

## 10.05.2011 - GBC Research Comment - Windsor AG - Q1-Zahlen belegen die Fortsetzung des Unternehmenswachstums - Neuanpassung des Kursziels vor dem Hintergrund des angestiegenen Wertes der MPH-Beteiligung vorgenommen

Unternehmen: Windsor AG<sup>5</sup>

ISIN: DE0006190705

Anlass des Research Kommentars: Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2011, Kurszielerhöhung

Empfehlung: Kaufen

Analyst: Cosmin Filker, Felix Gode

Kursziel: 3,50 €

Mit Meldung vom 04.05.2011 hat die WINDSOR AG, die vorläufigen Zahlen zum ersten Quartal 2011 präsentiert. Gleichzeitig wurde damit auch die Fortführung der Wachstumsstrategie bekanntgegeben.

Die WINDSOR AG konnte in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 Umsätze von insgesamt 5,5 Mio. € erzielen und damit die Vorjahreswerte von 2,0 Mio. € deutlich übertreffen. Dies entspricht einer Steigerung von etwa +178 %. Dementsprechend konnte auch das vorläufige Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 0,8 Mio. € (Q1/10) signifikant auf 2,0 Mio. € mit +163 % mehr als verdoppelt werden. Das EBIT konnte mit 1,8 Mio. € gegenüber dem Vorjahr sogar mehr als verdreifacht werden (Q1/10: 0,5 Mio. €). Der Quartalsüberschuss, der bei rund 1,6 Mio. € lag, entwickelte sich ebenfalls äußerst erfreulich (Q1/10: 1,1 Mio. €).

Das abgelaufene erste Quartal 2011 reiht sich damit in die Entwicklung des erfolgreichen abgelaufenen Geschäftsjahres 2010 ein, denn bereits mit der Meldung der vorläufigen Geschäftsjahreszahlen 2010 konnte eine eindrucksvolle Rückkehr in die Profitabilität gemeldet werden (siehe GBC -Research Comment vom 31.03.2011). Hier erzielte die WINDSOR AG ein EBITDA von 5,5 Mio. € (VJ: -2,0 Mio. €), bei Umsatzerlösen von rund 23,5 Mio. € (VJ: 4,1 Mio. €). Das aktuelle Quartals-EBITDA stellt somit bereits mehr als ein Drittel des Vorjahres-EBITDA dar.

Gemäß Vorstandsaussagen wird zum ersten Quartal 2011 somit operativ eine erfolgreiche Fortsetzung der Gesamtaktivitäten sichtbar. Dies gilt sowohl für den Bereich der Immobilienentwicklung als auch für den Pharmabereich, welcher derzeit durch die Tochtergesellschaft Simgen GmbH und durch die Beteiligung an dem Berliner Pharmaunternehmen MPH Mittelständische Pharmaholding AG, dargestellt wird. Nach dem im Vorjahr 2010 eingeleiteten Strategiewechsel, in dessen Rahmen der Geschäftsbereich der Bestandsimmobilien auf ein Minimum reduziert wurde, befindet sich die Gesellschaft auch im laufenden Geschäftsjahr 2011 in einer Phase der weiteren Strategieoptimierung.

Der Schwerpunkt der Windsor AG wird nach wie vor auf dem Immobiliensegment liegen, mit dem Fokus insbesondere auf Projektentwicklung und Bestandshaltung. Mit dem Investitionsstandort in den zentralen Lagen Berlins (5km Umkreis um den Alexanderplatz), will die Gesellschaft somit von den sehr guten marktbestimmenden Faktoren des Berliner Immobilienmarktes profitieren. Der wichtigste Ansatz dieses Geschäftssegmentes liegt in der Entwicklung der Immobilien, welche anschließend je hälftig im Bestand verbleiben und veräußert werden sollen. Somit profitiert die Windsor einerseits von einer Wertsteigerungskomponente und andererseits von Liquiditätszuflüssen aus der Entwicklung der Immobilien. In diesem Zusammenhang zu nennen sind neue Immobilienprojekte mit einem gesamten erwarteten Transaktionsvolumen von über 50,0 Mio. €. Die Fertigstellung der Projekte ist für das laufende und für das kommende Geschäftsjahr geplant.

Ein weiterer operativer Fokus soll auch weiterhin auf dem Beteiligungsbereich, hier insbesondere auf Beteiligungen aus der Pharmabranche, liegen. Der Erwerb des Pharmaunternehmens Simgen GmbH im vergangenen Jahr sowie die Beteiligung am gelisteten Berliner Pharmaunternehmen MPH Mittelständische Pharmaholding AG, belegen diesen Schritt. Beide Unternehmen sind auf die Entwicklung, Herstellung, den Handel und Vertrieb von Generika und Parallelimporten spezialisiert. Aus der Beteiligungsstrategie von Windsor erwarten wir uns ebenfalls noch weiteres gutes Potenzial für die weitere Unternehmensentwicklung.

**Bewertung - MPH-Beteiligung als kurzfristigen werterhöhenden Treiber identifiziert - Fairer Wert je Aktie nach konservativen NAV-Ansatz von 3,50 € ermittelt - aktuelles Kurspotenzial von über 60 % ermittelt - Rating: KAUFEN**

Der Aktienkurs der WINDSOR AG profitierte in den letzten Monaten von der sich abzeichnenden guten operativen Entwicklung der Gesellschaft als auch von der ebenfalls guten Aktienkursentwicklung der börsennotierten Beteiligung MPH Mittelständische Pharma Holding AG. Unser bisheriges Kursziel von 2,51 € wurde zwischenzeitlich fast erreicht. Unser bisheriger Bewertungsansatz (siehe Researchstudie Update vom 23.08.2010) nach NAV, welcher die stichtagsbezogenen bilanziellen Vermögenswerte nach der Methode der Sum-of-Parts herangezogen hatte, bedarf daher einer Anpassung. Als wesentlichen Treiber der Bewertungsaktualisierung haben wir dabei die Kursentwicklung der MPH-Beteiligung identifizieren können, da wir in unserem bisherigen Bewertungsansatz einen MPH-Aktienkurs von lediglich 1,58 € mit einberechnet hatten. In der Zwischenzeit stiegen die Kursniveaus (Stand: 06.05.2011) aber auf aktuell 3,07 € an, was einen signifikanten werterhöhenden Effekt auf das Finanzvermögen der Gesellschaft hat.

Die Strategie der Gesellschaft sah in 2010 den kompletten Abverkauf der unattraktiv gewordenen Renditeliegenschaften vor (siehe Researchstudie Update vom 23.08.2010). Wir gehen davon aus, dass dies vollständig umgesetzt wurde. Der hieraus resultierende Liquiditätszufluss sollte sowohl die Basis für künftige Immobilieninvestitionen bilden, gleichzeitig dürften die Bankverbindlichkeiten zum 31.12.2010 deutlich zurückgegangen sein. Diese Effekte haben wir in unserer NAV-Bewertung auf Basis unserer Schätzungen mit berücksichtigt.

Der neu ermittelte Unternehmenswert ist zudem nach wie vor als konservativ zu bewerten, da hier nur die aktuellen Assets der WINDSOR AG über die Substanz betrachtet und somit die künftige operative Entwicklung nicht berücksichtigt wird. Darüber hinaus haben wir einen weiteren Sicherheitsabschlag vom 15 % (siehe Shleifer 1992; Journal of Portfolio Management, S.199) vorgenommen.

NAV-Bewertung nach dem Sum-of-Parts-Ansatz (in Mio. €)		Summe
<b>Immobilienvermögen (Renditeliegenschaften + Vorräte) sowie Nettovermögen (Finanzvermögen inkl. MPH-Beteiligung + Liquidität abzüglich Bankverbindlichkeiten und Anleiheverbindlichkeiten)</b>		<b>38,1 Mio. €</b>
<b>Summe</b>	<b>28,1</b>	<b>- Risikoabschlag (15 %)</b>
		<b>- 5,7 Mio. €</b>
		<b>Fairer Wert</b>
		<b>32,4 Mio. €</b>
<b>Nicht notierte Beteiligungen (Ansatz über Umsatzmultiple)</b>		<b>Fairer Wert je Aktie</b>
<b>Simgen GmbH</b>	<b>10,0</b>	<b>3,50 €</b>

Nach Aktualisierung durch die aktuellen MPH-Kurse (Ansatz zu 3,07 €; Stand 09.05.2011) steigt der Wert des Nettovermögens der Gesellschaft gemäß eigenen Berechnungen auf 28,1 Mio. € an. In Summe ergibt sich somit ein Unternehmenswert von 38,1 Mio. €, welcher nach einem Sicherheitsabschlag von 15,0 % bei rund 32,4 Mio. € liegt. Der faire Unternehmenswert je Aktie liegt somit bei 3,50 € und bietet auf Basis des aktuellen Aktienkurses ein Upsidepotenzial von über 60 %. Wir behalten daher unser Rating KAUFEN bei.

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2010 (voraussichtlich Juni 2011) werden wir eine Werteaktualisierung und damit eine konkrete transparente Neuberechnung des WINDSOR-Unternehmenswertes vornehmen.

# 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 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 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. 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: (5b)**

## **§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)