

31.03.2011 - GBC Research Comment – Windsor AG Eindrucksvolle Rückkehr in die Profitabilität - Aktie trotz starken Kursanstieg immer noch deutlich unterbewertet

Unternehmen: Windsor AG*⁵

ISIN: DE0006190705

Anlass des Research Kommentars: Meldung vorläufiger Zahlen am 13.03.2011

Empfehlung: Kaufen

Analyst: Cosmin Filker, Felix Gode

Fokus auf Immobilienentwicklung und Beteiligungen im Pharmabereich

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 mit besonderem Fokus auf Berlin.

Die WINDSOR AG setzt darüber hinaus auf Beteiligungen und Anlagen in Sachwerte (Real Assets). Dazu gehört neben dem Immobiliengeschäft derzeit insbesondere die Beteiligung an wachstumsorientierten Pharmagesellschaften.

Eindrucksvolle Rückkehr in die Profitabilität...

Mit Vorlage der vorläufigen Geschäftsjahreszahlen 2010 hat die Windsor AG die Rückkehr in die Profitabilität eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Dabei konnten die Kennzahlen auf allen Ebenen deutlich gegenüber dem Vorjahr erhöht werden und zeigen, dass die Strategieänderung unter dem neuen Vorstand Roy von der Loch richtig war und nun erfolgreich ist.

Der frühere Fokus der Windsor AG lag auf sämtlichen Bestandteilen der Wertschöpfung in Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen. Dementsprechend abgedeckt wurden die Sanierung, die Entwicklung, der Vertrieb sowie die Bestandhaltung von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Die hat sich geändert.

... beweist erfolgreichen Strategiewechsel

Der Geschäftsbereich der Bestandsimmobilien wurde im Rahmen der Strategieänderung auf ein Minimum reduziert und inzwischen nicht mehr als ausreichend attraktiv einzustufenden Bestandsimmobilien werden derzeit veräußert. Zwar wird das Immobiliengeschäft weiterhin im Fokus der Windsor AG bleiben, der neue Schwerpunkt wird jedoch auf dem dynamischeren Geschäft der Immobilienentwicklung, insbesondere von Eigentumsimmobilien, liegen. Geplant sind Entwicklungsprojekte in kleinen bis mittleren Größenordnungen von Nettogrundflächen von etwa 1.000 bis 2.000 qm. Mit dem regionalen Fokus auf Berlin ist die Gesellschaft in einem derzeit äußerst attraktiven Umfeld aktiv und wir sehen den Strategiewechsel auf die Immobilienentwicklung als absolut richtig an.

Erweiterung des Fokus auf Beteiligungen aus der Pharmabranche

Darüber hinaus wurde der operative Fokus auch auf den Beteiligungsbereich, hier insbesondere auf Beteiligungen aus der Pharmabranche, erweitert. Der Erwerb des Pharmaunternehmens Simgen GmbH 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 er-

warten wir uns ebenfalls noch hohes Potenzial für die weitere Unternehmensentwicklung.

Ergebnis 2010 mit 5 Mio. Euro wieder deutlich profitabel und über Erwartungen

Besonders als Folge der Immobilienabverkäufe aber auch der positiven Entwicklung im Pharmabereich konnte die Windsor AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 deutliche Umsatzzuwächse auf 23,5 Mio. € (VJ: 4,1 Mio. €) vorweisen. Dieser signifikante Anstieg spiegelt sich auch in der Ergebnisentwicklung der Gesellschaft sehr erfreulich wider. Das EBITDA konnte dabei von -2,0 Mio. € (GJ 09) auf nun +5,5 Mio. € dynamisch in den positiven Bereich zurückkehren. Das Vorsteuerergebnis weist mit einem Anstieg auf +5,0 Mio. € eine noch höhere Dynamik auf. Die Ursache hierfür liegt in der positiven Entwicklung des Finanzergebnisses.

Trotz starkem Kursanstieg von über 90% noch immer deutlich unterbewertet

Der neue Vorstand der Gesellschaft, Roy von der Locht, hat damit den Worten auch Taten folgen lassen und unsere Ergebnisplanungen übertroffen. Und auch der Aktienkurs hat die erfolgreiche Geschäftsentwicklung honoriert und die Windsor-Aktie konnte seit unserer letzten Studie (20.08.2010, bei einem Kurs von 1,30 Euro) um über 90% zulegen und hat sich unserem bisherigen Kursziel von 2,51 Euro nun schon deutlich angenähert (Schlusskurs: 25.3.2011: 2,20 Euro). Auf Basis des Gewinns 2010 errechnet sich aber derzeit noch immer ein KGV von nur 4.

Wir sind deshalb überzeugt, dass sich noch weiteres Steigerungspotenzial ergibt und werden auf Basis der guten Geschäftsjahreszahlen 2010 das Kursziel voraussichtlich nach oben anpassen. Eine detaillierte Analyse der Geschäftszahlen 2011, eine Aktualisierung der Schätzungen sowie eine konkrete Neubewertungseinschätzung erfolgt dann voraussichtlich mit Vorlage des Geschäftsberichtes 2010.

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 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