftsjahr planmäßig zurückgezahlte Anleihe war noch mit einem Kupon in Höhe von 7,75 % ausgestattet. Parallel zum Anstieg des ausstehen-

den Anleihevolumens wurden die Bankkredite auf 35,56 Mio. € (31.10.17: 7,11 Mio. €) ausgeweitet.

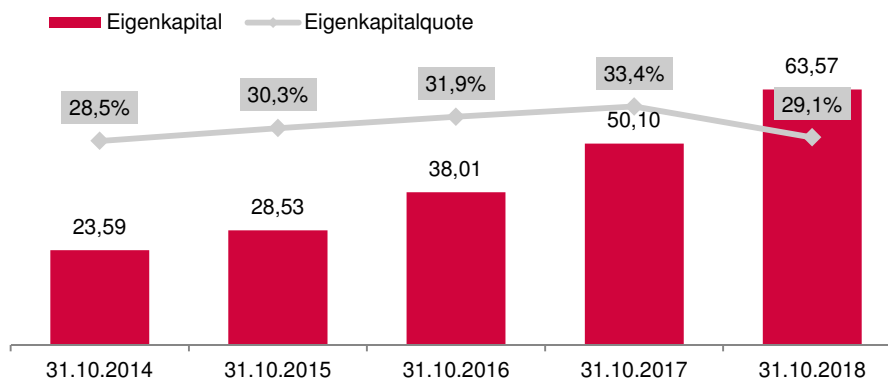
#### Anleihehistorie der Eyemaxx

	Anleihe 2011/2016	Anleihe 2012/2017	Anleihe 2013/2019	Anleihe 2014/2020	Anleihe 2016/2021	Anleihe 2018/2023	Wandelanl. 2016/2019	Wandelanl. 2017/2019
Kupon	7,50%	7,75%	7,875%	8,0%	7,00%	5,50%	4,50%	4,50%
Emissionsvolumen	12,96 Mio.€	11,62 Mio.€	15,00 Mio.€	21,34 Mio.€	30,00 Mio.€	30,00 Mio.€	4,19 Mio.€	20,376 Mio.€
Status/ausstehendes Volumen:	zurückge- zahlt	zurückge- zahlt	zurückge- zahlt	21,34 Mio.€	30,00 Mio.€	40,00 Mio.€	2,53 Mio.€	20,376 Mio.€

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat Eyemaxx zudem eine Kapitalerhöhung in Höhe von 5,46 Mio. € durchgeführt. Zusammen mit dem positiven Nachsteuerergebnis erhöhte sich das Eigenkapital auf 63,57 Mio. € (31.10.17: 50,10 Mio. €). Trotz gesteigerten Eigenkapitals reduzierte sich die EK-Quote infolge der signifikanten Ausweitung der Projektpipeline auf 29,1 % (31.10.17: 33,4 %), diese ist für einen Immobilienprojektierer nach wie vor als überdurchschnittlich einzustufen.

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



Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Sowohl der Ausbau der Finanzverbindlichkeiten als auch der Anstieg des Eigenkapitals wurden vollständig für den Ausbau der Projektpipeline verwendet. Insgesamt lag dabei der freie Cashflow aufgrund der anhaltend intensiven Akquisitionsaktivität bei -46,04 Mio. € (VJ: -18,96 Mio. €). Dem steht ein Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 50,13 Mio. € (VJ: 21,68 Mio. €) gegenüber, so dass die frei verfügbaren liquiden Mittel leicht auf 7,35 Mio. € (VJ: 3,26 Mio. €) angestiegen sind.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2017/18	GJ 2018/19e	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e
Umsatzerlöse	5,46	6,72	9,76	10,91
Gesamtleistung (GL)*	26,52	26,79	29,68	30,48
EBITDA (Marge in % auf GL)	14,80 (55,8%)	15,08 (56,3%)	17,74 (59,8%)	18,30 (60,0%)
EBIT (Marge in % auf GL)	14,44 (54,4%)	14,72 (54,9%)	17,38 (58,5%)	17,94 (58,8%)
Jahresüberschuss	7,20	8,34	10,71	11,99

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Die Basis unserer nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisschätzungen bildet, wie auch schon in den Vorjahren, die nochmals ausgeweitete Projektpipeline. Derzeit umfasst die Projektpipeline 23 Projekte mit einem Gesamtvolumen von rund 1.007 Mio. €. Im Vergleich dazu stellte die Basis unserer Vorjahres-Anno-Studie eine Projektpipeline mit einem Volumen von 757,70 Mio. €. Besonders zum Anstieg der ohnehin umfangreichen Projektpipeline haben die zuletzt erworbenen Projekte in Bamberg, Offenbach (MAIN GATE EAST), das Wohnbauprojekt in der Wiener Grasbergergasse sowie das erst kürzlich erworbene Wohn- und Büroimmobilienprojekt in Berlin Schönefeld in der Alfred-Döblin-Allee. Die im vergangenen und laufenden Geschäftsjahr erworbenen Projekte sollen in den kommenden Jahren (GJ 19/20 – GJ 20/21) sukzessive fertiggestellt und vermarktet werden, bzw. im Falle des Bamberger Projektes im langfristigen Bestand verbleiben.

Projekt	Land	Assetklasse	Projektvolumen bei Verkauf in Mio. €
Schönefeld Vivaldi-Höfe	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	169,0
Schönefeld Sonnenhöfe	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	173,0
Offenbach	Deutschland	Gewerbe	18,0
Bonn	Deutschland	Gewerbe	16,5
Mixed Use Mannheim	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	200,0
Wien, Siemensstraße	Österreich	Wohnen	21,5
Logistikzentrum Belgrad - Phase I	Serbien	Gewerbe	11,5
FMZ Krnov	Tschechei	Gewerbe	5,3
FMZ Louny	Tschechei	Gewerbe	5,0
FMZ Malbork	Polen	Gewerbe	6,0
Logistikzentrum Belgrad - Phase II	Serbien	Gewerbe	18,5
FMZ Elk	Polen	Gewerbe	8,0
Retail Park Belgrad	Serbien	Gewerbe	18,1
Factory Outlet Belgrad Phase I	Serbien	Gewerbe	17,5
Pflegeheim Waldalgesheim	Deutschland	Pflege	14,0
Lindauer Hafen	Deutschland	Wohnen	21,4
FMZ Bamberg	Deutschland	Gewerbe	60,0
Serviced Apartments Essen	Deutschland	Gewerbe	19,5
Wien, Grasbergergasse	Österreich	Wohnen	48,5
Berlin, Schützenstraße	Deutschland	Gewerbe	34,0
Serviced Apartments Hamburg	Deutschland	Gewerbe	22,5
Main Gate East, Offenbach	Deutschland	Gewerbe	59,0
Berlin, Alfred-Döblin-Allee	Deutschland	Wohnen/Gewerbe	40,0
<b>Summe</b>			<b>1.006,8</b>

Quelle: EYEMAXX Real Estate AG; GBC AG

Eyem maxx verfügt nunmehr über ein Projektvolumen, welches unserer Ansicht nach künftig nicht mehr wesentlich ausgebaut werden dürfte. Künftig dürfte die Gesellschaft eine stabile Entwicklung des Projektvolumens ausweisen, im Rahmen dessen die finalisierten

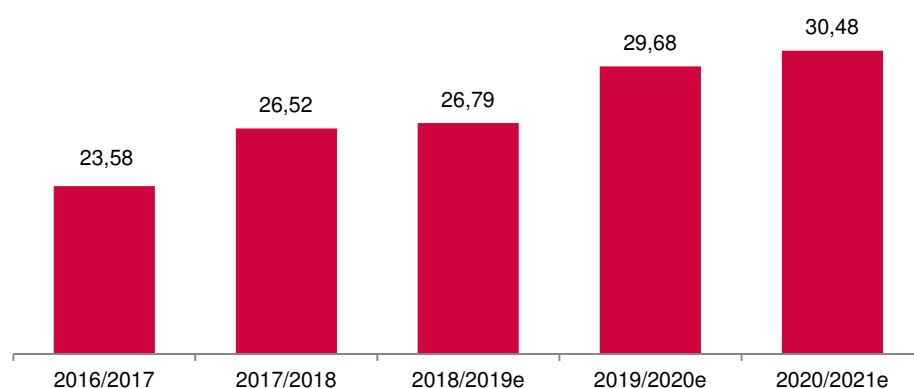
Projekte durch neue ersetzt werden dürften. Mit dem Erwerb der neuen Projekte hat es die Gesellschaft zudem geschafft, die künftigen Umsätze und Ergebnisse deutlich breiter aufzustellen und damit die Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten zu reduzieren. Dennoch wird zumindest die kurzfristige operative Entwicklung von Eyemaxx von den großen Projekten in Berlin Schönefeld (Sonnenhöfe und Vivaldi-Höfe) sowie in Mannheim (Postquadrat), die zusammen ein Gesamtvolumen in Höhe von über 540 Mio. € ausmachen.

Beim Mannheimer Projekt Postquadrat, für welches der Baubeginn im ersten Halbjahr 2017 erfolgt ist und bei dem mit der Fertigstellung in Q4/2020 (Eyemaxx-Geschäftsjahr 2020/2021) gerechnet wird, sind bereits mehrere Teilverkäufe erfolgt und damit wurden bislang knapp 50 % des Projektes veräußert. Dieses Projekt wird dabei mit dem Joint Venture-Partner Johann Kowar als Finanzinvestor realisiert. Unseren Berechnungen zur Folge dürfte sich der Eyemaxx zustehende Ergebnisbeitrag dieses Projektes auf rund ca. 17 Mio. € belaufen. Dieser wird bis zur Projektfertigstellung sukzessive im „At-Equity“-Ergebnis dargestellt.

Das Berliner Großprojekt Sonnenhöfe wurde bereits im Rahmen eines Forward Sale bereits vollständig veräußert. Dass ein Verkaufspreis oberhalb den Erwartungen erzielt wurde, ist als ein weiterer „Proof of concepts“ bei der Projektauswahl und Projektbilanzierung zu sehen. Unseren Berechnungen zur Folge dürfte damit der Eyemaxx ein Gewinnanteil (im Beteiligungsergebnis) oberhalb von 15 Mio. € bis zur erwarteten Projekteübergabe im Herbst 2021 zuzurechnen sein.

Zusammen mit dem zweiten Großprojekt in Schönefeld, welches unseren Erkenntnissen zur Folge kurz vor der Vermarktung steht sowie unter Einbezug der dargestellten Projektpipeline rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einem nachhaltigen Anstieg der Gesamtleistung. Hier sind dabei sowohl die Mieterlöse als auch die Erträge aus Beteiligungen (At-Equity) sowie auch mögliche Bewertungserträge berücksichtigt. Neben einem Anstieg der Miet- und Dienstleistungserlöse rechnen wir dabei insbesondere mit einem Ausbau der Beteiligungserträge. Die vergleichsweise konstante Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr ist auf die erwartet rückläufigen Bewertungserträge zurückzuführen:

#### Prognose der Gesamtleistung (in Mio. €)



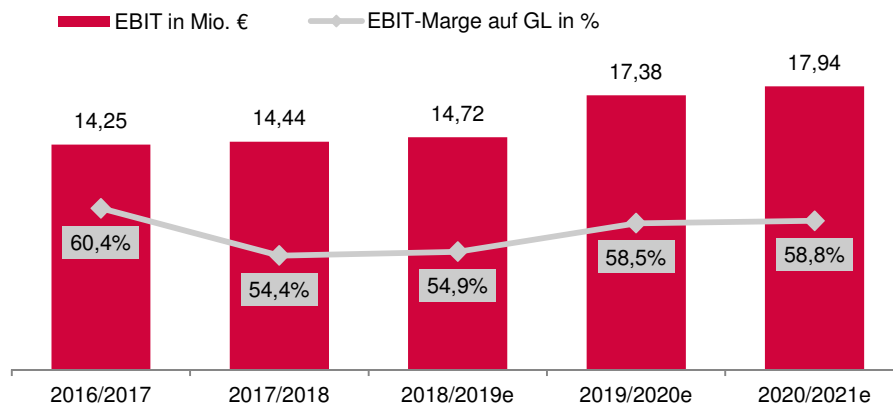
Quelle: GBC AG

Auf Ergebnisebene wird sich das hohe Rentabilitätsniveau auch in den kommenden Geschäftsjahren fortsetzen. Hauptsächlich hängt dies mit den At-Equity-Ergebnissen zusammen, die der Muttergesellschaft Eyemaxx als Nachsteuerergebnis zufließen und denen damit keine weiteren Kosten gegenüber stehen. Zudem dürfte Eyemaxx in den folgenden Geschäftsjahren die hohe Kostenkontinuität der vergangenen Geschäftsjahre



fortsetzen und damit tendenziell überproportional am Anstieg der Gesamtleistung profitieren:

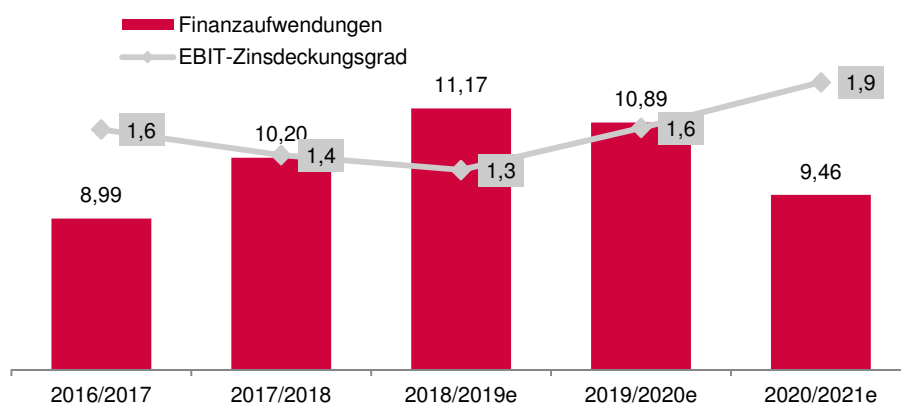
#### Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in % auf GL)



Quelle: GBC AG

Für zusätzliche Ergebnisimpulse sollte das erwartet rückläufige Finanzergebnis sorgen. Wie die vornehmlich auf Unternehmensanleihen basierende Finanzierungshistorie der Gesellschaft zeigt, konnte der Zinssatz der ausgegebenen Anleihen bei den letzten Emissionen deutlich reduziert werden. Jeweils Ende 2019 sowie im März 2020 (Geschäftsjahr 2019/2020) steht die Refinanzierung von Wandelanleihen und einem mit 8,0 % vergleichsweise hoch verzinsten Corporate Bond an. Auch wenn das Refinanzierungsinstrument zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht feststeht, gehen wir dennoch von einer Verbesserung bei den Konditionen aus. Dabei dürften sowohl bei den Finanzaufwendungen als auch beim Zinsdeckungsgrad Verbesserungen erreicht werden:

#### Finanzaufwendungen (in Mio. €) und Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### *Modellannahmen*

EYEMAXX Real Estate AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2018/2019, 2019/2020 und 2020/2021 in Phase 1, erfolgt von 2022/2023 bis 2025/2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 57,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EYEMAXX Real Estate AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktpremie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,25 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktpremie setzen wir die historische Marktpremie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktpremie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41 (bisher: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,78 % (bisher: 9,00 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,92 % (bisher: 8,16 %).

### *Bewertungsergebnis*

Als Bewertungsergebnis haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 21,70 € je Aktie (bisher: 21,50 €) ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung resultiert insbesondere aus der leichten Anhebung der Prognosen im konkreten Prognosezeitraum, auf Grundlage der weiter ausgeweiteten Projektpipeline.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	57,0%	ewige EBITA - Marge	54,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,4%	effektive Steuerquote im Endwert	20,0%
Working Capital zu Umsatz	55,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18/19e	GJ 19/20e	GJ 20/21e	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	
Gesamtleistung (GL)	26,79	29,69	30,49	31,25	32,03	32,83	33,65	34,49	
GL Veränderung	1,0%	10,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,24	0,23	0,26	0,26	0,26	0,25	0,25	0,25	
EBITDA	15,08	17,75	18,31	17,81	18,26	18,71	19,18	19,66	
EBITDA-Marge	56,3%	59,8%	60,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	
EBITA	14,72	17,38	17,94	17,34	17,78	18,21	18,66	19,12	
EBITA-Marge	54,9%	58,5%	58,9%	55,5%	55,5%	55,5%	55,4%	55,4%	54,6%
Steuern auf EBITA	-1,83	-2,63	-3,59	-3,47	-3,56	-3,64	-3,73	-3,82	
zu EBITA	12,4%	15,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBI (NOPLAT)	12,89	14,75	14,36	13,87	14,22	14,57	14,93	15,30	
Kapitalrendite	8,5%	11,0%	9,5%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	10,0%	9,8%
Working Capital (WC)	20,72	20,64	11,98	17,19	17,62	18,06	18,51	18,97	
WC zu Umsatz	77,3%	69,5%	39,3%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	
Investitionen in WC	-1,15	0,08	8,66	-5,21	-0,43	-0,44	-0,45	-0,46	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	113,26	130,28	118,91	120,19	125,61	131,33	134,61	137,98	
AFA auf OAV	-0,36	-0,36	-0,36	-0,48	-0,48	-0,50	-0,53	-0,54	
AFA zu OAV	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Investitionen in OAV	17,97	-17,38	11,01	-1,76	-5,90	-6,22	-3,81	-3,90	
Investiertes Kapital	133,98	150,92	130,89	137,38	143,23	149,39	153,12	156,95	
EBITDA	15,08	17,75	18,31	17,81	18,26	18,71	19,18	19,66	
Steuern auf EBITA	-1,83	-2,63	-3,59	-3,47	-3,56	-3,64	-3,73	-3,82	
Investitionen gesamt	16,82	-17,30	19,67	-6,97	-6,33	-6,66	-4,26	-4,37	
Investitionen in OAV	17,97	-17,38	11,01	-1,76	-5,90	-6,22	-3,81	-3,90	
Investitionen in WC	-1,15	0,08	8,66	-5,21	-0,43	-0,44	-0,45	-0,46	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	30,07	-2,19	34,39	7,38	8,37	8,41	11,19	11,47	206,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	180,35	196,82
Barwert expliziter FCFs	59,09	65,96
Barwert des Continuing Value	121,25	130,86
Nettoschulden (Net debt)	64,10	72,65
Wert des Eigenkapitals	116,25	124,17
Fremde Gewinnanteile	-0,21	-0,22
Wert des Aktienkapitals	116,04	123,95
Ausstehende Aktien in Mio.	5,35	5,35
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>21,70</b>	23,18

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	23,6%
WACC	<b>7,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%
9,3%	23,58	21,82	20,25	18,84	17,56
9,6%	24,43	22,60	20,98	19,52	18,20
9,8%	25,27	23,39	<b>21,70</b>	20,20	18,83
10,1%	26,11	24,17	22,43	20,87	19,47
10,3%	26,95	24,95	23,16	21,55	20,10

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

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

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

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

#### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

#### **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

#### **§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

#### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

#### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

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