



**Credit Research**

**Windreich AG**



**Unternehmensanleihe Windreich AG  
6,5 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

**„Überdurchschnittlich attraktiv“**

**„Pionier für sauberen Strom mit  
hoher Wachstumsdynamik“**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite I ff

---

**überdurchschnittlich  
attraktiv**

**6,50%  
Corporate Bond**

Währung: EUR

#### **Stammdaten:**

DE000A1H3V38

WKN: A1H3V3

Emissionsvol.:  
bis 75,00 Mio. €  
Stückelung: 1.000 €  
Mindestanlage: 1.000 €  
Laufzeit:  
15.07.11-14.07.16

Kupon: 6,50 % p.a.  
Zinszahlungen:  
jährlich zum 15.07.  
erstmalig zum 15.07.2012

Ausgabekurs: 100 %  
Rückzahlungskurs: 100 %

#### **Analysten:**

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite III

## **Windreich AG \*5**

### **Unternehmensprofil**

Branche: Erneuerbare Energien

Fokus: Offshore-; Onshore-Windkraft;  
Projektentwicklung und Betriebsführung

Mitarbeiter: 100 Stand: 31.12.10

Gründung: 1999

Firmensitz: Wolfschlugen

Vorstand: Willi Balz; Dr. Walter Döring, Matthias Hassels; Heiko Roß



Mit dem Branchenschwerpunkt auf dem Bereich der Erneuerbaren Energien liegt der Fokus der Anleiheemittentin Windreich AG auf der Projektierung, Erstellung, dem Betrieb und dem Vertrieb von Windkraftanlagen. Dabei verfügt die Gesellschaft, deren Strategie in der Beteiligung von Unternehmen liegt, über langjährige Erfahrungen im Bereich der Windkraft. Das Unternehmen wurde durch den derzeitigen Alleinaktionär Willi Balz im Jahre 1999 gegründet. Über die Umfirmierung in FC Holding GmbH und dann in Windreich GmbH wurde die Gesellschaft im Januar 2010 im Wege eines Formwechsels in die Windreich AG umgewandelt. Mit der Erstellung und dem Vertrieb von Onshore- und Offshore-Windkraftanlagen konnte die Windreich AG in ihrer Historie bereits mehr als 1.000 Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von mehr als 2.000 MW installieren. Die Geschäftsbereiche der Gesellschaft lassen sich dabei in Onshore- und Offshore-Windenergie unterteilen. Das Leistungsspektrum in beiden Geschäftsfeldern umfasst die Projektierung, Errichtung, den Verkauf und die Betriebsführung von Windparks.

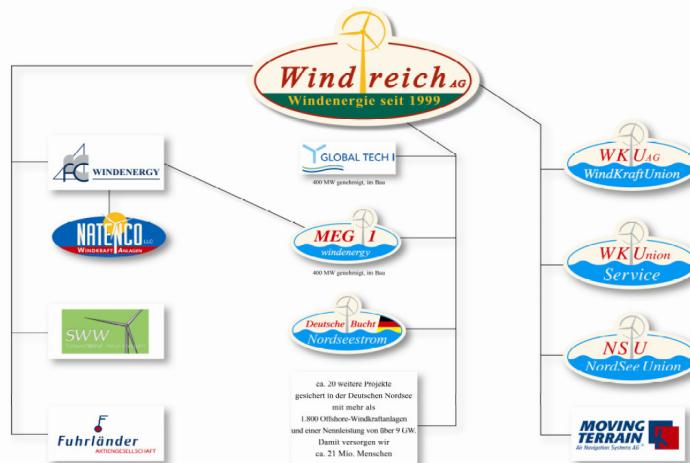
### **Prognosen auf Konzernbasis**

in Mio. €/GJ-Jahr	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	120,83	740,50	1.210,70	2.046,00
EBIT	21,22	163,10	281,20	308,20
EBIT-Marge	17,6%	22,0%	23,2%	15,1%
JÜ	2,26	141,47	252,53	272,97

### **ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)**

EBIT-Interest Coverage	2,15	8,36	12,76	14,06
EK-Quote:	34,1%	20,7%	18,1%	26,8%
Total Debt/EBIT	10,16	1,93	1,01	0,92
ROCE	8,9%	164,0%	k.A.	132,0%

### **Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)**



## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

### Strategie und Geschäftsbereiche - Windkraft zu Land und zu Wasser

Mit dem Branchenschwerpunkt auf dem Bereich der Erneuerbaren Energien liegt der Fokus der Anleiheemittentin Windreich AG auf der Projektierung, der Erstellung, dem Betrieb und dem Vertrieb von Windkraftanlagen. Dabei verfügt die Gesellschaft, über langjährige Erfahrungen im Bereich der Windkraft.

Ursprünglich wurde das Unternehmen unter der Firma FC Windkraft GmbH durch den derzeitigen Alleinaktionär Willi Balz im Jahre 1999 gegründet. Über die Umfirmierung in FC Holding GmbH und dann in Windreich GmbH wurde die Gesellschaft im Januar 2010 im Wege eines Formwechsels in die Windreich AG umgewandelt. Mit der Erstellung und dem Vertrieb von Onshore- und Offshore-Windkraftanlagen konnte die Windreich AG in ihrer Historie bereits mehr als 1.000 Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von mehr als 2.000 MW installieren. Die Geschäftsbereiche der Gesellschaft lassen sich dabei in Onshore-Windenergie, Offshore-Windenergie sowie Offshore-Dienstleistungen unterteilen:



Quelle: GBC AG

#### Onshore-Windenergie

Bis dato konnte die Gesellschaft in diesem Geschäftsbereich die meisten Umsätze generieren. Zu den Meilensteinen im Bereich der Onshore-Windenergie gehören erfolgreich umgesetzte Projekte in Deutschland (darunter die Errichtung von Onshore-Anlagen mit einer Leistung von 186 MW durch die Tochtergesellschaft Natenco GmbH) als auch in Frankreich. Insgesamt wurden über 1.000 Windkraftanlagen mit einer installierten Nennleistung von über 2.000 MW realisiert. Der Großteil der hier errichteten Windkraftanlagen wurde verkauft und ein kleinerer Teil wurde im Eigenbestand behalten. Gemäß der von der Windreich AG kommunizierten strategischen Ausrichtung soll dieser Geschäftsbereich weiter ausgebaut werden. Eine noch größere Bedeutung wird jedoch der Offshore-Bereich einnehmen, dessen Stellenwert im Konzernkreis absolut zunehmen wird.

#### Offshore-Windenergie

Neben dem Ausbau des Onshore-Bereichs soll das Offshore-Geschäftssegment weiter dynamisch entwickelt werden. Nach der erfolgreichen Etablierung im Binnenland bemüht sich die Windreich AG neue Betätigungsfelder zu schaffen und damit eine breitere Aufstellung der Erlöse zu realisieren. Von entscheidender Bedeutung ist hierfür der Umstand, dass es der Gesellschaft erfolgreich gelungen ist, sich Anteile an rund 50 % aller Projektgesellschaften, die derzeit die Genehmigung zur Errichtung Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee eingereicht haben, zu sichern. Damit ist die Grundlage einer dynamischen Umsatzentwicklung dieses Geschäftsbereiches bereits gelegt. Besonders herauszustellen sind hier drei konkrete Projekte (siehe Kapitel Mittelverwendung) mit einer zu installierenden Gesamtleistung von über 1.000 MW, welche bereits die langjährigen Genehmigungsverfahren erfolgreich durchlaufen haben. Mittelfristig soll in diesem Geschäftssegment jährlich mindestens ein Offshore-Projekt mit einer Nennleistung von 400 MW zur Genehmigungsreife geführt und anschließend veräußert werden.

#### Offshore-Dienstleistungen

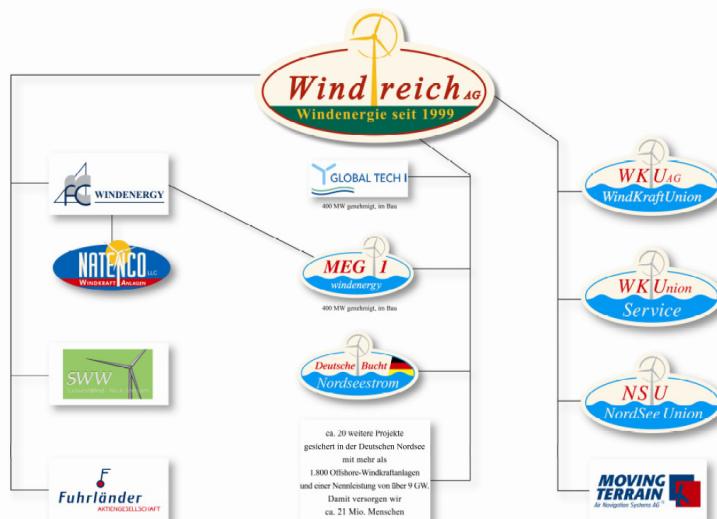
Im Zuge einer weiteren geplanten Ausdehnung der Umsatzerlöse soll das Angebot zusätzlicher Dienstleistungen im Rahmen der Errichtung von Windparks ausgebaut werden. Die Windreich AG will die Kompetenzen des Konzernverbunds auch zur Umsetzung der kauf-

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

männischen und technischen Betriebsführung von Offshore-Windparks nutzen. Die Tochtergesellschaft WKU Windkraft Union AG, welche als Generalunternehmerin die schlüssel-fertige Errichtung von Offshore-Windparks umsetzt, ist derzeit so ausgerichtet, dass durch-schnittlich 1,5 Offshore-Windparks p.a. errichtet werden können.

### Konzernstruktur

Die Windreich AG hat in den vergangenen Jahren eine Reihe von Unternehmen gegründet, erworben sowie veräußert. Die Tochtergesellschaften repräsentieren dabei in der Regel einzelne Windkraft-Projekte oder einzelne Geschäftsfelder des Windreich-Konzerns. Damit dienen Neugründungen und Übernahmen der Erweiterung der Geschäftstätigkeit. In der Regel werden Beteiligungsquoten von 100 % angestrebt, welche damit eine vollständige Konsolidierung dieser Töchter in den Konzernverbund ermöglichen. Da jedoch die Realisierung der Offshore-Windkraftprojekte mit einem sehr hohen Kapitalbedarf einhergeht, werden einzelne Projektgesellschaften teilweise veräußert oder finanzielle Partner daran beteiligt. Besonders herauszustellen ist hierbei das Offshore-Projekt Global Tech I, welches zwar von der Windreich AG initiiert wurde, jedoch bereits im Vorfeld an mehrere Investoren veräußert wurde. Die derzeitige Beteiligungsquote der Windreich AG an diesem Projekt beläuft sich noch auf 16,1 %. Folgende vereinfachte Konzerndarstellung fasst die Beteiligungsstruktur des Windreich-Konzerns zusammen:



Quelle: Windreich AG; GBC AG

### Organe der Gesellschaft - Renommierte Persönlichkeiten mit langjähriger Erfahrung

Ein wichtiger Baustein für den künftigen Unternehmenserfolg findet sich in den Organen der Gesellschaft wieder, welche über umfangreiche Erfahrungen im Bereich der erneuerbaren Energien, hier speziell in der Windkraftbranche, verfügen.

#### Vorstand

##### Dipl.-Wirt.-Ing (FH) Willi Balz (Vorstandsvorsitzender)

Der im Jahr 1960 geborene Gründer und heutige Vorstandsvorsitzende Willi Balz ist alleiniger Aktionär der Windreich AG. Nach seinem Technikstudium an der Fachhochschule in Esslingen war Herr Balz seit 1981 selbstständig und entwickelte und realisierte Gewerbeimmobilien mit einem Volumen von mehreren hundert Millionen Euro. Anschließend legte er im Jahr 2000 seinen Fokus auf erneuerbare Energien und übernahm in 2003 die Natenco GmbH, welche er schließlich für 100 Millionen Euro an das französische Unternehmen Theolia verkaufte. Herr Balz ist neben verschiedenen Geschäftsführertätigkeiten auch als Aufsichtsrat bei der Fuhrlander AG, einem Tochterunternehmen der Windreich AG, tätig.



## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

### **Dr. Walter Döring, Wirtschaftsminister a.D. (stellvertretender Vorstandsvorsitzender)**

Herr Dr. Walter Döring, war unter anderem zwischen 1988 und 2006 Mitglied des Landtags und von 1996 bis 2004 stellvertretender Ministerpräsident und Wirtschaftsminister in Baden-Württemberg. Gleichzeitig bekleidete er auch bei verschiedenen Verbänden, Banken und Stiftungen führende Positionen. So war er unter anderem Präsident des Tourismusverbandes, Aufsichtsratsvorsitzender der Gesellschaft für internationale Zusammenarbeit und Verwaltungsratsvorsitzender der L-Bank. Hr. Dr. Döring wechselte im Jahr 2010 in das Vorstandamt, nachdem er zuvor im Aufsichtsgremium der Windreich AG tätig war.



### **Dipl.-Kfm. Matthias Hassels (Finanzvorstand)**

Der im Jahr 1963 geborene Finanzvorstand der Windreich AG, Matthias Hassels hat sein Studium an der Wilhelms-Universität in Münster und der Gerhard-Mercator-Universität in Duisburg als Diplom-Kaufmann abgeschlossen. Anschließend war er als Mitglied der Geschäftsleitung einer Unternehmensberatung sowie als Mitglied der Geschäftsleitung und CFO der Bank Sarasin & Cie. AG tätig. Im Juli 2005 übernahm er zusätzlich die Leitung des Geschäftsbereichs Corporate Center. Seit November 2010 ist Herr Hassels Finanzvorstand der Windreich AG.



### **Dipl.-Ing. Heiko Roß (Technischer Vorstand)**

Herr Roß hat fundierte Erfahrungen im Energiebereich. Nach Beendigung seines Studiums war er ab 1993 bei der PreussenElektra AG als Ingenieur für Netzführung und Netzplanung in der Hauptverwaltung tätig. Im Jahr 2000 stieg er bei Plambeck Neue Energie AG als Leiter Projektentwicklung ein und war später für den Bereich Netzanschluss von Onshore-Windparks verantwortlich. Vor seiner Tätigkeit als technischer Vorstand der Windreich AG, welche er seit November 2010 bekleidet, war er als Geschäftsführer bei der BARD Engineering GmbH und anschließend der BARD Holding GmbH tätig.



## Aufsichtsrat

### **Prof. Dr.-Ing. Bullinger (Aufsichtsratsvorsitzender)**

*Präsident der Fraunhofer-Gesellschaft*

Prof. Dr.-Ing. Hans-Jörg Bullinger, geboren 1944 in Stuttgart, war 1982 bis 2002 Institutsleiter des von ihm mitgegründeten Fraunhofer-Instituts für Arbeitswirtschaft und Organisation. Seit 1. Oktober 2002 ist der promovierte Maschinenbauer Präsident der Fraunhofer-Gesellschaft.



### **Dr.Dipl.- Ing. Eberhard A. Veit (stellvertr. AR-Vors.)**

*Vorstandsvorsitzender der Festo AG*

Dr. Eberhard A. Veit, geboren 1962 in Göppingen, erwarb an der Universität Stuttgart im Rahmen der Begabtenförderung sein Diplom. Er ist Vorstandsvorsitzender der Festo AG, Senatsmitglied Acatech und Mitglied des Kuratoriums Fraunhofer IAO.



### **Dr.-Ing. Axel Müller**

*Geschäftsführer der Transporter Industry International GmbH*

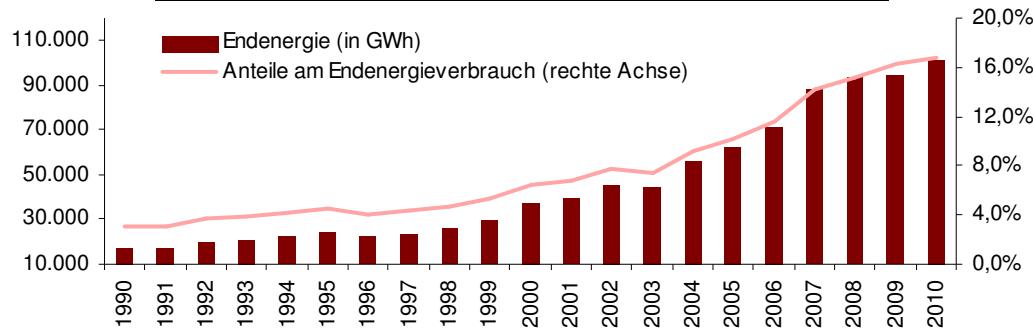
Dr. Axel Müller, geboren 1966 promovierte 1994 an der TU Clausthal zum Doktor-Ingenieur. Von 1994 an bis 2001 leitete Axel Müller die Bereiche Controlling und Finanzen bei der Kögel Fahrzeugwerke AG.



**GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe****Markt und Marktumfeld - Die Zukunft ist Offshore**

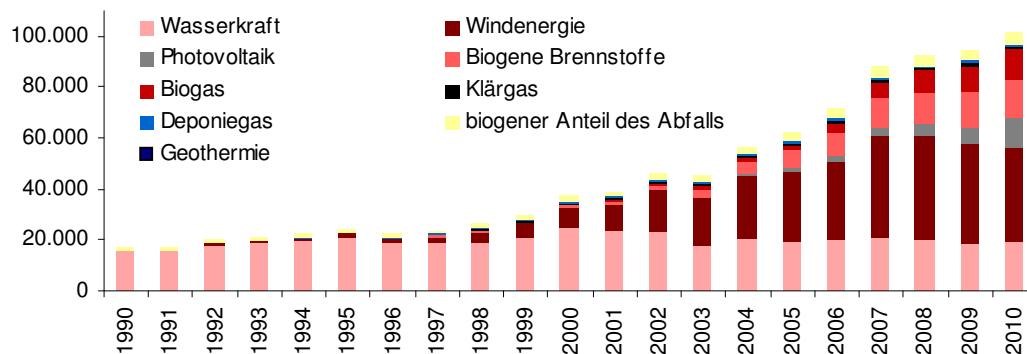
Insbesondere im Nachgang der Fukushima-Katastrophe wurde die politische Diskussion zum Thema einer möglichen Energiewende neu entfacht. In diesem Zusammenhang sind die ersten konkreten Bemühungen der Politiker in Deutschland hinsichtlich einer Beschleunigung der Energiewende erwähnenswert. Ein guter Beleg hierfür sind die aktuellen Diskussionen um den von Umweltminister Norbert Röttgen und Wirtschaftsminister Rainer Brüderle vorgelegten „Sechs-Punkte-Plan“, der eine klare Position zum Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland enthält. Zwar ist sowohl die Finanzierungsfrage als auch die Umsetzung einer Energiewende derzeit noch nicht konkretisiert, es ist jedoch ein allgemeiner Trend zu erkennen. Ein beschleunigter Atomausstieg und der weitere Ausbau der erneuerbaren Energien wird nur eine Frage der Zeit sein.

Diese Diskussionen, die in Deutschland eine besonders hohe Aufmerksamkeit auf sich ziehen, lassen sich unter anderem auch mit der Vorreiterrolle Deutschlands im Bereich der Erneuerbaren Energien erklären. Bereits Anfang der 90iger Jahre wurde mit der Verabschiedung des EEG (Erneuerbare Energien Gesetz) die Grundlage für eine zunehmende Bedeutung der erneuerbaren Energien gelegt. Gleichzeitig wurde eine hohe Planbarkeit und Investitionssicherheit geschaffen. Gut erkennen lässt sich dies am Bedeutungszuwachs der erneuerbaren Energien, welche gemessen am gesamten Stromverbrauch in Deutschland von 3,1 % (1990) auf 16,8 % (2010) zulegten. Im gleichen Zeitraum stieg die bereitgestellte Leistung von 17.086 GWh um etwa 500 % auf 101.681 GWh an (Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit).

**Entwicklung Erneuerbarer Energien (Stromverbrauch) 1990-2010**

Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit

Windkraft nimmt vor diesem Hintergrund eine besondere Stellung ein. Zeichnete sich noch im Jahr 1990 die Wasserkraft als bedeutendster Lieferant erneuerbarer Energien aus, so konnte die Windkraftindustrie zwischenzeitlich stark zulegen und belegt gemessen an der Stromerzeugung als auch an der installierten Leistung und dem Anteil am Endenergieverbrauch mittlerweile den Spitzenplatz im Energiemix der erneuerbaren Energien.

**Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien (in GWh)**

Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit; AGEE-Stat

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

Die Stromerzeugung der in Deutschland installierten Windkraftanlagen lag in 1990 bei 71 GWh. Diese Größenordnung, konnte bis zum Jahr 2010 massiv auf rund 36.500 GWh angehoben werden. Parallel hierzu steigerte sich der Anteil am Energiemix von 0,01 % (1990) auf 6,0 % (2010). Damit nimmt die Windenergie in Deutschland bereits heute eine zentrale Stellung in der Versorgung durch erneuerbare Energien ein.

Die Windkraftbranche dürfte auch künftig von den Bemühungen der Bundesregierung zum Ausbau der erneuerbaren Energien profitieren. Denn mit der in 2009 in Kraft getretenen EU-Richtlinie soll Deutschland bis 2020 den Anteil der erneuerbaren Energien am Endenergieverbrauch auf mindestens 18 % (aktuell: 11,0 %) ausbauen. Darüber hinaus soll ebenfalls bis 2020 der Ausstoß von Treibhausgasen um 40 % gesenkt werden. Erneuerbare Energien leisten hierzu einen wesentlichen Beitrag, denn mit dem Einsatz alternativer Energien konnten alleine in den letzten 20 Jahren rund 2,58 Mrd. Tonnen Treibhausgase und CO<sub>2</sub>-Emissionen vermieden werden (Quelle: AGEE-Stat). Ein wesentlicher Aspekt der künftigen Politik dürfte daher die Beibehaltung attraktiver Vergütungssätze sein, welche nicht nur Innovationen sondern auch eine hohe Planungssicherheit ermöglichen sollten. So liegt beispielsweise der Gewährungszeitraum der aktuellen Vergütungssätze bei Offshore-Windkraftanlagen bei über 12 Jahren und liefert damit für die Betreiber von Windkraftanlagen eine gute Planungsgrundlage. Der aktuelle Vergütungssatz liegt bei 15 ct/kWh. Die Attraktivität der Vergütungssätze könnte im Rahmen eines derzeit diskutierten „Stauchungs-Modell“ weiter zunehmen. Bei diesem Ansatz würde die Vergütungslaufzeit verkürzt und entsprechend dieser Verkürzung der Vergütungssatz angehoben werden, so dass die Höhe der Gesamtvergütung gleichbleibt. Der Projektbarwert würde infolge eines früheren Zahlungseingangs der gesamten Vergütungssumme dadurch ansteigen.

Auch weiterhin soll die Windkraft ihre zentrale Stellung beibehalten. Die wichtigsten Impulse für die künftige Entwicklung der Windkraftbranche sollten in erster Linie aus dem Offshore-Bereich kommen. Bislang spielt die Energieerzeugung von Windkraftanlagen auf See verglichen mit Binnenanlagen eine noch untergeordnete Rolle. Im Jahr 2010 wurden in Deutschland mit Offshore-Anlagen rund 170 GWh Strom produziert, wohingegen Landanlagen mit rund 36.300 GWh zur Stromerzeugung beitrugen. Diese Diskrepanz soll sich zukünftig verringern. Die politischen Weichenstellungen, wonach die Gesamtfläche für Offshore-Windkraftanlagen erweitert werden soll, sind hierfür bereits gelegt worden. Im April 2010 wurde der erste deutsche Offshore-Windpark „alpha ventus“ etwa 45 km vor der Küste Borkums eröffnet. Die Projektpipeline von Offshore-Projekten in der deutschen Nordsee ist derzeit gut gefüllt und hiervon konnte sich die Windreich AG Anteile an rund 50 % aller Projektgesellschaften, die derzeit die Genehmigung zur Errichtung von Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee eingereicht haben, sichern.

Künftig dürfte der Onshore-Bereich zusätzlich vom so genannten Repowering geprägt sein. Im Rahmen dessen werden alte leistungsschwache Anlagen durch technologisch neuwertige Anlagen ersetzt. Die Anzahl neuer Projekte sollte daher relativ gering bleiben.

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

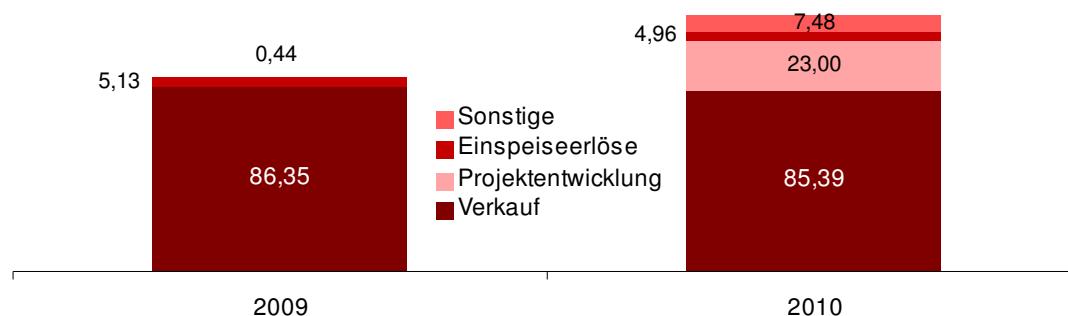
### Geschäftsentwicklung des Windreich-Konzerns 2009 und 2010 - gute Zuwachsraten

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	91,92	+31,5 %	120,83
EBITDA (EBITDA-Marge)	20,96 (22,8 %)	+20,3 %	25,22 (20,9 %)
EBIT (EBIT-Marge)	17,92 (19,5 %)	+18,4 %	21,22 (17,6 %)
JÜ	13,63	-83,5 %	2,26

Quelle: Windreich AG; GBC AG

Umsatzseitig konnte der Windreich-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 mit dem Übertreffen der 100 Mio. €-Marke neue Rekordwerte erzielen. Insgesamt konnten die Vorjahresumsätze um 31,5 % auf 120,83 Mio. € (GJ 09: 91,92 Mio. €) gesteigert werden. Wie man der nachstehenden Aufteilung nach Segmenten entnehmen kann, war dieser Anstieg hauptsächlich auf die Entwicklung des Projektbereiches zurückzuführen, welcher mit 23,00 Mio. € erstmalig zu den Umsätzen beitrug. Hier sind hauptsächlich die Vorleistungen des entkonsolidierten Projektes Nordsee Offshore MEG I GmbH beinhaltet. Die Erträge des Segments „Verkauf“ stammen weitestgehend aus dem Onshore-Bereich.

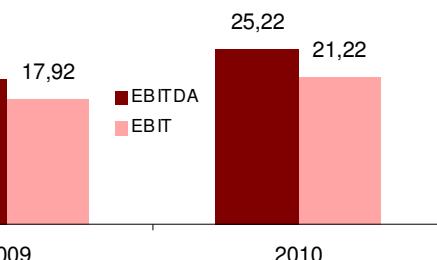
#### Umsatzaufteilung in Mio. €



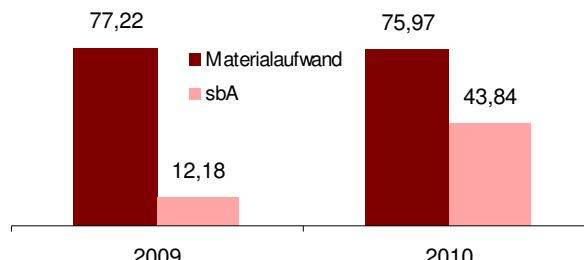
Quelle: Windreich AG; GBC AG

Auf Ergebnisbasis wird als Folge der ausgeweiteten Umsätze ebenfalls eine leichte Erhöhung sichtbar. Diese manifestiert sich in einem Anstieg des EBITDA von 20,96 Mio. € (GJ 09) um 20,3 % auf 25,22 Mio. € (GJ 10). Dieser Anstieg reflektiert aufgrund angefallener Kosten für den Kapazitätsausbau jedoch die hohe Umsatzdynamik noch nicht im vollen Umfang, so dass sich die Ergebnismargen leicht reduzierten. Auf EBITDA-Basis minderte sich die Marge von 22,8 % (GJ 09) auf 20,9 % (GJ 10). Zwar konnten die Materialaufwendungen als größter Kostenblock reduziert werden, dem stand jedoch ein deutlicher Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegenüber. Diese erhöhten sich von 12,18 Mio. € (GJ 09) überproportional auf 43,84 Mio. € (GJ 10). Die Margensituation war absolut gesehen dennoch sehr stark.

#### EBITDA und EBIT (in Mio. €)



#### Wichtige Aufwandspositionen (in Mio. €)

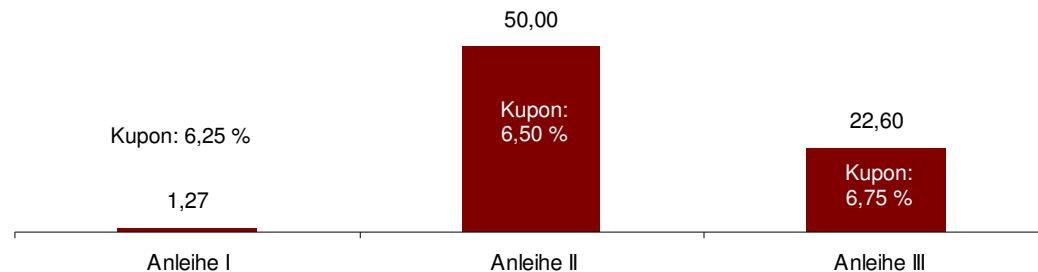


Quelle: Windreich AG; GBC AG

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 hat die Gesellschaft bereits drei Anleihetranchen mit einem Gesamtvolumen von 73,87 Mio. € emittiert.

### In 2010 platzierte Unternehmensanleihen (Volumen in Mio. €)



Diese Emission hatte einen Anstieg der Finanzverschuldung und damit naturgemäß auch einen Anstieg der Zinsaufwendungen zur Folge. Diese erhöhten sich von 6,63 Mio. € (GJ 09) auf 9,87 Mio. € (GJ 10). Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad lag damit bei 2,55 und indiziert, dass die Gesellschaft problemlos in der Lage war, den Zinsverpflichtungen nachzukommen. Als Sondereffekt musste eine Abwertung von ehemaligen Kaufpreiskomponenten (Aktienkomponente) in Höhe von 12,81 Mio. € vorgenommen werden. Hauptsächlich aufgrund dieser Maßnahme reduzierte sich das Nachsteuerergebnis von 13,63 Mio. € (GJ 09) auf 2,26 Mio. € (GJ 10). Weitere Abschreibungen auf Finanzanlagen sind für 2011 nicht zu erwarten, da hier in 2010 ein Abverkauf stattgefunden hat.

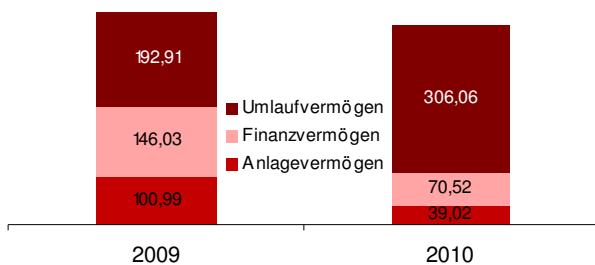
### Entwicklung Bilanzkennzahlen auf Konzernbasis - solide Kennzahlenniveaus

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
EK (EK-Quote)	171,76 (39,0 %)	141,70 (34,1 %)
Finanzverschuldung	160,22	215,52
Finanzvermögen	183,75	117,96
Net Debt	-23,53	97,56
WC	63,88	200,38

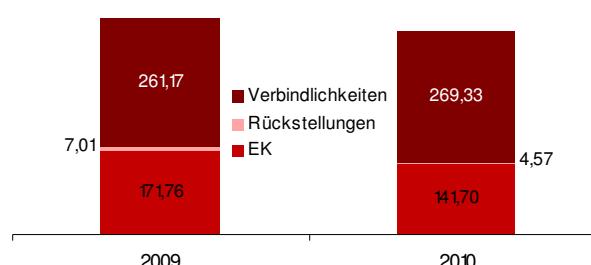
Quelle: Windreich AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild des Windreich-Konzerns, welches als solide bezeichnet werden kann, hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr zum Teil deutlich verändert. Ein wesentlicher Bestandteil für die Veränderung der Bilanzpositionen ist die Entkonsolidierung der Projektgesellschaft Nordsee Offshore MEG I GmbH, welche aufgrund der Verkaufsabsicht nicht mehr in den Konsolidierungskreis mit einbezogen wurde. Diese neue bilanzielle Betrachtung führte zu einer aktivseitigen Reduktion des zuvor konsolidierten Anlagevermögens, bei einer gleichzeitigen Erhöhung des Finanzvermögens. Auf der Passivseite reduzierte die MEG-Umbuchung sowohl das Eigenkapital als auch die passiven latenten Steuern. Alleine dieser Vorgang war für eine Minderung der Bilanzsumme in Höhe von 52,10 Mio. € verantwortlich.

### Entwicklung Aktiva (in Mio. €)



### Entwicklung Passiva (in Mio. €)



Quelle: Windreich AG; GBC AG

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

Wie man der umseitigen Grafik entnehmen kann, minderte sich das Finanzvermögen (hauptsächlich Anteile an verbundenen und assoziierten Unternehmen und Beteiligungen) trotz des oben dargestellten Vorgangs deutlich von 146,03 Mio. € (31.12.09) auf 70,52 Mio. € (31.12.10). Zurückführen lässt sich dies auf einen signifikanten Rückgang der Beteiligungsbuchwerte an assoziierten Unternehmen, welche die Rückveräußerung der Projekte Northern Energy GAIA I - V darstellt. Windreich kann diese Projektgesellschaften im Rahmen eines vertraglich vereinbarten Optionsrechtes zurückerobern.

Das Umlaufvermögen und damit auch das Working Capital erhöhten sich insbesondere als Folge der kurzfristigen Darlehensvergabe an Projektgesellschaften. Das Umlaufvermögen stieg von 192,91 Mio. € (31.12.09) auf 306,06 Mio. € (31.12.10) und das Working Capital von 63,88 Mio. € (31.12.09) auf 200,38 Mio. € (31.12.10) an.

### Entwicklung Bilanzkennzahlen auf Basis der Windreich AG (Anleiheemittentin) - solide Bilanz mit soliden Kennzahlen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
EK (EK-Quote)	130,15 (53,7 %)	136,54 (47,4 %)
Finanzverschuldung	51,27	140,32
Finanzvermögen	168,77	72,17
Net Debt	-117,50	68,15
WC	10,66	203,29

Quelle: Windreich AG; GBC AG

Auch auf Basis der Windreich AG (Anleiheemittentin) sind die Bilanzkennzahlen als sehr solide zu werten. Besonders erwähnenswert ist hierbei die gute Eigenkapitalausstattung mit einem Eigenkapital von 136,54 Mio. €, was eine überdurchschnittliche Eigenkapitalquote von 47,4 % bedeutet. Die Bilanz der Windreich AG bezieht nicht alle Konzernfächer mit ein, so dass einerseits ein geringerer Ausweis von Vermögenswerten erfolgt, auf der anderen Seite wird jedoch auch ein geringerer Anteil an Verbindlichkeiten von Tochtergesellschaften berücksichtigt. Dies ist gleichzeitig der wesentliche Grund des nochmals solideren Bilanzbildes der Windreich AG.

Ähnlich wie die Bilanzentwicklung auf Konzernbasis kann auch auf AG-Basis eine Erhöhung der Finanzverschuldung bei einer Reduktion des Finanzvermögens beobachtet werden. In erster Linie hierfür verantwortlich zeigen sich sowohl die reduzierten Beteiligungsbuchwerte (Verkauf von Offshore-Gesellschaften) als auch die Erhöhung der zinsbaren Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit der im Geschäftsjahr 2010 erfolgreich platzierten Anleihe.

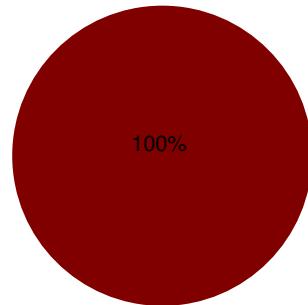
## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

### Anleihebedingungen - hoher Kupon + Bonität = attraktive Kombination

Stammdaten der 6,5 % Windreich AG - Anleihe	
ISIN:	DE000A1H3V38
WKN:	A1H3V3
Emissionsvolumen:	bis 75,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (5 Jahre):	15.07.2011 - 14.07.2016
Kupon:	6,5 %
Kuponzahlungen:	jährlich zum 15. Juli
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist:	04.07.2011 - 13.07.2011
Börsennotierung:	Bondm
Emissionsrating:	BBB+

Quelle: Windreich AG

### Mittelverwendung in % (nach Emissionskosten)



■ Investitionen in Offshore-Anlagen

Die Windreich AG plant die Emission einer 5-jährigen 6,5%-Unternehmensanleihe, deren Anleihelaufzeit und damit auch der Zinslauf am 15.07.2011 beginnt. Das geplante Emissionsvolumen soll sich auf bis zu 75,00 Mio. € belaufen und wird gemäß Unternehmenspläne zum Ausbau des Offshore-Geschäftes verwendet. Abzüglich den zu erwarteten Emissionskosten von maximal 5 % des Anleihevolumens (3,75 Mio. €) verbleiben der Gesellschaft mindestens 71,25 Mio. € für Investitionen in den Ausbau des Offshore-Bereiches und zur Finanzierung von vorbereitenden Maßnahmen zur Realisierung der aktuellen Projektpipeline. So müssen als Voraussetzung zur Erlangung von Netzzusagen für bestimmte Projekte etwa Bürgschaften gestellt, Anzahlungen an Lieferanten geleistet oder Zahlungsziele finanziert werden. Wie bereits im Rahmen dieser Studie erwähnt, wird damit der Offshore-Bereich im Konzernverbund eine zunehmende Bedeutung erlangen. Die Gesellschaft hat sich einem Rating der „Creditreform“ unterzogen und ein „BBB+“ (Investmentgrade-Rating) zugesprochen bekommen. Die Anleihe soll im Qualitätssegment der Stuttgarter Börse „Bondm“ gelistet werden.

### Mittelverwendung und wichtige Projekte - Finanzierung der Offshore-Pipeline im Fokus

Die Windreich AG hat sich frühzeitig im Offshore-Bereich in der deutschen Nordsee positionieren können. Gemessen an der Gesamtzahl der in der deutschen Nordsee genehmigten Projekte hat sich die Windreich AG die Rechte an rund 50 % der Projekte gesichert und verfügt damit über eine umfangreiche Pipeline. Derzeit verfügt das Unternehmen über Baurechte von rund 23 Windparks mit über 1.800 Windkraftanlagen und einer Nennleistung von ca. 9.000 MW (20 % des aktuellen Stromverbrauchs der privaten Haushalte in Deutschland). Die Projekte „Global Tech I“, „MEG I“ und „Deutsche Bucht“ haben bereits die Netzzusagen bekommen und der Baubeginn des erstgenannten ist für dieses Jahr anvisiert. In der Regel dauert die Offshore-Errichtung zwischen 12-15 Monate, wobei teils mehrjährige Genehmigungsverfahren vorausgehen. Für 22 Windkraftprojekte der Windreich AG ist der Antrag auf Genehmigung bereits eingereicht, was ein starkes Asset darstellt (Genehmigungsdauer je nach Projektstand in der Regel zwischen 4-7 Jahren).

Die Realisierung der geplanten Offshore-Projekte ist schließlich mit einem hohen Kapitalbedarf und damit auch einem hohen Eigenkapitaleinsatz verbunden. Zur Reduktion des Kapitalbedarfs und damit der Umsetzungsfähigkeit hat sich die Windreich AG strategisch entschlossen, die Projekte nach Erteilung der Netzzusage teilweise an Investoren zu veräußern oder Partner zu beteiligen. Diese Vorgehensweise wird gut am Offshore-Projekt „Global Tech I“ ersichtlich. Die dazugehörige Projektgesellschaft Wetfeet Offshore Winde-

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

nergy GmbH wurde zu großen Teilen an die HEAG Südhetische Energie AG, die Stadtwerke München GmbH, die EGL Renewable Luxembourg AG und Esportes Offshore Beteiligungs GmbH veräußert. Die aktuelle Beteiligungsquote der Windreich AG an dieser Projektgesellschaft beläuft sich auf 16,1 %.

Durch den Verkauf der Projektrechte können einerseits Verkaufserlöse erzielt werden und andererseits wird die finanzielle Belastung auf die Projektpartner entsprechend den Beteiligungsquoten aufgeteilt. Gemäß Vertragsgestaltung kann die Windreich AG jedoch über ihre Tochtergesellschaft WKU-Windkraft Union AG, die als Generalunternehmer auftritt, die Projektplanung und den Bau realisieren. Hieraus lassen sich unter der Zuhilfenahme von Zulieferern weitere Erträge generieren. Laut Unternehmensplanungen soll die Tochtergesellschaft WKU Service GmbH nach der Fertigstellung der Projekte die technische und kaufmännische Betriebsführung übernehmen und daraus lassen sich weitere planbare Umsätze erzielen. Folgender Kartenausschnitt der deutschen Nordsee gibt einen Überblick über die Projektpipeline und die geplanten Offshore-Projekte der Windreich AG.



Quelle: Windreich AG

Im Folgenden soll ein kurzer Überblick über die Projekte gegeben werden, für welche bereits die Netzzusage erfolgt ist und deren Baubeginn in absehbarer Zeit ansteht:

Global Tech I	
Baubeginn (geplant)/Fertigstellung (geplant):	2011 / Ende 2012
Anzahl Windkraftanlagen (geplant):	80
Installierte Gesamtleistung (geplant):	400 MW
Investitionssumme/Baukosten (geplant):	ca. 1.780 Mio. €
Aktuelle Beteiligungsquote des Windreich-Konzerns	16,1 %

MEG I	
Baubeginn (geplant)/Fertigstellung (geplant):	Q4 2012 / Ende 2013
Anzahl Windkraftanlagen (geplant):	80
Installierte Gesamtleistung (geplant):	400 MW
Investitionssumme/Baukosten (geplant):	ca. 1.750 Mio. €
Aktuelle Beteiligungsquote des Windreich-Konzerns	100 %

**GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe**

<b>Deutsche Bucht</b>	
Baubeginn (geplant)/Fertigstellung (geplant):	Mitte 2013 / Mitte 2014
Anzahl Windkraftanlagen (geplant):	42
Installierte Gesamtleistung (geplant):	210 MW
Investitionssumme/Baukosten (geplant):	-
Aktuelle Beteiligungsquote des Windreich-Konzerns	100 %

Quelle: Windreich AG, Schätzungen GBC AG

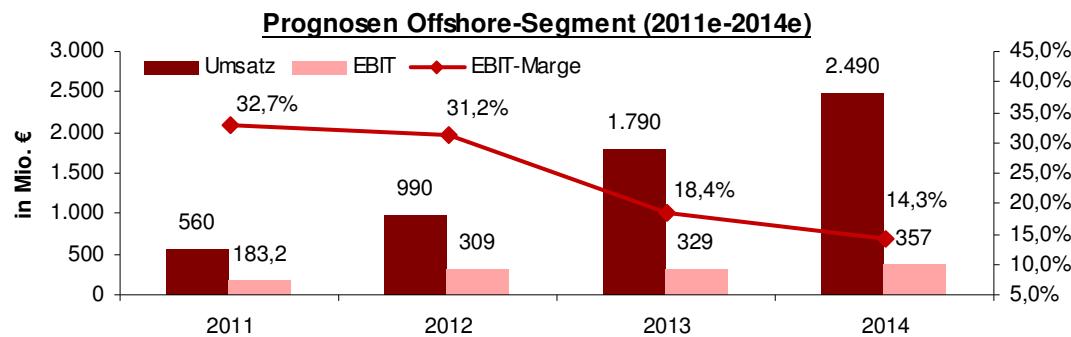
## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

### Prognosen - starkes Wachstum bei Umsatz und Gewinn erwartet

in Mio. €	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	740,50	1210,70	2046,00	2808,00
EBIT	163,10	281,20	308,20	353,50
EBIT-Marge	22,0 %	23,2 %	15,1 %	12,6 %
Jahresüberschuss	141,47	252,53	272,97	302,70

Quelle: GBC AG

Wir haben unsere Prognosen nach den zwei wichtigen Geschäftsbereichen Offshore- und Onshore-Windenergie aufgeteilt, wobei der erstgenannte, wie bereits schon erwähnt, den größten Beitrag zur künftigen Geschäftsdynamik leisten sollte. Die kurzfristigen Planungen des Offshore-Segmentes werden zunächst von den drei vorher dargestellten Projekten dominiert. Darüber hinaus haben wir für unsere Schätzungen die Aussagen der Gesellschaft als Basis herangezogen, wonach im Offshore-Bereich jährlich 1,5 Projektveräußerungen und zugehörigen Projektentwicklungen erwartet werden. Die Windreich AG verfügt sowohl über die hierfür notwendige Pipeline als auch über die dafür benötigten Kapazitäten. Diese wurden insbesondere im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 in der Tochtergesellschaft WKU-Windkraft Union AG nochmals ausgeweitet. Nachfolgende Grafik fasst unsere Umsatz- und Ergebniserwartungen im Bereich Projektveräußerung und Projektentwicklung im Offshore-Segment zusammen:



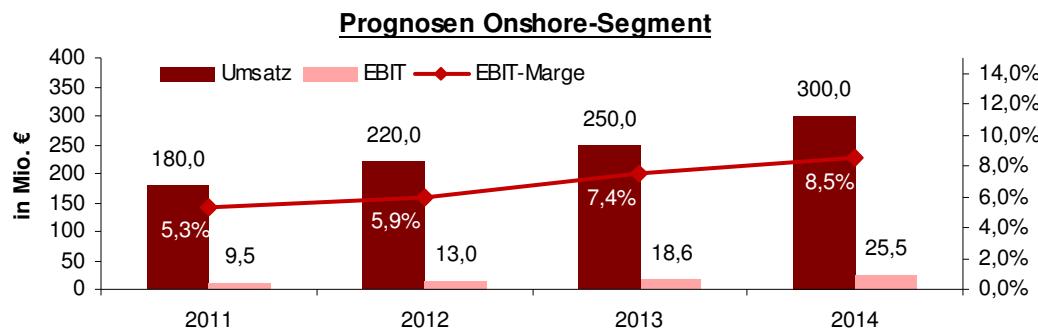
Quelle: GBC AG

Bis zum Jahr 2014 soll gemäß unseren Planungen ein sukzessiver Anstieg des Geschäftsvolumens stattfinden. Die Zeitspanne zwischen 2011 und 2014 sollte dabei durch die konkreten drei Projekte, für die bereits eine Netzzusage erteilt worden ist, stark dominiert werden. Da insbesondere für diese Projekte bereits in den Vorjahren Vorleistungen erbracht wurden, dürfte die EBIT-Marge in den ersten Planjahren noch überdurchschnittlich hoch ausfallen. Erst ab 2014 sollte sich diese auf ein Normalniveau einpendeln.

Die hohen erwarteten Umsatzniveaus der kommenden Geschäftsjahre sind in unseren Augen insbesondere angesichts der starken Projektpipeline als realistisch einzustufen. Insbesondere die Projektentwicklung, welche sich umsatzseitig mit dem gesamten Projektvolumen (in der Regel etwa 1,7 Mrd. € je 400 MW-Projekt) auf die Erlössituation der Windreich AG auswirken wird, steuert die höchsten Umsatzbeiträge bei. Auf der Gegenseite jedoch, sind die Ergebnismargen dieses Geschäftsbereiches aufgrund der Generalunternehmertätigkeit und der damit geringeren Wertschöpfung der Windreich AG, zwar relativ niedrig jedoch gut planbar. Eine weitere wichtige Komponente unserer Annahmen ist die teilweise Veräußerung der Projekte im Vorfeld der Projektentwicklung. Damit wird eine Aufteilung des Investitionsvolumens (Eigenkapitaleinsatz liegt bei rund 500 Mio. € je 400 MW-Projekt) erreicht und somit wird es möglich sein, auch größere Volumina zu realisieren. Mit dem Verkauf der ersten Projektgesellschaft „Global Tech I Offshore Wind GmbH“, hat die Gesellschaft den Proof of Concept bereits erbracht.

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

Zusätzlich zum Offshore-Segment haben wir die, laut Unternehmensaussagen gut gefüllte Projektpipeline im Onshore-Bereich, ebenfalls in unseren Planungen berücksichtigt. Im Onshore-Bereich, welcher laut unseren Erwartungen stark von der Projektentwicklung geprägt sein dürfte, prognostizieren wir aufgrund der geringen Wertschöpfung vergleichsweise geringe Ergebnismargen. Nachfolgende Grafik fasst unsere Prognosen für den Onshore-Bereich zusammen:



Quelle: GBC AG

Damit wird es gut sichtbar, dass dieser Bereich im Konzernverbund sukzessive eine untergeordnete Rolle spielen wird. Zur Ausformulierung der umseitig in der Tabelle gezeigten Konzernprognosen haben wir darüber hinaus die Holdingkosten berücksichtigt.

### Bonitätskennzahlen - solide Größenordnungen mit weiteren erwarteten Verbesserungen

Besonders wichtig für Anleiheinvestoren sind die so genannten Bondsspezifischen Kennzahlen, welche einen Überblick über die Ertragskraft und Solidität des Unternehmens geben. Die nachfolgenden Bondskennzahlen haben wir auf Grundlage der Mindeststandards-Leitlinien (Entry Level) der DVFA ermittelt. Zugleich und zur höheren Transparenz haben wir nachfolgend sowohl eine Berechnung der Bonitätskennzahlen auf Konzernbasis als auch auf AG-Basis vorgenommen:

Windreich-Konzern	GJ 2009	GJ 2010	Windreich AG (Emittentin)	GJ 2009	GJ 2010
EBITDA-Interest Coverage	3,16	2,55	EBITDA-Interest Coverage	4,28	3,48
EBIT-Interest Coverage	2,70	2,15	EBIT-Interest Coverage	4,27	3,47
Total Debt / EBITDA	8,49	8,69	Total Debt / EBITDA	3,69	6,52
Total Net Debt/EBITDA	neg.	3,90	Total Net Debt/EBITDA	neg.	3,17

Quelle: GBC AG (eigene Berechnungen)

Von besonderer Wichtigkeit ist zudem die erwartete Entwicklung der Bonitätskennzahlen. Auf Grundlage unserer Prognosen (Windreich-Konzern) stellen sich die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen wie folgt dar:

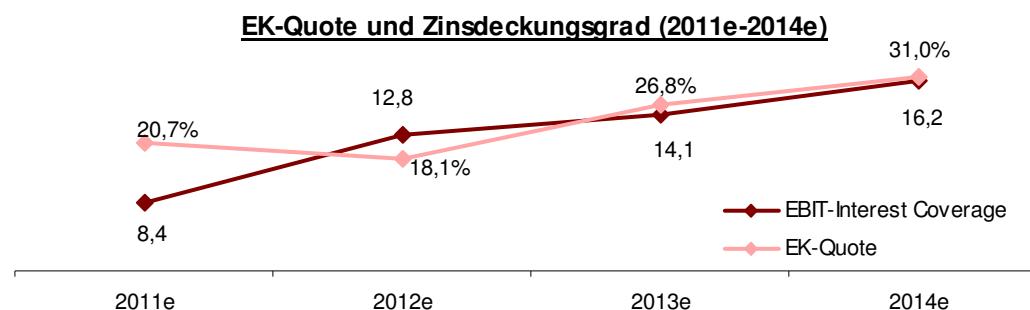
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
EBIT-Interest Coverage	8,36	12,76	14,06	16,23
Total Debt / EBIT	1,93	1,01	0,92	0,78
ROCE	164,0 %	k.A.	132,0 %	117,8 %
EK-Quote	20,7 %	18,1 %	26,8 %	31,0 %

Quelle: GBC AG (eigene Berechnungen)

Als Folge der prognostizierten positiven Geschäftsdynamik dürfte die Gesellschaft in den kommenden Jahren somit eine sukzessive Verbesserung der Bonitätskennzahlen aufweisen. Allen voran zu nennen ist der Anstieg des EBIT-Zinsdeckungsgrades, welchen wir

**GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe**

bereits in 2011 bei einem sehr guten Wert von 8,36 erwarten. Diese Größenordnung ist dabei als Folge der guten operativen Entwicklung der Gesellschaft zu verstehen, welche gegenüber den erwarteten Zinszahlungen (inklusive erhöhten Aufwendungen für die Anleihezinsen) überproportional zulegen sollte. Inklusive des erwarteten Zinsaufwandes für die aktuelle Anleihe (Anteilig für 6 Monate in 2011), dürften die Zinsaufwendungen in 2011 bei 18,00 Mio. € liegen. In den Folgejahren haben wir hier einen Anstieg auf 20,86 Mio. € unterstellt. Aufgrund der Geschäftsstrategie, wonach bereits im Vorfeld die Projekte an Investoren veräußert werden sollen, werden die hieraus generierten Mittelzuflüsse die Verschuldungssituation der Gesellschaft entlasten und Investitionen in neue Projekte ermöglichen. Daher erwarten wir für die kommenden Jahre keinen überproportionalen Anstieg der zinsbaren Verbindlichkeiten.



Quelle: GBC AG

Als Folge einer projektbedingten Ausweitung der Bilanzsumme dürfte sich die EK-Quote, bei einer sonst stabilen Entwicklung des Eigenkapitals, zunächst auf 20,7 % (GJ 2011e) und 18,1 % (GJ 2012e) reduzieren. Im Nachgang dessen ist mit der geplanten Ergebniszunahme dann mit einer wieder ansteigenden EK-Quote auf 26,8 % (GJ 2013e) und 31,0 % (GJ 2014e) zu rechnen. Zum Bilanzstichtag 31.12.2010 verfügte der Windreich-Konzern über eine EK-Quote von 34,1 %.

## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

### Marktvergleich

Wir haben die geplante Windreich AG-Unternehmensanleihe einem Marktvergleich unterzogen. Dieser bezieht die in den Qualitätssegmenten der Börsen Stuttgart (Bondm) und der Börse Düsseldorf (mittelstandsmarkt) emittierten Anleihen ein. Im Rahmen dieses Marktvergleiches soll in erster Linie eine Gegenüberstellung der Kuponausstattung unter Einbezug der Risiken ermöglicht werden. Das Ausfallrisiko wird in der untenstehenden Tabelle durch das Rating dargestellt.

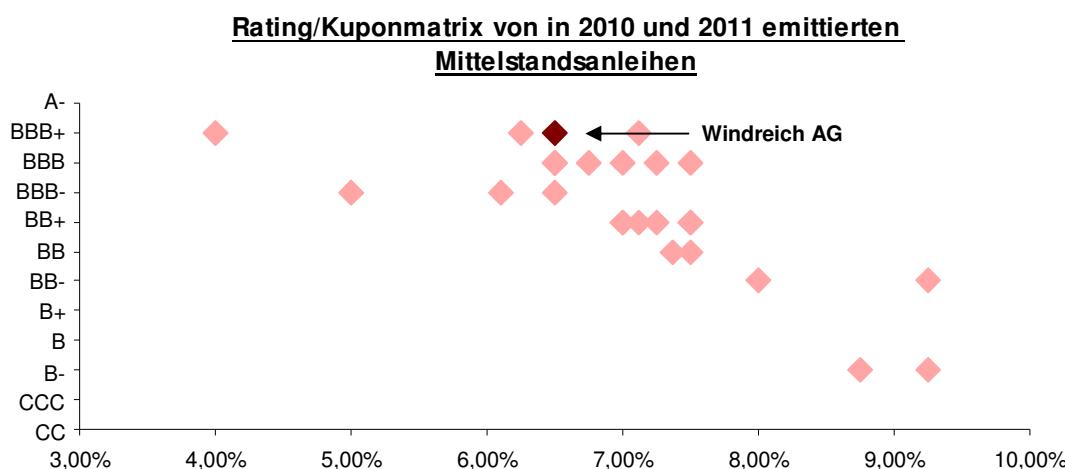
Hierbei wird sichtbar, dass die Windreich AG auf dem ersten Blick zwar eine zu den emittierten Anleihen leicht unterdurchschnittliche Kuponausstattung aufweist, auf Basis der Effektivverzinsung mit den aktuellen Anleihekursen der Vergleichsanleihen (Investmentgrade-Anleihen: 6,2 %) hingegen, überdurchschnittlich ausgestattet ist. So notieren die meisten Anleihen mit einem Investmentgrade-Rating (ab „BBB“) mittlerweile über 100 %. Zudem wurde der Gesellschaft durch das Rating der „Creditreform“ mit einem „BBB+“ eine überdurchschnittlich gute Bonität attestiert. So besitzt nur die SIC Processing GmbH ein vergleichbar gutes Rating. Hier liegt die Effektivverzinsung derzeit nur noch bei 6,2 %.

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivver- zinsung (Auf Basis aktuel- ler Kurse)	Emissions- datum	Rating	Volumen in Mio. €	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
								Zins- verzug	Ausschüttungs- sperre	CoC (Change of Control)
<b>Qualitätssegment Bondm (Börse Stuttgart)</b>										
3W Power Holdings S.A.	9,250 %	5	9,86 %	01.12.2010	B- <sup>*3</sup>	125,00	nein	30	nein	ja
Air Berlin	8,500 %	5	7,32 %	10.11.2010	-	200,00	nein	15	nein	ja
Albert Reiff GmbH & Co.	7,250 %	5	5,72 %	27.05.2011	BBB- <sup>*1</sup>	30,00	nein	30	nein	ja
CENTROSOLAR AG	7,000 %	5	6,47 %	15.02.2011	BBB <sup>*1</sup>	50,00	nein	60	nein	nein
Dürr AG	7,250 %	5	4,76 %	28.09.2010	-	225,00	nein	30	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250 %	5	7,43 %	01.04.2011	BBB <sup>*1</sup>	80,00	nein	60	nein	ja
JOH. F. BEHRENS AG	8,000 %	5	7,86 %	15.03.2011	BB- <sup>*1</sup>	bis 30	nein	30	nein	ja
KTG Agrar AG	6,750 %	5	5,57 %	14.09.2010	BBB <sup>*1</sup>	50,00	ja	30	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500 %	5	6,83 %	08.02.2011	BB+ <sup>*1</sup>	50,00	ja	30	nein	nein
Nabaltec AG	6,500 %	5	6,00 %	15.10.2010	BBB- <sup>*1</sup>	30,00	nein	nein	nein	nein
Payom Solar	7,500 %	5	8,52 %	08.04.2011	BBB <sup>*1</sup>	bis 50,00	ja	20	nein	nein
RENA GMBH	7,000 %	5	7,59 %	15.12.2010	BB+ <sup>*2</sup>	75,00	nein	30	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125 %	5	6,23 %	01.03.2011	BBB+ <sup>*1</sup>	bis 100	nein	7	nein	ja
Solarwatt AG	7,000 %	5	7,06 %	01.11.2010	BB+ <sup>*1</sup>	25,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS	7,500 %	5	7,62 %	19.04.2011	BB+ <sup>*1,2</sup>	bis 50,00	ja	30	ja	ja
Windreich AG	6,500 %	5	6,17 %	01.03.2010	BBB <sup>*1</sup>	50,00	nein	nein	nein	nein
<b>Qualitätssegment mittelstandsmarkt (Börse Düsseldorf)</b>										
Valensina	7,375 %	5	6,90 %	28.04.2011	BB <sup>*1</sup>	bis 50,00	nein	45 Tage	nein	ja
Semper Idem Underberg	7,125 %	5	5,56 %	20.04.2011	BB+ <sup>*1</sup>	bis 50,00	nein	k.A.	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,250 %	5	7,45 %	01.06.2011	BB+ <sup>*1</sup>	bis 25,00	ja	60	ja	ja
Mittelwert (gesamt)	7,35 %	5	6,89 %							
Median (gesamt)	7,25 %	5	6,90 %							
Mittelwert (Investmentgrade Anleihe*)	6,98 %	5	6,51 %							
Median (Investmentgrade Anleihe*)	7,06 %	5	6,20 %							
Windreich AG	6,50 %	5	6,50 %	15.07.2011	BBB+ <sup>*1</sup>	bis 75,00	ja	30	nein	ja

\*1=Creditreform; \*2=Euler Hermes; \*3=Standard&Poor's \* ab einem Rating von „BBB“

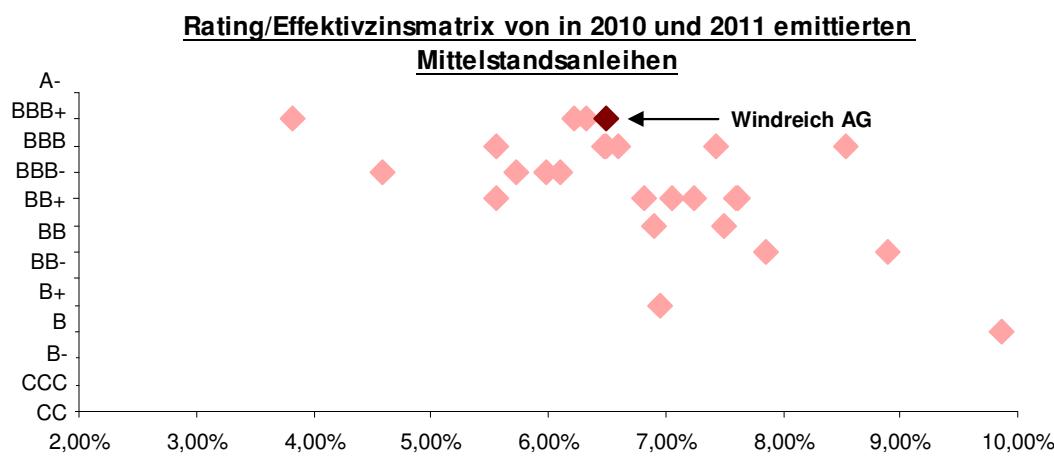
## GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe

Das Rating des Windreich-Konzerns liegt damit oberhalb der durchschnittlichen Ratingeinschätzung der verglichenen Unternehmen. In der folgenden Grafik haben wir eine Rating/Kuponmatrix der in den Jahren 2010 und 2011 emittierten Mittelstandsanleihen vorgenommen. Aus dieser Darstellung lässt sich ein überdurchschnittlich gutes Abschneiden der Windreich AG-Unternehmensanleihe ableiten. Denn bei der gleichen Risikobewertung bietet derzeit lediglich ein Unternehmen einen marginal höheren Kuponzins an. Die anderen, höher verzinsten Anleihen weisen dabei in der Regel ein höheres Risiko und damit auch eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit auf.



Quelle: GBC AG

Als weiteren Beleg der Attraktivität der Windreich AG-Anleihe haben wir eine Matrix erstellt, welche das Rating und den Effektivzins (Abhängig vom aktuellen Kurs der Anleihe) berücksichtigt. Auch auf dieser Basis wird die überdurchschnittlich hohe Attraktivität der Windreich -Anleihe gut ersichtlich, denn in der eigenen Ratingklasse „BBB+“ weist sie die derzeit höchste Effektivverzinsung auf.



Quelle: GBC AG

Ein weiterer wichtiger Aspekt für die Investoren der Windreich AG-Unternehmensanleihe ist die geplante Notierung in das Qualitätssegment der Stuttgarter Börse „Bondm“. Die umfangreichen Publizitätspflichten garantieren dabei ein Höchstmaß an Transparenz. Darüber hinaus haben Anleger die Möglichkeit am fortlaufenden Handel zu partizipieren und verfügen somit über eine hohe Flexibilität.

**GBC-Credit Research - Windreich AG - 6,5 % Unternehmensanleihe****Fazit - Einschätzung: „überdurchschnittlich attraktiv“**

Mit der Zeichnung der 6,5 % - Unternehmensanleihe der Windreich AG finanzieren Investoren ein Unternehmen, welches sich sehr frühzeitig in einem sehr interessanten Branchenumfeld positionieren konnte. Mit dem Branchenschwerpunkt auf den Bereich der Erneuerbaren Energien liegt der Fokus der Anleiheemittentin auf der Projektierung, der Erstellung, dem Betrieb und dem Vertrieb von Windkraftanlagen. Dabei kann das Unternehmen in ihrer über 10jährigen Historie die erfolgreiche Errichtung von bereits mehr als 1.000 Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von mehr als 2.000 MW vorweisen und konnte damit umfangreiche Erfahrungen im Bereich der erneuerbaren Energien sammeln.

Dabei nimmt die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien in Deutschland eine zunehmend bedeutendere Rolle ein und steht derzeit insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussionen um eine beschleunigte Energiewende stark im öffentlichen Fokus. Die rechtlichen Rahmenbedingungen zu einem Atomausstieg und damit einer Forcierung der erneuerbaren Energien stehen zwar noch nicht fest, ein allgemeiner Trend hin zu einer Verstärkung der alternativen Energien ist jedoch gut zu erkennen.

Windkraft nimmt vor diesem Hintergrund eine besondere Stellung ein. Zeichnete sich noch im Jahr 1990 die Wasserkraft als bedeutendster Lieferant erneuerbarer Energien aus, so konnte sich insbesondere die Windkraftindustrie zwischenzeitlich stark entwickeln und belegt derzeit gemessen an der installierten Leistung und der Stromerzeugung den Spitzenplatz im Energiemix der alternativen Energien. Die wichtigsten Impulse der künftigen Entwicklung der Windkraftbranche dürften in erster Linie aus dem Offshore-Bereich kommen. Die Projektpipeline von Offshore-Projekten in der deutschen Nordsee ist derzeit gut gefüllt und hiervon konnte sich die Windreich AG Anteile an rund 50 % aller Projektgesellschaften, die derzeit die Genehmigung von Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee eingereicht haben, sichern.

Dadurch dürfte sich insbesondere das Geschäftssegment Offshore-Windkraft bei der Windreich AG als wesentlicher Impulsgeber der künftigen Geschäftsentwicklung herausstellen. Gemäß Geschäftsstrategie werden die Offshore-Gesellschaften aufgrund des hohen Kapitalbedarfes an finanzielle Investoren veräußert, um den eigenen finanziellen Spielraum zu wahren. Die Projekte werden von der Windreich AG im Vorfeld der Veräußerung bis hin zur Netzzusage entwickelt. Als Voraussetzung dafür ist die Stellung von Bürgschaften, die Anzahlung von Lieferanten oder die Finanzierung von Zahlungszielen erforderlich.

Um diese Vorfinanzierung realisieren zu können, beabsichtigt die Gesellschaft eine 6,5%-ige Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 75,00 Mio. € zu emittieren. Das Anleihevolumen soll für die Vorfinanzierung der Offshore-Projektpipeline verwendet werden. Derzeit verfügt die Windreich AG über Baurechte von 23 Offshore-Windparks mit über 1.800 Windkraftanlagen und einer Nennleistung von ca. 9.000 MW. Besonders herauszustellen sind die Projekte, welche bereits eine Netzzusage erhalten haben „Global Tech I“, „MEG I“ und „Deutsche Bucht“. Denn diese werden die kurz- bis mittelfristige Geschäftsentwicklung dominieren.

Insgesamt wird die Gesellschaft bei erfolgreicher Realisierung dieser Projekte deutliche Umsatz- und Ergebniszuwächse vorweisen. Mit dem Verkauf der ersten Projektgesellschaft „Global Tech Offshore Wind GmbH“ hat die Windreich AG bereits einen Proof of Concepts, also Erfolgsnachweis, erbracht. Auf unsere Prognosen aufbauend, wird die Entwicklung der Bonitätskennzahlen der Windreich AG erfreulich ausfallen. Herauszustellen ist hierbei der EBIT-Zinsdeckungsgrad, welchen wir in 2011 bei 8,36 erwarten.

Angesichts der erwarteten positiven Geschäftsentwicklung und der guten Risikostruktur der Windreich AG (Creditreform-Rating: Investmentgrade BBB+) ist die Anleihe als überdurchschnittlich attraktiv zu bewerten. Mit einem geplanten Zinssatz von 6,5 % liegt die Effektivverzinsung oberhalb des Marktvergleiches und der Gesellschaft wurde eine überdurchschnittlich gute Bonität bescheinigt. Die Windreich-Unternehmensanleihe ist u.E. eine attraktive Depotbeimischung.

## 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 Wertpapierge setze 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/](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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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.

### **Einstufung bei Credit Research Analysen:**

**„Überdurchschnittlich attraktiv“:** Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen

**„Attraktiv“:** Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen

**„Unterdurchschnittlich attraktiv“:** Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen

### § 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:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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)



GBC AG®

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

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

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)