



Researchstudie (Anno)

WINDSOR AG

Stand 12.09.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19

Windsor AG ^{(5)*}**KAUFEN**

Kursziel: 5,50 Euro

Kurs: 2,50 Euro
11. August 2008 ; 12:00
XETRA**Letztes Rating/
Kursziel:**
22. November 2007
KAUFEN /6,0 EUR**Marktsegment:**
Open Market
(Freiverkehr)**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Markus Lindermayr**
lindermayr@gbc-ag.de**Cosmin Filker**
filker@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**Windsor AG
Kochstrasse 28
(umbenannt in Rudi-
Dutschke-Str. 7)
D-10969 Berlin**Tel.:** 030 886722-0
Fax.: 030 886722-99Info:
ir@windsor-ag.com
www.windsor-ag.com**Unternehmensprofil:****Branche:** Immobilien**Fokus:** Bewirtschaftung, Entwicklung,
Sanierung, Vertrieb von Immobilien**Mitarbeiter:** 11 (31.12.2007)**Unternehmenssitz:** Berlin**Gründung:** 1993**Vorstand:**

Heiko Alexander Zybell

Niklas Helmreich

WKN: 619070

ISIN: DE0006190705

Börsenkürzel: WIR

Anzahl Aktien: 9,235 Mio. Stück

Marktkap: 21,148 Mio. EUR

Streubesitz: 45,7 %

52 W Hoch: 4,48 EUR

52 W Tief: 1,70 EUR

* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage).



In Mio. Euro (IFRS)	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Gesamtleistung	25,048	30,998	19,600	39,000
Rohrertrag	16,774	6,185	6,123	11,000
EBITDA	13,120	2,990	3,953	7,125
EBIT	13,103	2,977	3,933	7,105
Periodenergebnis	8,009	2,845	1,803	4,024
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,89	0,31	0,20	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00*	0,00*
in % vom Rohrertrag				
EBITDA-Marge	78,2	48,3	64,6	64,8
EBIT-Marge	78,1	48,1	64,2	64,6
Kennzahlen				
EV/Sales	3,31	4,87	4,92	2,39
EV/EBITDA	4,23	10,08	7,63	3,69
KGV	2,81	8,12	12,80	5,74
KBV (30.07.2008)			0,91	

*Dividendenvorschlag für GJ 2006 abgelehnt, künftige Ausschüttungen können jedoch vorgenommen werden, derzeit aber nicht in unseren Prognosen enthalten

Highlights:

- Neugründung der Capital Real Estate AG, Kapitalerhöhung bei Windsor Real Estate AG und Eintragung als Vor-REIT-Status
- Stärkere Ausrichtung der Strategie auf Gewerbeimmobilien
- Genussscheinrückkauf und Rückführung von Verbindlichkeiten erhöht die Eigenkapitalquote deutlich

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil und Geschäftstätigkeit.....	4
Aktionärsstruktur.....	4
Konsolidierungskreis der Windsor AG.....	5
Die nächsten Unternehmenstermine.....	5

Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	6
Der Immobilienmarkt in Berlin.....	6
Die Immobilienmärkte in Potsdam und Leipzig.....	7

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	8
Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	9
Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007.....	9
Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007.....	10
Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007.....	13
Prognose und Ausblick.....	14

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Discounted Cashflow-Modell.....	16
Peer-Group Vergleich auf Basis der NAV- Bewertung.....	17
Fazit	18

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	19
---	----

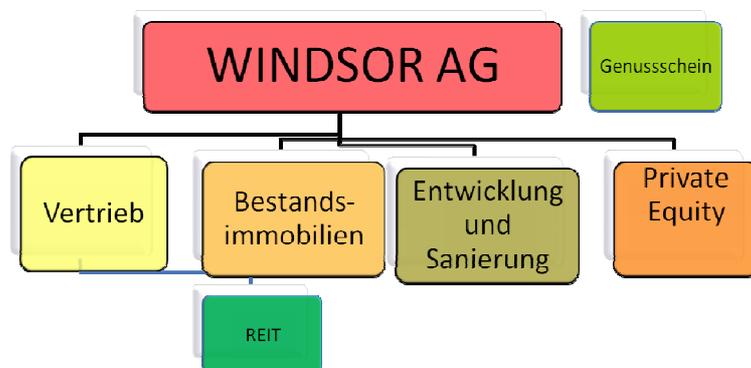
Unternehmen

Profil und Geschäftstätigkeit

Seit der Gründung 1993 steht die Faszination Immobilie im Zentrum der Geschäftstätigkeit der WINDSOR AG. In den vergangenen Jahren hat sich Windsor ausschließlich auf Wohnimmobilien im Stadtbereich von Berlin spezialisiert und insbesondere durch die Sanierung und Modernisierung von Altbauten im Innenstadtbereich eine hohe bautechnische Expertise sowie profunde Marktkenntnisse erworben. Heute investiert die Windsor AG auch in gemischt genutzte Objekte und Gewerbeimmobilien sowie andere Märkten wie Potsdam und Leipzig.

Dabei wird die gesamte Wertschöpfung abgedeckt: Sanierung, Entwicklung, Bestandsimmobilien und Vertrieb. Organisatorisch gliedern sich die Geschäftsaktivitäten in die Bereiche Bestandsimmobilien, Sanierung und Entwicklung, Private Equity/Beteiligungen und Vertrieb. Mit der Konzipierung und Entwicklung von REITs werden diese strategischen Geschäftsfelder um den Bereich REIT ergänzt.

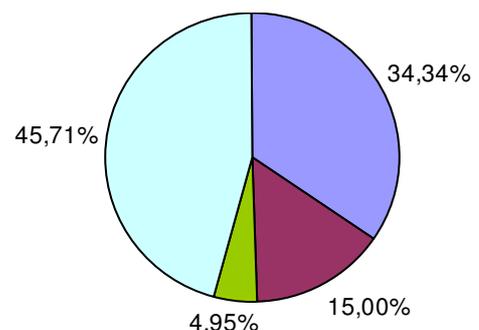
Steigendes Interesse am Berliner Immobilienmarkt und die in den vergangenen Jahren erworbene Markt- und Branchenkompetenz haben der Gesellschaft ein beachtliches Wachstum ermöglicht. Durch den Börsengang im Dezember 2005 und die Emission von Genussscheinen steht Kapital für weiteres Wachstum zur Verfügung.



Aktionärsstruktur

Anteilseigner Stämme	Anteile
GCI-Management AG	34,34 %
Eusebius Vermögensverwaltungs GmbH	15,00 %
Asset Value Investors Ltd.	4,95 %
Streubesitz	45,71 %

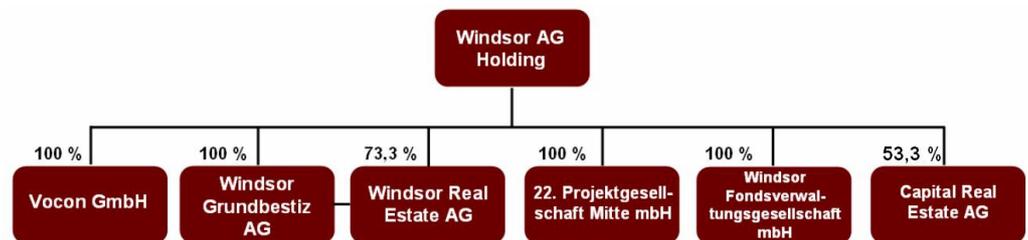
Quelle: Windsor AG, GBC AG



Konsolidierungskreis der Windsor AG

Die nachfolgende Grafik zeigt die Organisationsstruktur der Windsor-Gruppe. Hervorzuheben ist die zum Bilanzstichtag wirksam gewordene Umfirmierungen der Windsor VOGU AG in die Windsor Real Estate AG. Im Hinblick auf die geplante Änderung in eine REIT-Aktiengesellschaft, wurde das gezeichnete Kapital in Höhe von 5,00 Mio. EUR, mit Eintragung vom 09. April 2008 auf nunmehr 15,00 Mio. EUR erhöht. Der Vor-REIT-Status wurde beim Bundesamt für Steuern bereits beantragt und mit Schreiben vom 19. Oktober 2007 erteilt. Durch die Zeichnung der 10,00 Mio. neuen Aktien, beträgt nun die Beteiligungsquote der Windsor Gruppe 73,3 %.

Mit der Beteiligung an der Capital Real Estate AG im August 2008, setzt die Windsor AG nun auch den Fokus auf den Erwerb von Premiumimmobilien aus dem Berliner Raum. Mit einer Eigenkapitalausstattung in Höhe von 15,00 Mio. EUR, ist die Möglichkeit einer Umwandlung der Rechtsform in eine REIT-Aktiengesellschaft gegeben. Unter günstigeren Marktbedingungen ist der Börsengang dieser Tochtergesellschaft geplant.



Quelle: Windsor AG

Marktumfeld

Markt und Marktumfeld

Immobilienbranche profitierte vom wirtschaftlichen Aufschwung

Die Erwartungen eines rückläufigen deutschen Immobilienmarktes im Zuge der Finanzmarktkrise sind im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 noch nicht eingetroffen. So konnten die Immobilienbranche und dabei insbesondere die Büromärkte und die Vermietung von Gewerbeflächen vom allgemeinen Wirtschaftsaufschwung weiterhin profitieren. In den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Essen, Frankfurt am Main, Leipzig, München und Stuttgart wurde in Summe eine Steigerung der Flächenumsätze im Vergleich zum Vorjahr von 14 % verzeichnet. Gleichzeitig gingen die Leerbestände um 3,5 % auf 8,7 Mio. m² zurück.

Der Immobilienmarkt in Berlin

Der Berliner Immobilienmarkt konnte sich ebenfalls noch dem Würgegriff der Finanzmarktkrise entziehen und zeigte im abgelaufenem Jahr 2007 eine stabile Entwicklung. Der zunehmende Reiz von Berlin auf ausländische Investoren und Immobiliengesellschaften wurde in einer aktuellen Umfrage vom Februar dieses Jahres, durch das Forschungsinstitut PricewaterhouseCoopers (PWC) belegt. Demnach verbesserte sich die deutsche Hauptstadt im internationalen Städteranking der attraktivsten Immobilienstandorte Europas, von Platz 25 auf Platz 9.

Der Berliner Wohnmarkt verfestigte sich 2007 auf einem hohen Niveau, nachdem im Vorjahr 2006 ein spürbarer Anstieg der Miet- und Kaufpreise verzeichnet wurde. Zu diesem Ergebnis kommt der Wohnmarkt-Report Berlin vom März dieses Jahres, der vom weltweit tätigen Immobilienunternehmen Jones Lang LaSalle in Zusammenarbeit mit dem führenden Berliner Wohnungsbauunternehmen GSW Immobilien GmbH erstellt wurde. Demnach wird Berlin laut dieser Studie mittelfristig weiterhin eine spürbare Belebung im Wohnimmobilienmarkt verzeichnen. Das Wirtschaftswachstum des Jahres 2007 wird sich zunächst zeitverzögert in den Mietpreinsniveaus niederschlagen. Ein zusätzlich positiver Effekt wird von der derzeitigen Verknappung des Berliner Wohnungsmarktes erwartet. Dieses mittel- bis langfristige Aufholpotenzial im Vergleich zu anderen Städten, ist auch die vorherrschende Einschätzung der Investoren, die auf eine langfristig wachsende Nachfrage setzen. Die Entwicklung der Finanzmarktkrise, die zu einem Ende der Erholung führen kann, bleibt dabei aber weiterhin unter kritischer Beobachtung.

Rückläufige Leerstandsquote bei Gewerbeimmobilien

Die deutlich schwächere Nachfrage der öffentlichen Verwaltung, wirkte sich 2007 auf den Flächenumsatz des Berliner Büromarktes aus. Mit einem Umsatz von 500.000 m² konnte das positive Vorjahresergebnis nicht wiederholt werden, dennoch ist es laut dem Gewerbeimmobilienberater Atisreal das zweitbeste Ergebnis seit 2001. Aufgrund der erfreulichen Entwicklung der Leerstandsquote, die im Vergleich zum Vorjahr um 1,2 % abgenommen hat, stieg die Spitzenmiete auf 22 EUR/m². Zum Vorjahreswert von 20,50 EUR/m² bedeutet dies eine starke Erhöhung um 7,3%. Auch die Anzahl verkaufter Büroimmobilien mit einem durchschnittlichen Volumen pro Verkauf von 24,0 Mio. EUR (VJ 2006: 18,0 Mio. EUR) stieg auf 287 (VJ 2006: 228). Angesichts geringerer spekulativer Bautätigkeiten, wird mit einem beschleunigten Rückgang moderner Büroflächen gerechnet. In Folge wird für hochwertige Flächen ein weiterer Mietpreisanstieg auf dem Berliner Büromarkt erwartet.

Potsdam und Leipzig werden zunehmend interessanter

Die Immobilienmärkte in Potsdam und Leipzig

Potsdam nimmt als eine der wenigen Regionen mit steigenden Bevölkerungszahlen in Deutschland, fast eine Alleinstellung ein. Mit dem Vorteil der direkten Nähe zur Hauptstadt, stieg dabei die Einwohnerzahl im Frühjahr 2008 auf ca. 150.000. Zudem spiegelt sich der wirtschaftliche Aufschwung mit einem Wachstum von 2,8 % im ersten Halbjahr 2007 auch in sinkenden Arbeitslosenquoten wider. Entscheidend dazu beigetragen haben die 160 Biotech-Unternehmen, die Potsdam gleichzeitig zu einem der größten Biotech-Standorte Europas machen.

Der durch die gute wirtschaftliche Entwicklung bedingte Anstieg der Nachfrage nach weiterem Wohnraum, zeichnet sich für das zunehmende Niveau der Miet- und Kaufpreise der letzten drei Jahre verantwortlich. Weiterer wirtschaftlicher Aufschwung dieses Standortes, wird zu einer Fortsetzung dieser Entwicklung führen und zu einem weiteren mittelfristigen Wertzuwachs, sowohl im wohnwirtschaftlichen als auch im gewerblichen Immobilienbereich. Die zunehmende Verschiebung des Verhältnis von Angebot und Nachfrage zugunsten der Anbieter wird sich daher in Potsdam voraussichtlich weiterhin fortsetzen.

Eine ähnlich erfreuliche Situation findet man am Standort Leipzig vor. Sinkende Arbeitslosenzahlen geben vor dem Hintergrund eines jährlichen Bevölkerungswachstums in Höhe von 1,5 % ein deutliches Signal für den wirtschaftlichen Aufschwung dieser Region. Die Lage des Leipziger Immobilienmarktes, mit einem Zuwachs von 19,0 % bei Verkäufen von Grundstücken, spiegelt diese Entwicklung wider. Besonders dynamisch zeigte sich der Markt für Eigentumswohnungen, der mit einem Anstieg des Verkaufsvolumens in Höhe von 24,0 %, einen wesentlichen Anteil am Gesamtanstieg des Immobilienumsatzvolumens auf 1,75 Mrd. EUR hatte. Die wirtschaftliche Vitalität und Lebensqualität dieser Region lässt daher auf weiteres Bevölkerungswachstum schließen, mit einem entsprechenden Anstieg des regionalen Wohnimmobilienmarktes.

Der Leipziger Büroimmobilienmarkt zeichnet sich durch eine insgesamt weiterhin solide Nachfrage aus, die in 2007 von einer leichten Marktkonsolidierung gekennzeichnet war. Dabei wurden die Flächenumsätze von 2006, trotz gesteigener Nachfrage im Kleinflächenbereich, um 13,7 % verpasst. Hervorzuheben ist der kontinuierliche Abbau des Flächenangebotes, der sowohl aus einer weiteren Abnahme des Leerstandes als auch verfügbarer Flächen im Bau resultiert. Dieser Trend wird sich im laufendem Jahr wiederholen. Atis-Real geht zudem von einer Fortführung des leichten Marktabschwungs aus, der jedoch im laufenden Jahr 2008 auf einem niedrigeren Niveau fortgesetzt werden wird.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2005	2006	2007	2008e	2009e
Umsatzerlöse	6,958	28,487	43,072	19,600	39,000
Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-0,252	-3,439	-12,074	0,000	0,000
Gesamtleistung	6,706	25,048	30,998	19,600	39,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,015	5,699	0,762	0,000	0,000
Aufwendungen für bezogene Leistungen und Immobilien	-1,932	-13,296	-21,534	-5,477	-24,000
Abgang von Beteiligungsbuchwerten	-0,024	-0,676	-4,041	-8,000	-4,000
Rohhertrag	4,765	16,774	6,185	6,123	11,000
Personalaufwand	-0,316	-0,618	-0,916	-0,700	-0,700
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	-0,017	-0,017	-0,013	-0,070	-0,075
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,863	-3,036	-2,279	-1,420	-3,120
Operatives Ergebnis	1,569	13,103	2,977	3,933	7,105
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1,028	1,280	1,195	1,200	1,200
Erträge aus Beteiligungen	0,003	0,003	0,003	0,000	0,000
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,000	-0,002	-0,297	0,000	0,000
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,502	-2,981	-1,515	-1,600	-1,600
Erstkonsolidierung	0,015	-0,548	0,000	0,000	0,000
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,113	10,855	2,363	3,533	6,705
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,469	-2,728	0,895	-1,060	-2,012
Sonstige Steuern	-0,003	-0,058	-0,006	-0,070	-0,070
Minderheitenanteile	0,000	-0,061	-0,407	-0,600	-0,600
Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteile	1,579	8,009	2,845	1,803	4,024
Ergebniszahlen (in Mio. €)					
EBITDA	1,586	13,120	2,990	3,953	7,125
in % auf Rohhertrag	33,3	78,2	48,3	64,6	64,8
EBIT	1,569	13,103	2,977	3,933	7,105
in % auf Rohhertrag	32,9	78,1	48,3	64,2	64,6
Ergebnis je Aktie in €	0,18	0,89	0,31	0,20	0,44
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS					
	Bilanzstichtag: 31.12.2007				
Operatives Anlagevermögen	18,563				
Working Capital	13,908				
Nettoverschuldung	2,633				
Zinsbare Verbindlichkeiten	13,433				
Finanzvermögen	10,800				
Eigenkapitalquote in %	61,6				
Gezeichnetes Kapital	9,235				
Bilanzsumme	48,461				

Quelle: GBC AG; eigene Berechnungen

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007

in Mio. Euro	GJ 2006 IFRS	GJ 2006 HGB	Veränderung IFRS	GJ 2007 IFRS	GJ 2006 HGB
Gesamtleistung	25,048		+23,8 %	30,998	
Rohertrag	16,774		- 63,1 %	6,185	
EBITDA	13,120		- 77,2 %	2,990	
EBIT	13,103	6,326	- 77,3 %	2,977	5,590
EBT	10,797		- 78,2 %	2,357	
Jahresüberschuss	8,069	5,004	- 59,7 %	3,252	5,005
EPS in €	0,89	0,54	- 65,4 %	0,31	0,54

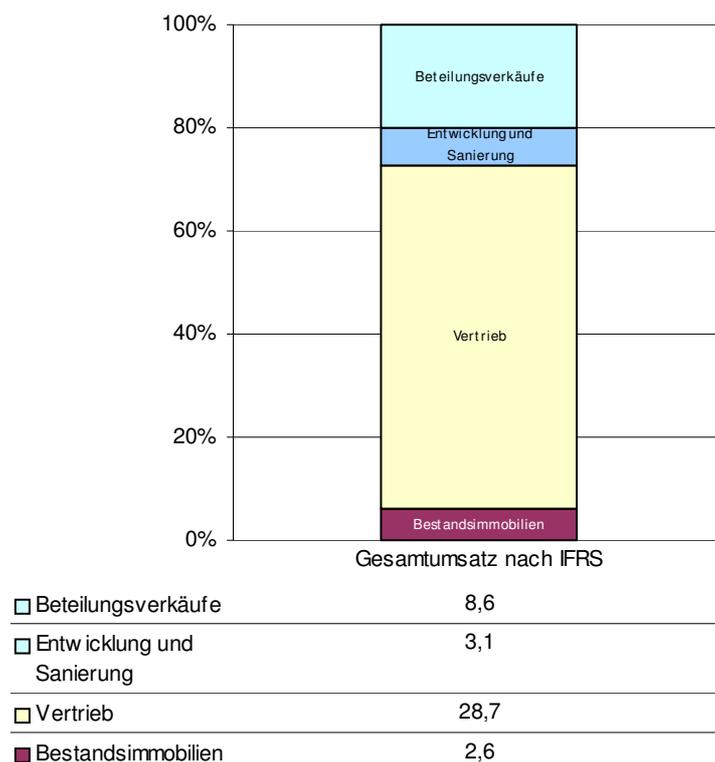
Quelle: Windsor AG

Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Umsatzerlöse auf
Rekordniveau

Mit der Fortsetzung des Wachstumskurses, konnte die Windsor AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007, die Gesamtleistung (Umsatz plus Veränderung des Bestandes fertiger und unfertiger Erzeugnisse) um 23,8 % auf 31,00 Mio. EUR steigern (2006: 25,05 Mio. EUR). Besonders deutlich fiel dabei der Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 51,2 % auf 43,07 Mio. EUR aus, nachdem im Vorjahr 28,49 Mio. EUR erzielt wurden. Aufgrund der guten Marktlage im Jahr 2007 und der modifizierten Geschäftsstrategie mit einer stärkeren Ausrichtung auf Gewerbeimmobilien, führte der Abverkauf von Wohnimmobilien zu diesem starken Anstieg der Umsatzerlöse. Weitere zu den Umsatzerlösen beitragende Segmente sind Beteiligungsverkäufe, Bestandsimmobilien (Mieteinnahmen) und die Entwicklung und Sanierung von Immobilien.

Aufgliederung der Umsatzerlöse von 43 Mio. €



Die Veränderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen ist eine Position, die wesentlich im Zusammenhang mit dem Verkauf und der Modernisierung von Eigentumswohnungen und Mietshäusern zusammenhängen. Vor allem aus dem Abgang von Immobilien reduzierte sich dieser Bereich im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 auf 12,07 Mio. EUR. Die Verringerung des Bestandes an Sanierungsobjekten sowie Wohnungen und Mietshäusern, im Zusammenhang mit der regen Verkaufstätigkeit im abgelaufenem Geschäftsjahr, schlägt sich in diesem Bereich im besonderen Ausmaße nieder. Damit beträgt die Gesamtleistung des Konzerns zum Geschäftsjahresende 2007 31,00 Mio. EUR, nachdem im Vorjahr ein Wert von 25,05 Mio. EUR erreicht wurde. (Hinweis: Renditeliegenschaften, die dem operativen Anlagevermögen zuzurechnen sind, werden bei beabsichtigtem Verkauf als Umlaufvermögen in den Bestand fertiger und unfertiger Erzeugnisse umgebucht.)

Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Rohrertrag durch Beteiligungsabgang belastet

Die Betrachtung des Rohertrages erleichtert eine periodenübergreifende, umsatzähnliche Betrachtung der Ertragssituation der Windsor AG. In diesem Zusammenhang sind neben den Materialkosten auch die Kosten aus dem Abgang von Beteiligungen für die Ermittlung dieser Kennzahl wesentlich. Die Aufwendungen für bezogene Leistungen und Immobilien beliefen sich dabei im abgelaufenem Geschäftsjahr 2007 auf 21,53 Mio. EUR. Entscheidend zu diesem Anstieg in Höhe von 62,0 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum (GJ 2006: 13,30 Mio. EUR) trugen der Wareneinsatz der veräußerten Immobilien sowie entsprechende Modernisierungsleistungen und Bewirtschaftungskosten bei. Der Abgang von Beteiligungsbuchwerten in Höhe von -4,04 Mio. EUR betreffen die Windsor Real Estate AG und die 23. Projektgesellschaft Mitte mbH, die zum März 2007 entkonsolidiert wurde. Hieraus errechnen sich für das Jahr 2007 Materialkosten in Höhe von 25,58 Mio. EUR. Eine weitere entscheidende Größe zur Ermittlung des Rohertrages sind die sonstigen betrieblichen Erträge, die im wesentlichen aus Fair Value Zuschreibungen auf Renditeliegenschaften bestehen. Nachdem im Vorjahr 2006 die Immobilienwerte nach Neubewertung Zuschreibungen in Höhe von 5,67 Mio. EUR enthielten, wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 insgesamt 0,58 Mio. EUR zugeschrieben. Somit ergibt sich ein Rohertrag von 6,19 Mio. EUR. Im Vergleich zum erzielten Rohertrag des Vorjahres in Höhe von 16,77 Mio. EUR entspricht dies einem Rückgang von 63,1 %. Korrigiert um die Zuschreibungsbeträge beider Geschäftsjahre ergibt sich eine Veränderung von - 49,5 %.

Insgesamt waren im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 ebenso wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres, durchschnittlich 11 Mitarbeiter bei der Windsor AG beschäftigt. Der Personalaufwand hingegen stieg von 0,62 Mio. EUR (GJ 2006) auf 0,92 Mio. EUR (GJ 2007) was einer Steigerungsrate von 48,2 % entspricht. Die Personalkosten beinhalten auch eine Abfindung von 0,18 Mio. EUR an einen ehemaligen Vorstand, die erstatten wurde und somit die Gesellschaft nicht belastet haben.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich insgesamt auf 2,28 Mio. EUR beliefen, beinhalten unter anderem Verkaufsprovisionen für veräußerte Eigentumswohnungen sowie eine Vielzahl von Einzelpositionen, wie Miete, Werbe- und Reisekosten, Rechts- und Beratungskosten.

Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Ergebnis zeigt sich rückläufig

In Summe zeigte sich das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) mit 2,99 Mio. EUR, vor allem aufgrund der Sondereffekte aus dem hohen Zuschreibungsbetrag im Geschäftsjahr 2006 rückläufig. Im Vergleich zum Vorjahreswert in Höhe von 13,12 Mio. EUR, entspricht dies einer Reduktion in Höhe von 77,2 %. Demzufolge fiel auch die auf den Rohertrag bezogene EBITDA-Marge von 78,2 % (GJ 2006) auf 48,3 % (GJ 2007). Um Beteiligungserträge korrigiert ergibt sich zum Vorjahreszeitraum eine Veränderung des EBITDA in Höhe von - 67,4 %.

Die planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte zeigten sich im Zuge der hohen Verkaufsaktivitäten rückläufig. Der Abschreibungsbetrag fiel dabei von 0,02 Mio. EUR auf 0,01 Mio. EUR, was einer Reduktion in Höhe von 23,5 % entspricht.

Entsprechend rückläufig entwickelte sich auch das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf 2,97 Mio. EUR (Vorjahr: 13,10 Mio. EUR). Die rohertragsbezogene EBIT-Marge lag bei 48,1 % (GJ 2006: 78,1 %). Korrigiert um Zuschreibungen ergibt sich eine EBIT-Marge in Höhe von 42,7 % (GJ 2006: 66,4 %).

Finanzergebnis entwickelt sich durch Darlehenstilgung positiv

Das Finanzergebnis der Windsor AG, stand erneut im Zeichen des in 2005 bzw. 2006 platzierten Genusssscheinkapitals. Im wesentlichen entfielen 0,691 Mio. EUR auf die Verzinsung der noch im Umlauf befindlichen Genusssscheine und der Restbetrag von 0,82 entfällt auf die Darlehen, die zur Refinanzierung von Immobilien in 2006 und 2007 aufgenommen wurden. Diese wurden größtenteils im abgelaufenen Geschäftsjahr zurückgeführt. Vor diesem Hintergrund fiel die Zinsbelastung um 49,2 % auf 1,52 Mio. EUR (GJ 2006 2,98 Mio. EUR).

Weiterhin hält die Windsor AG zum Stichtag eigene zurückgekauftene Genusssscheine mit einem Gesamtnennbetrag von 14,94 Mio. EUR und insgesamt wurden Abschreibungen auf den Nominalwert dieser Genusssscheine in Höhe von 0,30 Mio. EUR vorgenommen.

Komplettiert wird das Finanzergebnis durch die Zinserträge, die mit einer leicht rückläufigen Entwicklung in Höhe von 6,6 % einen Betrag von 1,20 Mio. EUR zum Bilanzstichtag 2007 aufweisen konnten (GJ 2006: 1,28 Mio. EUR). Damit verbesserte sich in Summe das Finanzergebnis um 63,9 % auf -0,61 Mio. EUR (GJ 2006: -1,70 Mio. EUR).

Die Höhe der steuerlichen Erträge im Geschäftsjahr 2007 wurde durch verschiedene Faktoren determiniert. Zum einen bewirkte der verstärkte Abverkauf von Renditeliegenschaften eine positive Auflösung vorher verbuchter latenter Steuern. Desweiteren war aufgrund veränderter Effektivsteuersätze, die seit 2008 greifen, eine weitere Anpassung latenter Steuern erforderlich, so dass im Summe die Windsor AG ein Steuerertrag von 0,90 Mio. EUR verbuchen konnte.

Das nach IFRS ausgewiesene Periodenergebnis nach Minderheitenanteilen (-0,41 Mio. EUR) fiel demnach mit 2,85 Mio. EUR um 64,5 % geringer als im Vorjahr aus (GJ 2006: 8,01 Mio. EUR). Demzufolge reduzierte sich das Ergebnis je Aktie im Vergleich zum Geschäftsjahr 2006 von 0,89 EUR um 65,4 % auf 0,31 EUR.

Laut HGB erzielte die Windsor AG aber das beste Ergebnis seit Bestehen, mit einem Jahresüberschuss, von 5,06 Mio. EUR nachdem im Vorjahr 5,00 Mio. EUR erzielt wurden. Unterschiedliche Bewertungsvorschriften sind dabei die Hauptursache des Ergebnisunterschiedes zum IFRS-Jahresüberschuss. Ergebniswirksame Zuschreibungen im Rahmen des Fair-Value-Ansatzes müssen laut IFRS auf die als Renditeliegenchaften ausgewiesenen Immobilien vorgenommen werden. Die Vorschriften des HGB hingegen sehen eine Ergebniswirksamkeit erst im Zeitpunkt der Veräußerung vor, so dass in Jahren reger Verkaufstätigkeit das HGB-Periodenergebnis höher ausfallen kann als im Vergleich dazu der IFRS-Jahresüberschuss.

Dividende 2007

Der Vorschlag einer erstmaligen Dividendenzahlung in Höhe von 0,30 EUR für das Geschäftsjahr 2006, wurde jeweils auf der am 25.07.07 ausgetragenen ordentlichen Hauptversammlung, als auch auf der am 01.02.08 einberufenen außerordentlichen Hauptversammlung abgewiesen. Auch für das Geschäftsjahr 2007 wurde keine Dividende gezahlt.

Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007

Eigenkapital stark angestiegen

Mit einer Eigenkapitalausstattung von 61,6 %, präsentiert sich die bilanzielle Situation der Windsor AG als sehr solide. So beläuft sich das Eigenkapital nach Minderheitenanteilen auf 25,41 Mio. EUR, was bei einer Bilanzsumme von 48,46 Mio. EUR nochmals die hohe Substanz der Gruppe verdeutlicht. Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2006, bedeutet dies gleichzeitig ein Anstieg des Eigenkapitals nach Minderheitenanteilen, in Höhe von 33,0 % von 19,10 Mio. EUR auf 25,41 Mio. EUR. Einen wesentlichen Anteil an diesem Anstieg hatte das positive Periodenergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres von 2,84 Mio. EUR, sowie eine Rücklagenauflösung eigener Anteile, zugunsten des Bilanzgewinns, in Höhe von 1,53 Mio. EUR.

Ein positiver Effekt kommt zudem der Reduzierung des Fremdkapitals zugute. So wurde zu diesem Zwecke Genussscheinkapital in Höhe von 14,94 Mio. EUR über die Börse zurückgekauft. Diese Maßnahme erfolgte vor dem Hintergrund der Unternehmenssteuerreform, die mit Gültigkeit des Geschäftsjahres 2008, die Absetzbarkeit von Zinsaufwendungen auf eine Höhe von 30 % des EBITDA beschränkt (Zinsschranke).

Rückgang des Vorratsvermögens durch rege Verkaufstätigkeit

Die wesentlichste Veränderung auf der Aktivseite ist eine Reduzierung des Umlaufvermögens um 35,4 % auf nun 29,89 Mio. EUR (GJ 2006: 46,25 Mio. EUR). Da der beabsichtigte Verkauf von Renditeliegenschaften, die originär im Anlagevermögen ausgewiesen werden, eine Umbuchung in das Vorratsvermögen auslöst, entsteht bei reger Verkaufstätigkeit ein gleichzeitiger Rückgang dieses Vermögens. Im Geschäftsjahr 2007 wurde demzufolge ein um 12,07 Mio. EUR geringeres Vorratsvermögen ausgewiesen. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutet dies eine Reduktion in Höhe von 82,2 %.

Rückläufige Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die im wesentlichen Forderungen aus dem Verkauf einer Beteiligung sowie Forderungen aus Bauleistungen darstellen, betragen zum Bilanzstichtag 10,26 Mio. EUR (GJ 2006: 16,51 Mio. EUR). Zudem bewirkte die Veräußerung einer Darlehensforderung in Höhe von 2,500 Mio. EUR einen Rückgang der sonstigen langfristigen Vermögenswerte. Diese Summe wurde in Form eines Darlehens einem Investor zur Finanzierung eines Gesundheitszentrums gewährt und beim Bekanntwerden finanzieller Schwierigkeiten durch eine Neubestellung erstrangiger Grundschulden in die sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte aktiviert. Weiterhin verfügt die Windsor AG insgesamt über Renditeliegenschaften in Höhe von 18,09 Mio. EUR, was einem leichten Rückgang in Höhe von 9,1 % zum Vorjahr entspricht (GJ 2006: 19,90 Mio. EUR).

Entwicklung des Cashflows im GJ 2007

Der operative Cashflow konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr aufgrund der regen Verkaufstätigkeit und der Reduzierung des Working Capital deutlich um 75,2 % auf 21,34 Mio. EUR gesteigert werden (GJ 2006: 12,18 Mio. EUR). Der Verkauf einer Beteiligung im Jahr 2006 wurde im Geschäftsjahr 2007 erfolgswirksam und erhöhte gleichzeitig den Cashflow aus Investitionstätigkeit auf + 6,86 Mio. EUR. Rückführungen der Bankverbindlichkeiten sowie des Genussscheinkapitals führten zu einem Finanzierungscashflow von -28,47 Mio. EUR.

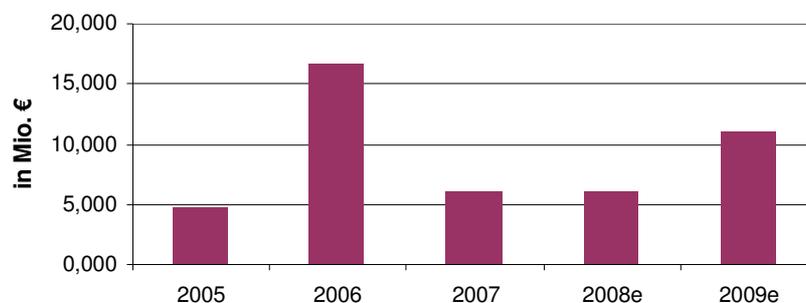
Prognose und Ausblick

Für die Prognose des künftigen Rohertrages werden verschiedene Einflussfaktoren einbezogen. Dabei macht die zunehmende Konzentration der Windsor AG auf den Gewerbeimmobilienmarkt, eine Betrachtung dieses Marktsegmentes besonders wichtig. So ist einerseits zwar eine nach wie vor hohe Nachfrage ausländischer Investoren zu beobachten, die Investitionen werden sich jedoch voraussichtlich auf dem Niveau des Jahres 2006 bewegen. Damit sollte insbesondere im Berliner Raum, nach der Erhöhung in 2007, eine Stabilisierung der Umsätze im laufenden Jahr eintreten. Auch für die anderen Investitionsschwerpunkte der Windsor AG, Potsdam und Leipzig erwarten wir eine ähnliche Entwicklung der Umsätze im Gewerbeimmobilienbereich.

Doch auch die Umfirmierung der Windsor Real Estate AG in eine REIT-Gesellschaft wird zu einer Verschiebung der Handelstätigkeiten der Windsor AG führen. Betrug die durchschnittliche Haltedauer der Renditeliegenschaften zwischen ein und zwei Jahre, so wird es im Zuge der Umfirmierung zu einer Verlängerung der Zeiträume zwischen Kauf und Veräußerung der Immobilien kommen. Bei den als REIT geführten Tochtergesellschaften gehen wir von einer Haltedauer von fünf bis sieben Jahren aus. Damit sollte die dynamische Umsatzentwicklung der letzten zwei Jahre, die größtenteils aus dem Verkauf von Objekten gestützt wurde, zunächst zurückgehen. Die Investitionen sehen wir jedoch nach wie vor auf ein hohes Niveau, die sich je nach Marktlage wieder in einer Steigerung der Umsatzerlöse manifestieren sollte. In diesem Zusammenhang gehen wir zunächst von einer leichten Reduzierung des Rohertrages für das laufende Geschäftsjahr 2008 auf 6,12 Mio. EUR aus, gefolgt von einem erneuten Anstieg im nächsten Geschäftsjahr 2009 um 79,7 % auf 11,00 Mio. EUR.

Längere Haltedauer bei REIT-Gesellschaften

Entwicklung und Prognose des Rohertrages



Quelle: GBC AG

Von einer ähnlichen Entwicklung gehen wir auch auf der Ergebnisseite aus. Das geschätzte EBITDA für 2008 in Höhe von 3,95 Mio. EUR, entspricht einem Anstieg gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 in Höhe von 32,2 %. Für 2009 erwarten wir, entsprechend der positiven Rohertragsentwicklung, wieder einen Anstieg des EBITDA auf 7,13 Mio. EUR. Gleichzeitig bedeutet dies eine Margenverbesserung von 64,6 % (2008) auf 64,8 % (2009). Die niedrige Abschreibungsquote der Windsor AG wird in unseren Schätzungen nur zu marginalen Veränderungen beim EBIT führen. So gehen wir von einem EBIT in Höhe von 3,93 Mio. EUR (2008) und 7,11 Mio. EUR (2009) aus.

In Summe gehen wir von einem Ergebnis pro Aktie in Höhe von 0,20 EUR (2008) und 0,44 EUR (2009) aus. Nochmalige Steuererträge werden somit nicht angenommen.

Umsatzanstieg in 2009

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,5 % (bisher 4,3 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,91.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,5 % (bisher 7,8 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 6,5 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,8 % (bisher 6,2 %).

WACC von 6,8 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,5 %
Gewicht in %	40 %
Fremdkapitalkosten	6,5 %
Gewicht in %	60 %
Taxshield in %	22,5 %
WACC	6,8 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Veränderung des Rohertrages	4,0 %
EBITDA-Marge	50,0 %
Steuerquote	29,8 %
Working Capital in % vom Rohertrag	172,7 %
Rohertrag zu OAV	39,3 %
Abschreibungen vom OAV	0,1 %
Werttreiber - Endwert- Phase 3	
Rohertragswachstum	2,5 %
langfristige Kapitalrendite	8,5 %

Discounted CashFlow -Modell

Die Windsor AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,8 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 5,50 € (bisher 6,0 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Windsor AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Rohertrag	6,123	11,000	11,440	11,898	12,374	12,868	13,383	
Veränderung des Rohertrages	-1,0%	79,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
EBITDA-Marge	64,6%	64,8%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,020	-0,020	-0,028	-0,029	-0,030	-0,031	-0,033	
Abschreibungen vom OAV	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
EBITA	3,933	7,105	5,692	5,920	6,156	6,403	6,659	
EBITA-Marge	64,2%	64,6%	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	32,0%	31,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	2,675	4,899	3,996	4,156	4,322	4,495	4,675	4,859
Working Capital	13,900	19,000	19,757	20,547	21,369	22,224	23,113	
Working Capital zu Rohertrag	227,0%	172,7%	172,7%	172,7%	172,7%	172,7%	172,7%	
Operatives Anlagevermögen	28,000	28,000	29,109	30,274	31,485	32,744	34,054	
Rohertrag zu operativen Anlagevermögen	0,219	0,393	0,393	0,393	0,393	0,393	0,393	
Investiertes Kapital (IK)	41,900	47,000	48,866	50,821	52,854	54,968	57,167	
Kapitalrendite	8,2%	11,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,953	7,125	5,720	5,949	6,187	6,434	6,692	
Steuern auf EBITA	-1,258	-2,206	-1,696	-1,764	-1,835	-1,908	-1,984	
Investitionen in OAV	-9,457	-0,020	-1,137	-1,193	-1,241	-1,291	-1,343	
Veränderung des Working Capital	0,8%	-510,0%	-75,7%	-79,0%	-82,2%	-85,5%	-88,9%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	-6,75	-0,20	2,13	2,20	2,29	2,38	2,48	79,14

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	1,743	8,616	9,405	7,919
Barwert des Continuing Value	49,825	53,230	56,868	60,754
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	51,568	61,846	66,273	68,673
Nettoschulden (Net debt)	2,633	9,558	10,380	8,925
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	48,935	52,288	55,893	59,748
Fremde Gewinnanteile	-4,427	-4,730	-5,056	-5,405
Wert des Aktienkapitals	44,508	47,558	50,837	54,342
Ausstehende Aktien in Mio.	9,235	9,235	9,235	9,235
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,82	5,15	5,50	5,88

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,171	-0,621	-0,675	-0,580

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

	WACC					
	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	
Kapitalrendite	6,5%	4,94	4,10	3,45	2,94	2,53
	7,5%	6,34	5,29	4,48	3,84	3,33
	8,5%	7,74	6,47	5,50	4,74	4,12
	9,5%	9,14	7,66	6,53	5,64	4,92
	10,5%	10,53	8,85	7,56	6,54	5,71

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 5,50 €

Peer-Group Vergleich auf Basis der NAV-Bewertung

Definition: Der **Net Asset Value** oder Substanzwert spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er bestimmt sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Die Vermögenswerte bei Immobiliengesellschaften bestehen im wesentlichen aus Grundstücken und Gebäuden.

Auf Basis des Kurses vom 01.09.2008 ergibt sich ein Abschlag der Marktbeurteilung zum Net Asset Value (NAV) von - 29,1 %. Die hier als Peer Group angesetzten Vergleichswerte weisen eine Bewertung um - 29,8 % unter dem NAV auf.

Unternehmen	Kurs 01.9.08 (in €)	NAV p.A. (in €)	NAV zum Kurs in %
IVG Immobilien AG	11,79	29,03	- 59,39 %
AGROB AG	11,15	13,33	- 16,35 %
Deutsche Euroshop	23,90	26,91	- 11,19 %
Alstria Office AG	10,33	15,10	-31,59 %
VIB Vermögen AG	5,83	11,33	- 48,54 %
KWG Kommunale Wohnen AG	5,70	6,47	- 11,90 %
Mittelwert			- 29,83 %
Windsor AG	2,29	3,23*	- 29,10 %

* NAV auf Basis des EK (31.12.2007)

Anmerkung:

Abweichung von Substanzwerten zu Cashflow- oder ertragswertbasierten Bewertungsmethoden ergeben sich aus erwarteten Renditeabweichungen zu den Kapitalkosten. Diese können durch Synergieeffekte eines Immobilienportfolios, günstige Mieterstruktur, Mieterbindung etc. oder einfach steigende Immobilienpreise begründet (erwartete fallende Kapitalkosten) sein.

Fazit

Das Geschäftsjahr 2007 war für die Windsor AG das umsatzstärkste Geschäftsjahr der Unternehmensgeschichte. Dabei konnte sich der deutsche Immobilienmarkt trotz der Subprime-Krise stabil zeigen und insbesondere die Büromärkte und die Vermietung von Gewerbeflächen konnten vom allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. Diese Situation nutzte die Windsor AG und veräußerte insgesamt 14 Objekte und Grundstücke zu guten Renditen. Zusätzlich zu der guten Marktlage hat auch die modifizierte Geschäftsstrategie, mit einer stärkeren Ausrichtung auf den Gewerbeimmobilienmarkt und dem Abverkauf von Wohnimmobilien, zur positiven Umsatzentwicklung beigetragen.

Eine stabile Grundlage für die weitere Unternehmensentwicklung, wurde zudem durch die Tilgung von Verbindlichkeiten geschaffen. So wurde die aus dem Abverkauf von Immobilien frei gewordene Liquidität nicht in vollem Umfang in neue Objekte reinvestiert. Zum vorwiegenden Teil wurde das Börsenumfeld zum Rückkauf eigener Genussscheine in Höhe von 14,94 Mio. EUR genutzt und zusammen mit der Rückzahlung von Bankkrediten konnte somit die Eigenkapitalquote verdoppelt werden. Dieser Umstand liefert ein zusätzliches Indiz zur werthaltigen Substanz des Unternehmens und gibt die Möglichkeit für eine flexible und adäquate Reaktion an Marktgegebenheiten.

Das Fundament für die Umwandlung der vollkonsolidierten Windsor Real Estate AG in eine börsennotierte REIT-Aktiengesellschaft, wurde durch die Erhöhung des Grundkapitals auf 15,00 Mio. EUR gelegt. Zudem können nur Investitionen in Berliner Luxusvillen in den besten und begehrtesten Lagen, durch die neugegründete Capital Real Estate AG realisiert werden. Für diese Tochtergesellschaft ist ebenfalls die Umfirmierung in ein Unternehmen mit REIT-Status geplant. Unter der Voraussetzung einer Normalisierung des Börsenumfeldes, ist auch der Börsengang dieser beiden Töchter geplant.

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 gehen wir aufgrund rückläufiger Handelstätigkeiten der Windsor AG von einem Umsatzrückgang aus, der sich allerdings aufgrund niedrigerer Kosten- und Investitionsniveaus nicht negativ auf das operative Ergebnis auswirken sollte. Zudem sollten die Investitionen im kommenden Geschäftsjahr 2009 wieder zunehmen, die in Folge zu einem neuerlichen Umsatzanstieg führen sollten. Diese Entwicklung haben wir in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Wir haben im Rahmen unserer DCF-Analyse ein Kursziel von 5,50 EUR je Aktie, auf Basis 2009 ermittelt. Damit haben wir den Wert je Aktie aus unserer letzten Studie in Höhe von 6,0 EUR (22.11.2007) leicht nach unten angepasst. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 2,50 EUR je Aktie entspricht dies weiterhin einem hohen Potenzial. Wir stufen die Windsor AG daher unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ 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 verwendet, 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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen 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, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Analyst 1: Markus Lindermayr; Finanzanalyst

Analyst 2: Cosmin Filker; 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 der 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

Analysten für diese Studie:

Markus Lindermayr; Finanzanalyst

Cosmin Filker; Finanzanalyst