



Researchstudie (Update)

WINDSOR AG

**Schnelle Rückkehr in die Profitabilität mit guten
Ergebniszahlen erwartet**

Kursziel: 2,51 €

Rating: KAUFEN

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

Kaufen

Kursziel: 2,51

aktueller Kurs: 1,30
19.8.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705

WKN: 619070

Börsenkürzel: WIR

Aktienanzahl³: 9,160

Marketcap³: 11,91
EnterpriseValue³: 11,76
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 45,0 %

Transparenzlevel:
First Quotation Board
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

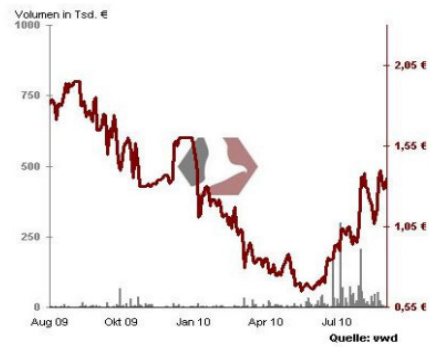
Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Windsor AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien, Beteiligungen
Fokus: Immobilienentwicklung,
Pharmabeteiligungen, Mezzanine-Kapital
Mitarbeiter: 11 Stand: 31.12.2009
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
Vorstand: Roy von der Locht



Seit der Gründung der WINDSOR AG steht die Faszination der Immobilie im Mittelpunkt der Unternehmensphilosophie. Ein Geschäftsfeld der Gesellschaft umfasst somit weiterhin die Investition in renditestarke Wohn- und Gewerbeimmobilien in Berlin, Potsdam und Leipzig. Dabei wird permanent das Ziel verfolgt, das Immobilienportfolio durch eine antizyklische Einkaufs- und Verkaufsstrategie zu optimieren und auszubauen. Durch diese und weitere Geschäftsaktivitäten rund um die Immobilie, wie Bestandsverwaltung, Sanierung, Entwicklung und Verkauf wird die gesamte Wertschöpfungskette abgedeckt. Die WINDSOR AG setzt darüber hinaus auf Beteiligungen und Anlagen in Sachwerte (Real Assets). Dazu gehört neben dem Immobilien-Geschäft derzeit insbesondere die Beteiligung an wachstumsorientierten Pharmagesellschaften.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2008 | 31.12.2009 | 31.12.2010e | 31.12.2011e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 13,79 | 4,11 | 24,79 | 56,50 |
| EBITDA | 4,10 | -1,97 | 8,57 | 9,84 |
| EBIT | 3,91 | -3,29 | 7,12 | 8,39 |
| Jahresüberschuss | 3,98 | -5,68 | 4,51 | 4,85 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|-------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,43 | -0,62 | 0,49 | 0,53 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|------|------|------|------|
| EV/Umsatz | 0,85 | 2,86 | 0,47 | 0,21 |
| EV/EBITDA | 2,87 | neg. | 1,37 | 1,20 |
| EV/EBIT | 3,01 | neg. | 1,65 | 1,40 |
| KGV | 2,99 | neg. | 2,64 | 2,46 |
| KBV | | 0,52 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis
August 2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
25.08.2010: Hauptversammlung

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Highlights

Neue operative Richtung - Entwicklung, Asset Management, Pharma-Beteiligungen

- Geschäftsbereich der Bestandsimmobilien soll auf ein Minimum reduziert werden
- Künftiger Fokus liegt auf Entwicklungsprojekten in den Top Lagen Berlins
- Asset-Management für Spezialimmobilien aus dem Pharma-Bereich im Fokus
- Beteiligungssegment stellt ebenfalls einen wichtigen strategischen Baustein dar

Geschäftsentwicklung 2009 - schwach, aber Talsohle durchschritten

- Umsatzerlöse infolge rückläufiger Beteiligungserträge von 13,79 Mio. € (GJ 08) auf 4,11 Mio. € gemindert (erfolgreiche Börsenplatzierung der Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG fand im Vorjahr 2008 statt)
- Verkauf von vier Objekten verdeutlicht strategische Ausrichtung der Gesellschaft, die einen sukzessiven Abverkauf der aktuellen Bestandsimmobilien vorsieht
- EBIT-Reduktion von 3,91 Mio. € (GJ 08) auf -3,29 Mio. € reflektiert hierbei den Umsatzrückgang
- Unter Berücksichtigung der Finanzaufwendungen sowie des Steueraufwandes reduzierte sich das Jahresergebnis in die Verlustzone auf -5,68 Mio. € (VJ: 3,98 Mio. €)

Bilanzielle Situation zum 31.12.2009 - weiterhin solide mit EK-Quote von 47,5 %

- Erwerb der Beteiligungsgesellschaften Simgen GmbH sowie der MPH Mittelständische Pharma Holding AG hat die Bilanzsumme von 47,47 Mio. € (GJ 08) auf 49,58 Mio. € angehoben
- Dem Anstieg des Beteiligungsgeschäftes steht eine deutliche Reduktion des Immobilienvermögens, welches sich im Zuge der Verkaufstätigkeit sowie im Rahmen von Abwertungen der Renditeliegenschaften von 19,82 Mio. € (GJ 08) um 25,4 % auf 14,79 Mio. € gemindert hat
- Ursprünglich ausgegebenes Genussrechtskapital von 23,60 Mio. € wurde in den letzten Jahren durch Rückkäufe sukzessive auf 5,29 Mio. € deutlich abgebaut, was erfreulich zu werten ist
- Leichte Reduktion der Finanzverschuldung von 16,27 Mio. € (GJ 08) auf 15,98 Mio. € ebenfalls erfreulich
- Als Folge des Periodenergebnisses reduzierte sich das Eigenkapital zwar von 29,36 Mio. € (GJ 08) auf 23,57 Mio. €. Eigenkapitalquote von 47,5 % (GJ 08: 61,9 %) ist aber nach wie vor als solide zu bezeichnen
- Unattraktiv gewordenes Immobilienportfolio soll im laufenden Geschäftsjahr 2010 veräußert werden (Ergebnisbeitrag sollte hieraus in etwa ausgeglichen sein)

Prognosen 2010/2011- Rückkehr in die schwarzen Zahlen und zu hoher Profitabilität

- Wesentliche Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Beteiligung Simgen GmbH erwartet
- Hoher Bestand an stillen Reserven aus der Beteiligung der MPH AG vorhanden (positive Kursentwicklung der MPH-Aktien werden auf Gesamtjahresbasis voraussichtlich Wertzuschreibungen nach sich ziehen)
- Forcierung des Geschäftsbereiches der Immobilienentwicklung erst ab 2011 erwartet (Immobilien in Top Lagen Berlins mit einer Fläche von 1.000 - 2.000 qm)
- Freie Liquidität aus dem Verkauf der aktuellen Liegenschaften ist unseres Erachtens ausreichend für Investitionen in neue Projekte
- Dynamische Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus dem Beteiligungsbereich auch in 2011 erwartet

Bewertung - Aktie deutlich unterbewertet

- **Aktueller Wert von 1,35 € spiegelt die derzeitige Substanz und Potenziale noch nicht wider und ist ungerechtfertigt niedrig**
- **Fairer Wert konservativ in Höhe von 2,51 € ermittelt, Upside-Potenzial unter Einbeziehung der Kursentwicklung der MPH-Anteile sogar auf 3,33 €**

Bewertung

Nach konservativem NAV-Ansatz fairer Wert von 2,51 €/Aktie

Mit unserer Bewertung nach dem NAV-Ansatz (Net Asset Value-Ansatz), welche die stichtagsbezogenen bilanziellen Vermögenswerte der Gesellschaft nach der Methode der Sum-of-Parts zusammenfasst, wird der strategischen Neuausrichtung der Windsor AG Rechnung getragen. Wesentliche Faktoren zur künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung haben wir in den konkreten Schätzungen der beiden Geschäftsjahre 2010 und 2011 berücksichtigt. Diese haben jedoch einen starken Plancharakter und sind somit in einem hohen Maße von künftigen externen Einflüssen abhängig. Vor diesem Hintergrund ist eine Bewertung der bilanziellen Vermögenswerte nach dem Ansatz des NAV als sinnvolle Methode heranzuziehen. Als Bewertungsgrundlage haben wir die Geschäftsjahresbilanz 2009 herangezogen.

| NAV-Bewertung nach dem Sum-of-Parts-Ansatz (31.12.2009) | |
|------------------------------------------------------------|--------------|
| Immobilienvermögen in Mio. € | |
| Renditeliegenschaften | 8,98 |
| Vorräte | 5,81 |
| Summe | 14,79 |
| Beteiligungen (Ansatz über Umsatzmultiple) | |
| Simgen GmbH | 10,00 |
| Summe | 10,00 |
| Nettoliquidität Vermögen der Windsor AG | |
| Finanzvermögen (inkl. MPH-Beteiligung) | 15,90 |
| Anleihen (Genussscheine) | -5,29 |
| Bankverbindlichkeiten | -8,39 |
| Summe | 2,22 |

Abb. 1

Die Renditeliegenschaften sind laut IFRS zum Fair Value (Marktwerten) in Höhe von 8,98 Mio. € erfasst. Besonders aufgrund der Tatsache eines neu errechneten fairen Wertes des Immobilienbestandes ist auch davon auszugehen, dass die Gesellschaft diesen zumindest zu den Buchwerten veräußern kann. Komplettiert wird der Immobilienbestand von den Sanierungsobjekten sowie von Projekten, die kurzfristig veräußerbar sind. Diese sind in der Geschäftsjahresbilanz 2009 lt. IFRS zu den Anschaffungs- und Herstellungskosten in Höhe von 5,81 Mio. € erfasst.

Die Beteiligung an der Simgen GmbH findet in unserer Bewertung über den Werttreiber des Umsatzmultiplikatoren ihren Eingang. Unter der Annahme eines konservativen auf den Umsatz (Umsatz 2010e: 10 Mio. €) bezogenen Kaufpreismultiplikator von 1, setzen wir für die Simgen GmbH einen Beteiligungswert von 10,00 Mio. € an. Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG war zum 31.12.2009 zum damaligen Kursniveau (Kurs 1,58 €) erfasst. Vor dem Hintergrund der aktuell sehr positiven Kursentwicklung ist unser NAV-Ansatz dieser Beteiligung demnach als sehr konservativ zu werten. In unserem Bewertungsmodell haben wir die MPH-Beteiligung als Finanzvermögen berücksichtigt.

Eine weitere konservative Komponente unserer Bewertung ist der vorgenommene Risikoabschlag in Höhe von 15 % (siehe Shleifer 1992; Journal of Portfolio Management, S.199). **In Summe liegt der von uns ermittelte konservative faire Unternehmenswert bei 22,95 Mio. € (2,51 €/Aktie).** (Hinweis zur Sensitivität des Bewertungsergebnisses Abb. 3: **Unter Einbeziehung der aktuellen Kursniveaus der MPH-Beteiligung ergibt sich ein rechnerisches Kurspotenzial je Windsor-Aktie in Höhe von bis zu 3,33 € je Aktie**)

| |
|--------------------------------|
| Summe |
| 27,01 Mio. € |
| - Risikoabschlag (15 %) |
| - 4,06 Mio. € |
| Fairer Wert |
| 22,95 Mio. € |
| Fairer Wert je Aktie |
| 2,51 € |

Abb. 2

| Sensitivität in Abhängigkeit des MPH-Kurses | | | | | |
|----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--|
| Kurs in € | | | | | |
| 2,18 | 2,32 | 2,46 | 2,59 | 2,73 | |
| Fairer Unternehmenswert in Mio. € (nach Abschlag) | | | | | |
| 26,92 | 27,84 | 28,76 | 29,62 | 30,54 | |
| Fairer Wert je Aktie in € | | | | | |
| 2,94 | 3,04 | 3,14 | 3,23 | 3,33 | |

Abb. 3

Fazit

Rückkehr zur Profitabilität mit guten Ergebniszahlen aus dem Beteiligungsportfolio; Aktie deutlich unterbewertet

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 war bei der Windsor AG von einem Rückgang der Umsatzerlöse geprägt, welche sich von 13,79 Mio. € (GJ 08) auf 4,11 Mio. € deutlich reduzierten. Diese Minderung lässt sich hauptsächlich auf eine rückläufige Entwicklung des Beteiligungsgeschäftes zurückführen. Im Geschäftsjahr 2009 konnte hierbei die Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG erfolgreich an der Börse platziert werden. Eine Transaktion dieser Größenordnung fand in 2009 nicht statt.

Im Gegensatz dazu konnten sowohl die Mieterlöse als auch die Vertriebslöse verhältnismäßig stabil gehalten werden, diese fingen jedoch den Rückgang der Beteiligungserlöse nicht vollständig auf. Parallel hierzu wurde in der abgelaufenen Berichtsperiode eine Neubewertung des Immobilienbestandes vorgenommen und ein Abschreibungsbedarf (Fair-Value Adjustment) in Höhe von 3,55 Mio. € ermittelt. Dieser Sondereffekt wurde jedoch durch die Zuschreibungen auf Eigenkapitalinstrumente (Beteiligung an der MPH AG) in Höhe von 3,65 Mio. € neutralisiert, so dass der Rückgang des EBIT von 3,91 Mio. € (GJ 08) auf -3,29 Mio. € in etwa die rückläufige Umsatzentwicklung reflektiert. Unterm Strich lag das Jahresergebnis bei -5,68 Mio. € (GJ 08: 3,98 Mio. €).

Das Geschäftsjahr 2010 steht bei der Windsor AG im Zeichen der strategischen Neuausrichtung unter der Führung des neuen Vorstandes Roy von der Locht (bei Windsor seit 10.11.2009). Vor allem aufgrund eines für die Gesellschaft unattraktiv gewordenen Immobilienportfolios sollen die Bestandsimmobilien veräußert werden und der Fokus auf die Immobilienentwicklung von Wohnimmobilien mit kurzer Projektionsdauer gelegt werden. Der regionale Fokus dieser Projektvorhaben wird entgegen der bisherigen Strategie stärker eingegrenzt werden. Adressiert werden die Top Lagen in Berlin in einem Radius von etwa 7 km um den Alexanderplatz, ein Marktumfeld, welches wir sowohl aus demografischen Gesichtspunkten als auch vor dem Hintergrund einer wirtschaftlich stabilen Entwicklung Berlins als attraktiv erachten. Mittelfristig soll zudem das Immobilien-Asset-Management für Spezialimmobilien aus dem Bereich Pharma und Health Care übernommen werden. Geplant ist die Nutzung des bereits vorhandenen Know-How aus dem Beteiligungsgeschäft um somit eine Schnittstelle zwischen dem Immobilien- und Pharmabereich zu etablieren.

Ebenfalls von hoher Bedeutung ist weiterhin das Beteiligungsgeschäft, welches Ende 2009 durch die Akquisition der Simgen GmbH verstärkt wurde. Der Spezialist für Generika-Produkte soll in den kommenden Geschäftsjahren einen wichtigen Beitrag zum dynamischen Umsatz- und Ergebniswachstum leisten. Zugleich verfügt Windsor mit der MPH-Beteiligung über ein sehr werthaltiges Asset, welches derzeit sehr hohe stille Reserven beherbergt, die Ende des Jahres nach IFRS ergebniswirksam werden.

Diese Überlegungen fließen in unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 besonders ein. Im laufenden Geschäftsjahr 2010 sollten die Umsätze vor allem aus dem sukzessiven Abverkauf des Immobilienportfolios generiert werden, der Ergebnisbeitrag aus den geplanten Transaktionen dürfte in etwa ausgeglichen sein. Signifikante Ergebnisbeiträge hingegen erwarten wir aus dem Beteiligungsportfolio, mit einer konservativen Annahme von 7,00 Mio. €. Komplettiert werden unsere Prognosen durch die Einbeziehung der Simgen GmbH. Unserer Ansicht nach sind für 2010 somit Gesamtumsatzerlöse in Höhe von 24,79 Mio. € sowie ein EBIT von 7,12 Mio. € ein realistisches Szenario. Erst für 2011 erwarten wir aus dem Geschäft der Immobilienentwicklung die ersten Umsatz- und Ergebnisbeiträge. Dementsprechend dürfte die Windsor AG in 2011 Umsätze in Höhe von 56,50 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 8,39 Mio. € erzielen.

Wir haben die Windsor AG nach dem NAV-Ansatz (Net Asset Value), welcher die stichtagsbezogenen bilanziellen Vermögenswerte (31.12.2009) nach der Methode der Sum-of-Parts zusammenfasst, bewertet. **Nach einem Sicherheitsabschlag von 15 % liegt der ermittelte faire Wert je Aktie bei 2,51 €. Bei Einbeziehung der Bewertungsreserve der MPH zu Kursniveaus Ende Juli 2010 ergibt sich ein mögliches Upside auf bis zu 3,33 € je Aktie. Die Bewertung der Windsor-Aktie mit einem Kurs von 1,30 € spiegelt damit die derzeitige Substanz und Potenziale noch nicht wider und ist ungerechtfertigt niedrig. Wir vergeben für die Windsor-Aktie daher das Rating KAUFEN.**

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de