



**Researchstudie
(Initial Coverage)**

Windsor AG

Stand 22.11.2007

Fairer Wert: 6,0 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 26

WINDSOR AG

Fairer Wert:
6,0 €

KAUFEN

Kurs zum Bewertungsstichtag:
4,25 € (22.11.2007)
XETRA 15:23

Letztes Rating/ Ersteinschätzung

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Markus Lindermayr
lindermayr@
gbconcepts.de

Jörg Grunwald
grunwald@
gbconcepts.de

IR-Kontakt:

Windsor AG
Kochstrasse 28
D-10969 Berlin

Tel.: 030 886722-0
Fax.: 030 886722-99

Info:
ir@windsor-ag.com

www.windsor-ag.com

Unternehmensprofil:

Branche: Immobilien

Fokus:

Bewirtschaftung, Entwicklung, Sanierung, sowie Vertrieb von Immobilien

Mitarbeiter: 11 (Jahresdurch. 2006)

Firmensitz: Berlin

Gründung: 1993

Vorstände: Dr. Volker Voigtsberger,
Heiko Alexander Zybell

WKN: 619070

ISIN: DE0006190705

Börsenkürzel: WIR.ETR

Anzahl Aktien: 9,235 Mio.

Marktkap.: 39,25 Mio. Euro

Streubesitz: 45 %

Höchstkurs 25 Wochen: 8,30 €

Tiefstkurs 52 Wochen: 2,91 €

Marktsegment: Freiverkehr

~ 619070 WIR, Tageschart [Close] - 23.11.2006 - 23.11.2007 - 4.22



in Mio. EUR	GJ 2004	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e
Sales	10,587	6,706	25,048	26,500	35,500
EBITDA	2,790	1,583	13,062	10,400	11,340
EBIT adjustiert ¹⁾	2,782	1,566	13,045	10,230	11,170
Periodenergebnis	2,916	1,579	8,009	5,047	5,154
in EUR					
EPS in EUR	0,69	0,18	0,89	0,55	0,56
Dividende je ST Aktie in EUR	0,00	0,00	0,00	0,30	0,50
in %					
EBITDA-Marge	26,4%	23,6%	52,1%	39,2%	31,9%
EBIT-Marge	26,3%	23,4%	52,1%	38,6%	31,5%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	54,9%	89,6%
Kennzahlen					
EV/ Sales	1,71	7,40	2,84	2,72	1,95
EV / EBITDA	6,49	31,34	5,45	6,94	6,10
Kurs-Gewinn-Verhältnis	6,18	24,22	4,78	7,78	7,62
Kurs-Buchwert-Verhältnis			2,00		

¹⁾ EBIT adjustiert = Operatives Ergebnis abzüglich sonstige Steuern

Highlights:

- Erwerb des Borsigturms
- Planungen des REIT-Status und Kapitalerhöhung
- Erstmals Dividendenauszahlung

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmenshistorie	5
Die Organisationsstruktur der Windsor-Gruppe	6
Geschäftstätigkeit und Strategie	7
Organe der Gesellschaft	9

Die Immobilienmärkte

Mietpreisniveau im europäischen Vergleich	10
Die Angebotsseite	11
Die Nachfrageseite	12
Der Immobilienmarkt in Berlin	12
Die Immobilienmärkte von Potsdam und Leipzig	14
Ausblick	14
SWOT-Analyse Windsor AG	15

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	16
Das Geschäftsjahr 2006	18
Gewinn- und Verlustrechnung	18
Bilanz	19

Bewertung & Fazit

DCF Bewertung	21
Bestimmung der Kapitalkosten	21
Prognose und Modellannahmen	22
Discounted Cashflow-Modell	22
Sensitivitätsanalyse	24
Fazit	25

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	26
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG	27-29

Unternehmen

Profil

Seit der Gründung 1993 steht die Immobilie im Zentrum der Geschäftstätigkeit der WINDSOR AG. In den vergangenen Jahren hat diese sich ausschließlich auf Wohnimmobilien im Stadtbereich von Berlin spezialisiert. Heute investiert die Windsor AG auch in gemischt genutzte Objekte und Gewerbeimmobilien sowie in andere Märkte wie in Potsdam und Leipzig. Dabei wird die gesamte Wertschöpfung abgedeckt:

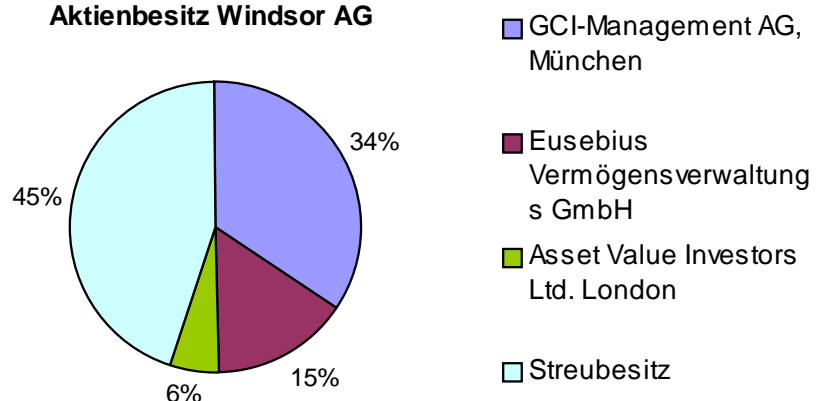
Sanierung, Entwicklung, Vermietung, Privatisierung und Vertrieb. Organisatorisch gliedern sich ihre Geschäftsaktivitäten in die Bereiche Bestandsimmobilien, Privatisierung, Sanierung und Entwicklung.

Steigendes Interesse am Berliner Immobilienmarkt und die in den vergangenen Jahren erworbene Markt- und Branchenkompetenz haben der Gesellschaft ein beachtliches Wachstum ermöglicht. Der Berliner Markt bietet nach wie vor die entsprechenden Chancen, denn in keiner anderen deutschen Stadt haben Immobilien ein ähnliches Wert- und Mietentwicklungspotential. Durch den Börsengang im Dezember 2005 und die Emission von Genussscheinen wurde Kapital für weiteres Wachstum eingeworben.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anzahl der Aktien	In %
GCI-Management AG, München	3.171.322	34,3%
Eusebius Vermögensverwaltungs GmbH	1.385.260	15,0%
Asset Value Investors Ltd., London	525.475	5,6%
Streubesitz	4.153.009	45,1%
GESAMT	9.235.066	100,0%

Aktienbesitz Windsor AG



Unternehmenshistorie

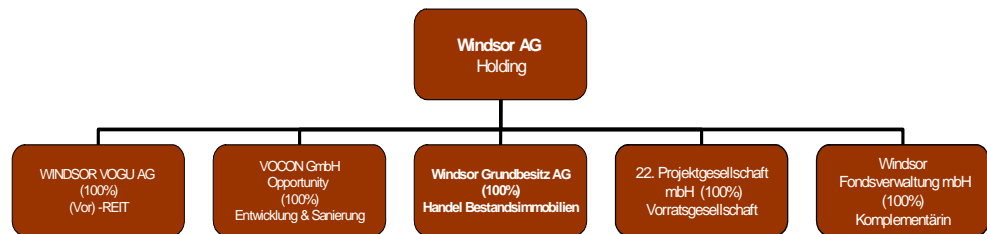
Meilensteine der Unternehmensgeschichte

10.05.1993/ 19.08.1993	Die Gesellschaft wurde unter dem Namen Immoparc Grundstücks- und Beteiligungs-AG mit Sitz in Stuttgart gegründet und in das Handelsregister eingetragen
19.05.1994/ 02.12.1994	Beschluss und Eintragung der Verlagerung des Firmensitzes von Stuttgart nach Köln
09.05.1996 / 19.06.1996	Beschlußfassung und Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln von 100.000 DM auf 1.500.000 DM
15.08.1996/ 27.09.1996	Beschlussfassung und Verlegung des Gesellschaftssitzes von Köln nach Berlin
03.09.1996	Umfirmierung der Immoparc Grundstücks- und Beteiligungs-AG in die Windsor Grundstücks- und Beteiligungs-AG
04.03.2002/ 09.07.2002	Eintragung der Umfirmierung von Windsor Grundstücks- und Beteiligungsgesellschaft in Windsor AG
23.07.2002/ 22.08.2002	Umstellung von DM auf € und Erhöhung des Grundkapitals um 1.483.062,18 € auf 2.250.000 €
18.03.2003/ 12.06.2003	Kauf der Windsor Fondsverwaltungsgesellschaft mbH, vormals Vorratsgesellschaft namens „Florian“ vierundvierzigste Vermögensverwaltungs GmbH
06.08.2004/ 08.02.2005	Gründung und Eintragung der Projektgesellschaft Prenzlberg mbH
28.09.2004/ 26.04.2005	Gründung der Projektgesellschaft VOGU mbH und Gründung der Projektgesellschaft VOCON mbH
22.04.2005	Verkauf von 94 % der Anteile der Projektgesellschaft Prenzlberg mbH
16.06.2005/ 30.12.2005	Gründung der 22. und 23. Projektgesellschaft Mitte mbH
20.04.2005/ 08.07.2005	Beschluss und Emission von 500.000 Genussscheinen zum Nominalwert von je 100 €
18.07.2005/ 27.07.2005	Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln auf 9.000.000 €. Zusätzlich wird ein genehmigtes Kapital von 4.500.000 € beschlossen
23.03.2006/ 28.04.2006	Kauf von 94 % an der GMW Liegenschaftsgesellschaft mbH, Berlin
19.06.2006	Umbesetzung des Aufsichtsrates
12.12.2006	Verkauf des 94 %-Anteils an der GMW Liegenschaftsgesellschaft mbH
15.03.2007	Im Zuge der Reduzierung des Engagements der GCI Management BridgeCapital AG hat Carsten Ax seine Vorstandstätigkeit niedergelegt. Heiko Zybell wurde zum Vorstand berufen

Die Organisationsstruktur der Windsor-Gruppe

Die nachfolgende Grafik zeigt die Organisationsstruktur der Windsor-Gruppe nach erfolgter Kapitalerhöhung/Umstrukturierung. Die Planung beinhaltet auch die Gründung einer Vor-REIT-Gesellschaft, die später die Aufgaben eines REIT erfüllen kann.

Windsor Beteiligungen / Neue Aufgaben und Struktur



Zum Bewertungsstichtag, dem 31.12.2006, wurden folgende Beteiligungen im Einzelabschluss nach IFRS der Windsor AG aufgeführt:

- 22. Projektgesellschaft Mitte mbH
- 23. Projektgesellschaft Mitte mbH
- Projektgesellschaft VOGU mbH
- VOCON GmbH
- Windsor Fondsverwaltung mbH
- Windsor Grundbesitz AG

(alle mit Sitz in Berlin)

Geschäftstätigkeit und Strategie

Die Windsor AG ist eine Immobiliengesellschaft, die Bestandshaltung von Immobilien sowie wertsteigernde Sanierungen/Entwicklung und deren Handel betreibt. Die Gesellschaft beschränkt sich dabei im Wesentlichen auf die Immobilienstandorte Berlin, Potsdam und Leipzig.

Während in der Historie des Unternehmens vorwiegend Wohnimmobilien gekauft wurden, wurden in jüngerer Zeit auch Gewerbeimmobilien ins Portfolio genommen. Die größte Investition ist das jüngst erworbene Objekt in Berlin-Reinickendorf, der Borsigturm (Lastenübergang 1.06.2007). Das imposante historische Bauwerk aus den zwanziger Jahren wurde für 4,3 Mio. € erworben. Es beherbergt geschmackvoll renovierte Büroräumlichkeiten.

Die Kernkompetenz des Unternehmens liegt in den fundierten Kenntnissen der örtlichen Gegebenheiten. Die langjährige Erfahrung von Mitarbeitern und die langjährig akkumulierte Datenbasis der Angebote auf den beobachteten regionalen Märkten sind hierbei von wesentlicher Bedeutung. Eine Schlüsselposition kommt gemäß Unternehmensaussage hierbei dem Einkauf zu.

Im Zuge der gesetzlichen Schaffung des G-REIT-Status wird vom Vorstand der Windsor AG die Umwandlung der Windsor in einen REIT oder die Gründung einer Tochtergesellschaft als REIT ernsthaft in Erwägung gezogen. Mit einer begleitenden Kapitalerhöhung könnte die Aktienanzahl von derzeit 9.235.066 Aktien auf 15.000.000 Aktien erhöht werden. Das Management erwartet dabei eine Größenordnung der Kapitalerhöhung von ca. 40 Mio. €.



Know How als wichtiges Asset der Gruppe

Die zukünftige Kapitalstruktur sollte danach eine Finanzierungsquote von 55% beinhalten. Die Planungen der Gesellschaft basieren auf der Annahme, dass sie Mietrenditen um 7 %, bezogen auf die Einstandspreise erzielen kann. Ferner wird mit einem mittleren Umschlag des Immobilienvermögens (Verkauf) von 10 % des Bestandes p.a. kalkuliert.

Um Risiken rechtzeitig zu erkennen und Risikopotentiale zu begrenzen, betreibt die Windsor AG ein systematisches Risikomanagement. Dieses wird kontinuierlich an die äußeren und internen Bedingungen angepasst. Dazu zählen:

- wöchentliche Liquiditätsübersicht und Planung auf ein Jahr im voraus
- Auswertung monatlicher BWA sowie der Hausverwaltung (Leerstandslisten, Mietrückstände, Mahnwesen)
- Vertriebscontrolling (Auswertung der Wohnungsverkäufe, Vertragsprüfung etc.)
- Kostenüberwachung der Sanierungsobjekte durch Kostenübersichten

- Bonitätsprüfung von Kunden
- Gründliche Objektvorprüfung bei geplanten Immobilienkäufen
- Umfangreiche Due Dilligence beim Objektankauf
- Objektkalkulation des Verkaufswertes bei geplanter Veräußerung
- Wöchentliche Datensicherung zum Schutz vor Datenverlusten

Zukünftig beabsichtigt die Windsor AG neben den jährlichen Geschäftsberichten auch Zwischenberichte zu veröffentlichen. Die Internetpräsentation soll verbessert werden und eine kontinuierliche Berichterstattung erfolgen.

Beim Ankauf von Immobilien achtet die WINDSOR-Gruppe nach eigenem Bekunden auf einen hohen Vermietungsstand und einen guten Instandhaltungsgrad. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf Wohnanlagen mit bedarfsgerechten Wohnungsgrößen, um im Falle eines Leerstandes eine zügige Weitervermietung zu gewähren.

Organe der Gesellschaft

Vorstand:

Dr. Volker Voigtsberger

Promovierter Diplom-Volkswirt (16.09.1959) aus Ahrensfelde (bei Berlin). Regionaldirektor bei der Deutsche Private Finanzakademie (1990-1992), Geschäftsführer bei der MTC GmbH (1992-1993), Technischer Mitarbeiter bei der Macon Bau GmbH (1994-1996), Geschäftsführer bei der Bestahl Stahlbau GmbH (1996-1998). Seit 1998 bei der Windsor AG tätig. Seit 2003 Vorstand der Windsor AG.

Heiko Alexander Zybell

Diplom-Kaufmann (FH) (08.06.1967), aus Berlin. Ausbildung zum Industriekaufmann, Studium der Betriebswirtschaftslehre, Projektmanager für offene Immobilienfonds, u.a. Ärzte-Treuhand (1992-1996), Vertriebsleiter Zschokke GmbH (1996-1999), Niederlassungsleiter IFB Dr. Braschel AG (1999-2004), Niederlassungsleiter IBG Ingenieurbüro/ TÜV Rheinland (2004-2006). Seit 15.03.2007 Vorstand der Windsor AG.

Aufsichtsrat:

Vorsitzender des Aufsichtsrates

Markus Wenner

Unternehmensberater aus München, (19.01.1967), Studium der Rechtswissenschaften, Master of Law, Rechtsanwalt, Clifford Chance, Investmentmanager bei GSM Industries, Partner bei GCI Management Consulting GmbH, Aufsichtsrat bei GCI BridgeCapital München AG und GCI Financial Services AG und seit 19. Juni 2006 Vorsitzender des Aufsichtsrates.

Roderich Schaetze

Rechtsanwalt aus München (31.03.1965), Studium Rechtswissenschaften, Steuerberater, vereidigter Buchprüfer, Rechtsanwalt bei Haarmann Hemmelrath. Seit 1995 selbstständig (RA, StB, vBP) und seit 19. Juni 2006 stellvertretender Vorsitz im Aufsichtsrat.

Dr. Albert Wahl

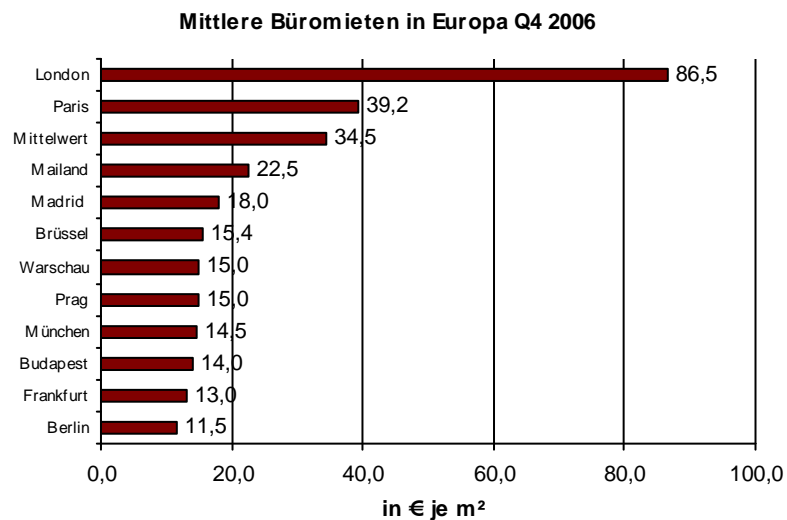
Diplom-Wirtschaftsingenieur, Dr. rer. pol, (27.07.1960), Managementtätigkeit bei BMW, IBM, Deutsche Bank, GSM Industriebeteiligungen GmbH, Vorstand der GCI Management AG. Seit 3.11.2005 Mitglied des Aufsichtsrates der Windsor AG.

Berlin als „billigste Hauptstadt Europas“

Die strukturellen Gründe

Die Immobilienmärkte

Mietpreisniveau im europäischen Vergleich

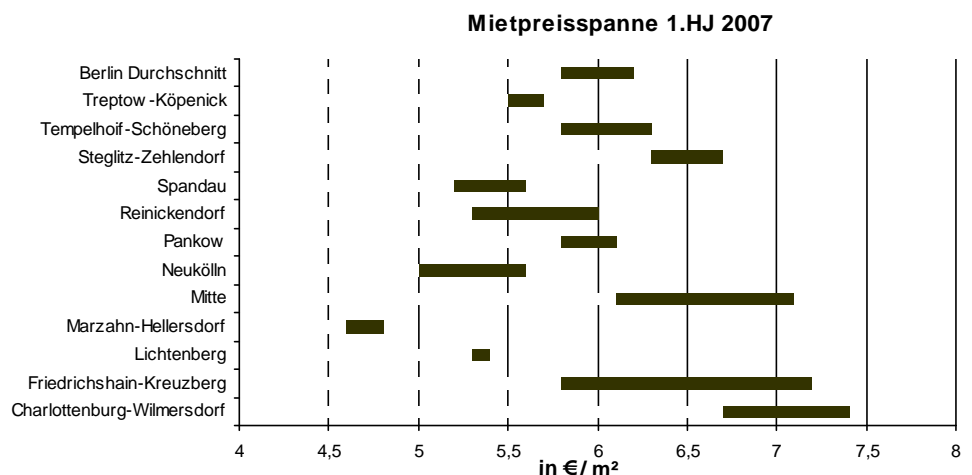


Quelle: IVG Immobilien

Das unterschiedliche **Niveau der mittleren Büromieten** je m² Bürofläche steht **exemplarisch für die generellen Mietpreisrelationen**, auch für jene von Wohnraum zwischen den europäischen Metropolen. Bei den Büroimmobilienmieten liegt Berlin am unteren Ende.

Natürlich sind strukturelle Gründe wie Pro-Kopf-Einkommen, Arbeitslosenrate, Größe der Metropole, sowie die wirtschaftliche Bedeutung des Standortes wichtige Determinanten des Mietniveaus. Doch lässt sich auch eine gewisse spekulative Erwartung für eine Konvergenz zwischen den Metropolen begründen.

Im deutschen Vergleich liegen auch die Wohnimmobilienpreise von Berlin im unteren Bereich. Im Durchschnitt bewegten sich die Mieten je m² in Berlin im ersten Halbjahr 2007 zwischen 5,80 € und 6,20 €.



Quelle: GSW, Jones Lang LaSalle

Es wird zu wenig gebaut...

Die Angebotsseite

Bei den Wohnungsneubauten in Westdeutschland lag die Zahl der fertig gestellten Wohneinheiten (WE) im Jahr 2006 bei 190.692, während diese 1995 noch bei ca. 430.000 lagen.

Berücksichtigt man die Nachmeldungen in den Jahren 2004 bis 2006, ergibt sich das zweite Jahr in Folge eine Seitwärtsbewegung der Wohnungsbautätigkeit. Nur die Vorzieheffekte aufgrund der Mehrwertsteuererhöhungen verhinderten ein Absinken der Fertigstellungszahlen.

Die Neubautätigkeit liegt damit unter der geschätzten mittelfristigen Bedarfszahl in Westdeutschland von ca. 250.000 pro Jahr. In den wirtschaftlich prosperierenden Regionen wird dies zur Beendigung der seit Jahren anhaltenden Stagnation von Mieten und Kaufpreisen führen.

Auch der Wohnungsbau in den neuen Bundesländern einschließlich Berlin weist einen anhaltenden Trend des Rückganges der Fertigungszahlen auf. Der Geschosswohnungsbau kam dabei fast vollständig zum Erliegen. Bei den Eigenheimen stagniert der Neubau auf niedrigem Niveau (24.300 WE). Mit knapp 30.000 fertiggestellten Wohnungen lag die Neubautätigkeit im Osten ebenfalls unter dem mittelfristigen Bedarf von 40.000 Wohneinheiten. Aufgrund der geringen Nachfrage werden die Preise für Eigentumswohnungen hier jedoch voraussichtlich weiter stagnieren.

Die Bautätigkeit bei Büroimmobilien ging in den wichtigsten 6 Märkten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München, Stuttgart) um 25 % gegenüber dem Vorjahr zurück. Man geht von weiteren Rückgängen aus. Die Leerstandsquoten bei Büroimmobilien gingen gegenüber dem Vorjahr zurück.

Auch in Berlin ist die Zahl der Baugenehmigungen in diesem Jahr nochmals gefallen. Diese lagen mit 1.609 im ersten Halbjahr 2007 deutlich niedriger als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (2.173). Bei Mehrfamilienhäusern beträgt das jährliche Neubauvolumen seit Jahren unter 0,1 % des Bestandes. Der Schwund an Wohnraum durch Umbau zu Gewerbeflächen, Abriss, etc. wird hingegen auf 1 % des Bestandes geschätzt.

Die Nachfrageseite

Ein wesentlicher Faktor für die Nachfrage nach Wohnraum stellt die Bevölkerungsentwicklung dar. Diese ist in Deutschland in den letzten Jahren weiter leicht zurückgegangen. Ohne eine Steigerung der Immigration dürfte die Bevölkerung in den nächsten Jahren weiter leicht rückläufig sein. Trotzdem wird aus einer Reihe von Gründen die Nachfrage gestärkt.

Eine Hauptstütze für die Nachfrage nach Wohnraum ist der Trend, dass die Anzahl der Haushalte schon seit Jahren deutlich steigt. Die zunehmende Anzahl der Haushalte gründet sich auf einen veränderten Lebensstil, der zunehmend von Single-Haushalten geprägt ist. Ein steigendes Durchschnittsalter der Bevölkerung, veränderte Einkommensverhältnisse und veränderte Lebensvorstellungen dürften diesen Trend weiter tragen.

...und die Nachfrage wächst, vor allem in Ballungsräumen

Bei den Büroimmobilien zeigt sich in den innerstädtischen Lagen eine zunehmende Flächenverknappung, da die Flächenumsätze steigen. In den Peripherielagen steigt das Überangebot jedoch noch weiter an.

Seit einiger Zeit investieren zunehmend ausländische Investoren auf dem deutschen Immobilienmarkt. Besonders im Fokus sind Renditeimmobilien, unbebaute Grundstücke in City-Lagen, Freizeitgrundstücke und Luxusimmobilien. Während sich die „opportunistischen“ Fonds (Bezeichnung IVG Immobilien) eher schon wieder zurückziehen, sind Investoren, die eine langfristige Wertsteigerung ihrer Immobilien anstreben, im Zentrum des Geschehens.

Eine Besonderheit Berlins ist der Zuzug junger Leute in den vergangenen Jahren und ein Anstieg der Geburtenrate. Neben der Zunahme von Einzelhaushalten wird dies die Nachfrage weiter beleben.

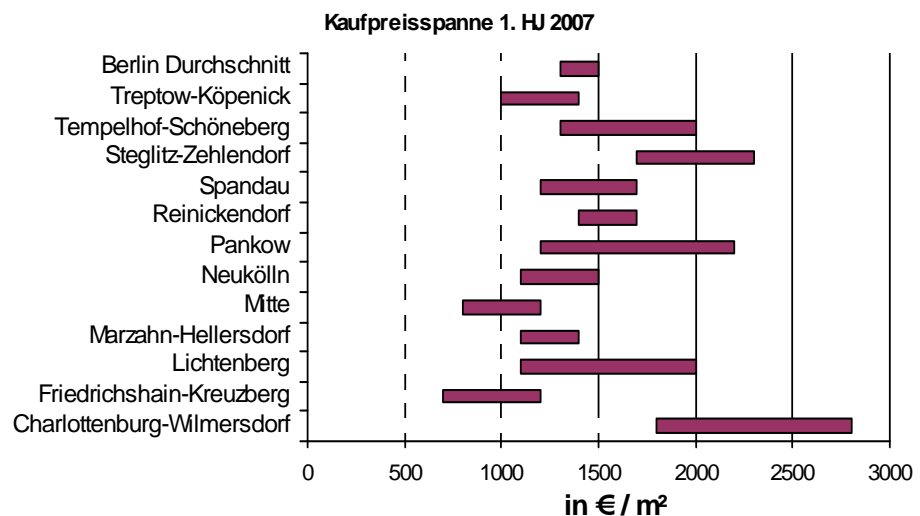
Der Immobilienmarkt in Berlin

Gemäß einer Einschätzung der IVG Immobilien AG (Immobilienuhr von IVG) steht Berlin vor einer längeren Phase des Mietpreisanstieges, nach einer Phase des realen Rückgangs der Mieten. Die Mieten in Berlin sind bereits gestiegen und dürften weiter steigen. Zu diesem Ergebnis kommt auch die Analyse von GSW und Jones Lang La Salle, einem weltweit tätigen Immobilienberatungsunternehmen. In den letzten beiden Jahren sind die Mieten in Berlin laut Mietspiegel um durchschnittlich 5,8 % gestiegen. Eine Triebkraft für diese Entwicklung sind die höhere Beschäftigungsquote und die gestiegenen Haushaltseinkommen.

Der Markt für Gewerbe- und Wohnimmobilien hat im letzten Jahr in Berlin kräftige Impulse erfahren. Schon vor 2-3 Jahren haben ausländische Opportunity-Fonds wie Blackstone, Cerberus oder Fortress Wohnimmobilien im großen Umfang in Deutschland erworben. Spektakulär war auch der Kauf der Gagfah von Fortress. Mittlerweile sind diese Investoren, die einen Großteil ihrer Einsätze kreditfinanziert hatten, wieder ausgestiegen oder sind gerade dabei.

Ausländische Investoren haben die Chancen längst erkannt

Auch Berlin ist nicht homogen...



Quelle: GSW, Jones Lang LaSalle

Große Kluft zwischen Berlin und München beim Wert von Einfamilienhäusern

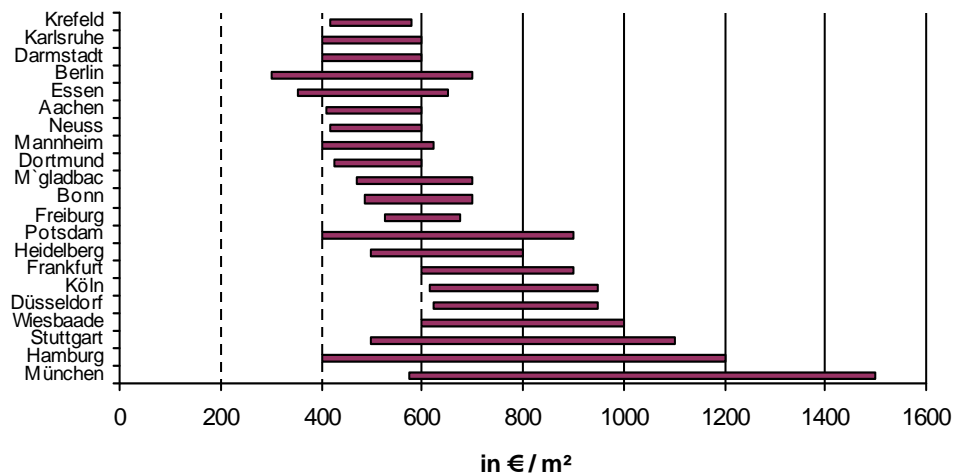
Derzeit sind jedoch weiterhin viele ausländische Käufer auf dem Markt, die eher der längerfristigen Kapitalanlage zuzuordnen sind. Die Käufer kommen aus Dänemark, Irland, Großbritannien, Spanien, den Niederlanden, den USA oder Israel. Die Kaufpreise bei Gewerbe- und Renditewohnimmobilien haben bereits kräftig angezogen. Spezialisten sind der Überzeugung, dass das Ende der Preissteigerung noch nicht in Sicht ist.

Die durchschnittlichen Mietrenditen in Berlin errechnet aus den Daten von GSW, Jones LaSalle, betragen im 1. Halbjahr 2007 5,0 – 5,4 %.

Die Eigentumsquote ist in Berlin mit 13 % die niedrigste in ganz Deutschland. Hier liegt ein großes Nachfragepotenzial für Käufer mit Eigennutzerinteresse, das noch angehoben werden kann. Die teuersten Kaufpreise je Fläche findet man in den Stadtbezirken Steglitz-Zehlendorf, Pankow und Charlottenburg-Wilmersdorf.

Verglichen mit anderen deutschen Städten befinden sich die Kaufpreise bei hochwertigen Einfamilienhäusern in der unteren Hälfte. Die höchsten Preise für Einfamilienhäuser (andere Gebäude ebenfalls) werden in München erzielt.

Regionale Kaufpreisspanne von hochwertigen Einfamilienhäusern



Quelle: GSW, Jones Lang LaSalle

Jedoch ist zu beachten, dass dem Gefälle bei Mieten und Kaufpreisen ein mindestens ebenso großes beim Einkommen gegenüber steht. Zu einer Konvergenz bei den Immobilienwerten wird es deshalb nur über eine Konvergenz bei den Einkommen kommen. Diese wiederum setzt eine hohe Wertschöpfung der Gewerbeeinheiten der jeweiligen Region voraus.

Die Immobilienmärkte von Potsdam und Leipzig

Potsdam als die „heimliche Hauptstadt Deutschlands“ (Spiegel)

Die Situation in Potsdam ist eine gesonderte Betrachtung wert. Wie eine Kolumne der Berliner Morgenpost darstellte, hat sich die Lage vom Mieter- zum Vermietermarkt gedreht. Mittlerweile würden in Potsdam bereits Münchner Verhältnisse herrschen, wo sich die Mieter um die Mietobjekte streiten. In der „heimlichen Hauptstadt“ (Spiegelartikel) Deutschlands ist der Leerstand in den letzten 10 Jahren von 10 % auf unter 3 % gefallen. Die Beliebtheit von Potsdam erklären Immobilienexperten mit dem Ausspruch: „Die Stadt hat alle Vorteile Berlins aber keinen der Nachteile“.

... auch Leipzig ist interessant

Noch vor wenigen Jahren war Leipzig der Alptraum der Investoren, hohe Leerstandsquoten und eine hohe Arbeitslosigkeit prägten das Bild. Zudem erinnerten sich die Investoren noch lebhaft an die gescheiterten Abschreibungsmodelle, die nach der Wiedervereinigung initiiert wurden. Doch mittlerweile hat das Land Sachsen beim Wirtschaftswachstum (4 % in 2006) im Bundesvergleich die Nase vorn. Auch die Einwohnerzahl von Leipzig ist von 490.000 in 1999 auf derzeit 504.000 angestiegen. Zudem weist Leipzig eine besonders hohe Kaufnachfrage bei Eigentumswohnungen auf.

Aengevelt Immobilien beziffert die Anfangsrenditen in Leipziger Citylagen auf 6,2 % bis 7,5 % für Wohn- und auf 7,0 bis 8,0 % für Geschäftshäuser. So verwundert auch nicht, dass das Transaktionsvolumen (der Verkäufe) im letzten Jahr um 80 % (auf 1,2 Mrd. €) gestiegen ist. Das Jahr 2007 wird eine weitere Steigerung auf 1,4 Mrd. € bringen. Im europäischen Maßstab ist Leipzig ebenfalls niedrig bewertet und weist hohe Renditen auf.

Berlin wird Anbietermarkt

Ausblick

Das gestiegene Zinsniveau erhöht die Investitionsschwelle von Investoren und Eigennutzern. Die niedrigen Neubauquoten und sinkenden Leerstandsquoten werden beim Wohnraum und bei Büroraum tendenziell zu einer Verknappungssituation in nachgefragten Lagen führen. Diese wird erst mit höheren Investitionsanreizen entschärft. Dies bedeutet ein allgemein steigendes Mietpreisniveau.

Bei Büroimmobilien in sekundären und tertiären Lagen müsste der Aufschwung jedoch noch einige Jahre anhalten, um diese im gleichen Maße zu begünstigen wie jene in den deutschen Metropolen.

Für die Prognose einzelner regionaler Wohnimmobilienmärkte ist es wesentlich, ob es zu einer Zuwanderung oder Abwanderung von Menschen kommt. Dies hängt wiederum von der wirtschaftlichen Vitalität und Lebensqualität einer Region ab.

Für den Berliner und Leipziger Raum verschiebt sich das Verhältnis von Angebot und Nachfrage zunehmend zugunsten der Anbieter. Die Leerstandsquoten in Berlin, derzeit gemäß GSW-Wohnmarktreport bei 5,5%, sinken seit Jahren und werden sich erwartungsgemäß weiter verringern, so die Marktstudie. Konsequenterweise wird dies langfristig zu einem Angleichen des Mietniveaus an das Niveau anderer Großstädte beitragen.

SWOT - ANALYSE Windsor AG

Stärken

- Spezielle und detaillierte Kenntnisse der Immobilienmärkte in Berlin, Potsdam und Leipzig
- Motivierte und qualifizierte Mitarbeiter
- Gut organisiertes Controlling und Risikomanagement

Schwächen

- Teil der Erträge sind nicht zahlungswirksam
- Umsetzung des Geschäftsmodells erfordert Kapitalmaßnahmen
- Hoher Finanzierungsaufwand der Genussscheine
- Geringe Größe der Gesellschaft

Chancen

- Fokussierung auf die interessanten Immobilienmärkte in Berlin, Potsdam und Leipzig
- Weitere Immobilienwertsteigerungen in Berlin, Leipzig und Potsdam erwartet
- Übernahmeangebot durch potentielle Immobilieninvestoren
- Vorteile aus der Einführung von G-REITs

Risiken

- Negativer Einfluss der Kapitalmärkte auf geplante Kapitalerhöhung
- Potentielle Lasten aus Mietgarantien gegenüber Käufern
- Mietausfallrisiken im kontrollierbaren Rahmen
- Forderungsausfallrisiken bei Sanierungsaufgaben im Auftrag von Kunden
- Refinanzierungsrisiken durch steigende Zinsen und verstärkte Risikoaversion am Finanzmarkt

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

Die nachfolgend abgebildeten Geschäftszahlen basieren, soweit sie nicht Schätzungen darstellen, auf der Bilanzierung nach IFRS (International Financial Reporting Standards). Windsor verwendet die sogenannte Bruttomethode bei der Verkaufserlöse von Immobilien als Umsätze gebucht werden. Demgegenüber stehen die Einstandskosten (Kaufpreise und Renovierungskosten), dies wird unter Aufwand Immobilien und Leistungen und Bestandsveränderungen verbucht. Aus diesem Grund führen überproportionale Verkäufe einer Periode zu erhöhten Umsätzen. Die Abschreibungen werden mit den Zuschreibungen der Immobilien auf den Verkehrswert saldiert.

GuV in Mio. EUR IFRS	GJ 2004		GJ 2005		GJ 2006		GJ 2007e		GJ 2008e	
	Wert	in %*	Wert	in %*	Wert	n %*	Wert	in %*	Wert	in %*
Umsatzerlöse	11,560	109,19%	6,958	103,76%	28,487	113,73%	30,000	113,21%	39,000	109,86%
Veränderung Bestand fertiger u. unfert. Erzeugnisse	-0,973	-9,19%	-0,252	-3,76%	-3,439	-13,73%	-3,500	-13,21%	-3,500	-9,86%
Sonstige Betriebliche Erträge	0,013	0,12%	0,015	0,22%	5,699	22,75%	1,000	3,77%	1,000	2,82%
Aufwand Immobilien und Leistungen	-0,155	-1,46%	-1,932	-28,81%	-13,296	-53,08%	-14,000	-52,83%	-20,000	-56,34%
Abgang von Beteiligungen	-7,050	-66,59%	-0,024	-0,36%	-0,676	-2,70%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Löhne und Gehälter	-0,110	-1,04%	-0,272	-4,06%	-0,555	-2,22%	-0,600	-2,26%	-0,650	-1,83%
Soziale Abgaben u. Altersaufwendungen	-0,023	-0,22%	-0,044	-0,66%	-0,063	-0,25%	-0,070	-0,26%	-0,080	-0,23%
Abschreibung / Zuschreibungen	-0,008	-0,08%	-0,017	-0,25%	-0,017	-0,07%	-0,020	-0,08%	-0,050	-0,14%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,450	-4,25%	-2,863	-42,69%	-3,036	-12,12%	-3,500	-13,21%	-3,500	-9,86%
Operatives Ergebnis	2,804	26,49%	1,569	23,40%	13,103	52,31%	9,310	35,13%	12,220	34,42%
Sonstige Zinsen u.ä. Erträge	0,030	0,28%	1,028	15,33%	1,280	5,11%	1,300	4,91%	0,500	1,41%
Beteiligungserträge	0,003	0,03%	0,003	0,04%	0,003	0,01%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Abschreibung Wertpapiere UV	0,000	0,00%	0,000	0,00%	-0,002	-0,01%	0,000	0,00%	0,00	0,00%
Zinsen u.ä. Aufwendungen	-0,015	-0,14%	-1,502	-22,40%	-2,981	-11,90%	-3,000	-11,32%	-3,500	-9,86%
Finanzergebnis	0,018	0,17%	-0,471	-7,02%	-1,700	-6,79%	-1,700	-6,42%	-3,000	-8,45%
Entkonsolidierung	0,061	0,58%	0,015	0,22%	-0,548	-2,19%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
EBT	2,883	27,24%	1,113	16,60%	10,855	43,34%	7,610	28,72%	9,220	25,97%
Steuern von Einkommen und Ertrag	0,051	0,48%	0,469	6,99%	-2,728	-10,89%	-2,283	-8,62%	-2,766	-7,79%
sonstige Steuern	-0,022	-0,21%	-0,003	-0,04%	-0,058	-0,23%	-0,100	-0,38%	-0,100	-0,28%
Jahresüberschuss	2,912	27,51%	1,579	23,55%	8,069	32,22%	5,227	19,72%	6,354	17,90%
Minderheitenanteile	0,004	0,04%	0,000	0,00%	-0,061	-0,24%	-0,200	-0,75%	-0,200	-0,56%
Jahresüberschuss nach Minderheiten	2,916	27,55 %	1,579	23,55 %	8,009	31,97 %	5,027	18,97 %	6,154	17,34 %
EBITDA ²⁾	2,790	26,35%	1,580	23,61%	13,062	52,15%	9,400	35,47%	12,340	34,76%
EBIT ³⁾	2,780	26,28%	1,570	23,35%	13,045	52,08%	9,230	34,83%	12,170	34,28%
EPS in EUR	0,690	0,00%	0,180	0,00%	0,890	0,00%	0,550	0,00%	0,670	0,00%
Dividende je Aktie in EUR	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,300	0,00%	0,500	0,00%

* in % der Gesamtleistung 1) Das EBIT ist gleich Betriebsergebnis abzüglich sonstiger Steuern 2/3) Das EBITDA entspricht dem EBIT zuzüglich den Abschreibungen

Die Umsätze in 2005 und 2006 sind stark angestiegen, weil das Management der Windsor AG die starke Nachfrage auf dem Immobilienmarkt für Verkäufe von Objekten nutzte. Auch in 2007 werden Objektverkäufe für hohe Umsatzerlöse sorgen.

Für die nachfolgenden Geschäftsjahre von 2008 an, sollen Mieterträge einen größeren Anteil der Umsatzerlöse bilden, wenn die geplante Kapitalerhöhung umgesetzt wird.

Zum 1. Januar 2007 trat das REIT-Gesetz rückwirkend in Kraft. Bei einer Umwandlung einer AG in einen REIT sind folgende Bedingungen für diese Gesellschaftsform u.a. zu beachten:

- Mindestens 15 Mio. € Grundkapital
- 75 % des Vermögens in Immobilien investiert
- 75 % der Umsätze müssen mit Mieten, Pachten oder Leasing sowie Veräußerung erzielt werden
- 90 % des HGB-Ergebnisses muss ausgeschüttet werden
- 25 % der Aktien zum Zeitpunkt der Zulassung im Streubesitz

Nach erfolgter Kapitalerhöhung wäre die Bedingung für das Mindestgrundkapital der Windsor AG erfüllt. Bei einem REIT sind die Erträge nur auf der Seite des Anlegers steuerpflichtig. Leider konnte für die Einbeziehung von Wohnimmobilien, die bis zum 31.12.2006 gebaut wurden, bislang keine politische Mehrheit gefunden werden. Exemplarisch werden hier fünf Objekte im Eigentum der Windsor AG gelistet, die REIT-fähig wären.

Objekt	Kaufpreis in T€	JNK* 2007 in T€ (Rendite)	JNK Prognose 2008 in T€ (Rendite)
Borsigturm (Berlin-Reinickendorf)	4300	298,968 Dez. (6,95 %)	320,0 (7,45 %)
Puschkin-Allee 3 (Potsdam)	1800	129,765 Juni (7,2 %)	138,89 (7,7 %)
Käthe-Kollwitz-Straße 11 (Leipzig)	2400	184,605 Okt. (7,3 %)	197,824 (7,8 %)
Kottbuser Damm 94 (Berlin-Kreuzberg)	1700	125,34 Okt. (7,4 %)	139,416 (8,2 %)
Eisenbahnstraße 9 (Leipzig)**	1000	99,062 Okt. (9,9 %)	109,982 (11 %)

*JNK: Jahres-Netto-Kaltmiete

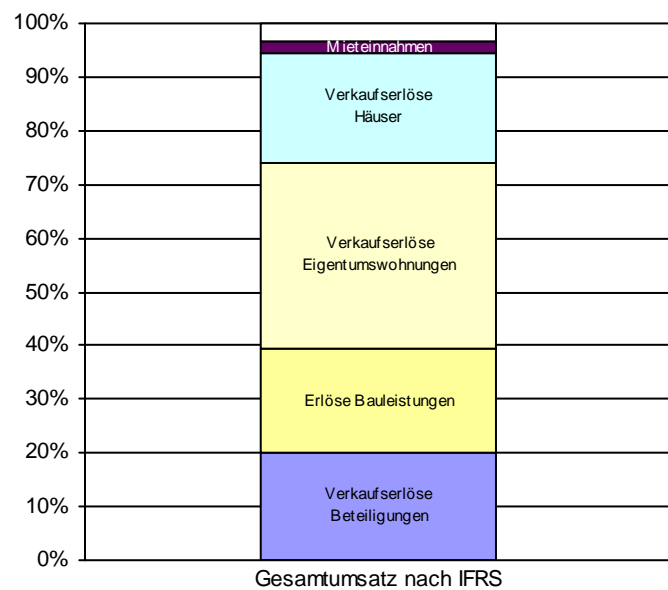
**noch nicht beurkundet

Das Geschäftsjahr 2006

Gewinn- und Verlustrechnung

Die Umsatzerlöse in 2006 sind gemäß IFRS auf 28,47 Mio. € gegenüber 2005 vervierfacht worden. Der Jahresüberschuss stieg auf 8,0 Mio. € und hat sich gegenüber dem Jahr 2005 verfünffacht. Der Umsatz und Gewinnanstieg erklärt sich durch die außerordentlich hohen Verkaufserlöse im Geschäftsjahr. Nachfolgend eine Darstellung der Umsatzgliederung.

Aufgliederung der Umsatzerlöse von 28,4 Mio. €



□ Andere Erlöse	1,0
■ Mieteinnahmen	0,6
□ Verkaufserlöse Häuser	5,8
□ Verkaufserlöse Eigentumswohnungen	9,8
■ Erlöse Bauleistungen	5,5
■ Verkaufserlöse Beteiligungen	5,7

Die Bruttomethode, bei der die Verkaufserlöse von Immobilien nicht mit den Erstherstellungskosten (hier Materialaufwand und Verringerung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen) saldiert werden, wurde angewandt, um eine Einheitlichkeit der Konzernabschlüsse der Windsor AG und der GCI Management AG zu erhalten. Die GCI Management AG war über die GCI BridgeCapital AG dominierender Eigentümer der Windsor AG im Geschäftsjahr 2006. Die Abschreibungen sind wegen der Ansätze der Immobilien zu Marktwerten mit 16.586 € relativ niedrig.

Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten eine Zuschreibung von 6,32 Mio. € auf Immobilienwerte. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten Verkaufsprovisionen von 1,217 Mio. € aus der Veräußerung von Eigentumswohnungen sowie 561 T€ Provisionen für die

Emission des Genussscheinkapitals.

Die sonstigen Zinsen und betrieblichen Erträge von 342,48 T€ bestehen größtenteils aus Kursgewinnen aus der Platzierung von Genussscheinen.

Die Position Zinsen und ähnliche Aufwendungen (2,98 Mio. €) besteht im Wesentlichen aus dem Kapitaldienst für das 2005 und 2006 begebene Genussscheinkapital.

Das Vorsteuerergebnis betrug 10,854 Mio. € und nach Abzug von Ertragssteuern (2,728 Mio. €), sonstigen Steuern (57 T€) und den Minderheitenanteilen (60,55 T€) wurde ein außergewöhnlich starkes Nettoergebnis von 8,009 Mio. € erreicht.

Bilanz

Die Position unfertige und fertige Erzeugnisse umfasst Bauleistungen und Erwerbskosten zu Anschaffungs- und Herstellungskosten.

IFRS in Mio. €	2004	2005	2006
Liquide Mittel	0,349	8,599	11,055
Forderungen aus L&L	3,024	4,704	16,508
Unfertige und fertige Erzeugnisse	1,112	1,407	15,634
geleistete Anzahlungen	0,015	7,061	0,171
Sonstige Vermögensgegenstände	7,177	11,517	2,877
Kurzfristige Vermögensgegenstände	11,677	33,288	46,245
Immaterielle Vermögenswerte	0,006	0,010	0,012
Sachanlagen	0,071	0,067	0,024
Geleistete Anzahlungen auf Renditeliegenschaften	0,000	2,699	0,069
Sonstige Vermögensgegenstände	0,000	0,000	2,637
Finanzanlagen	0,000	0,002	0,002
Renditeliegenschaften	0,000	0,000	19,900
Latente Steuern	0,012	0,475	0,002
Langfristige Vermögenswerte	0,089	3,253	22,645
Bilanzsumme	11,766	36,541	68,890
Rückstellungen	0,040	1,539	1,002
Verbindlichkeiten geg. Kreditinstituten	0,000	0,041	4,195
Verbindlichkeiten aus L&L	0,049	0,363	2,320
Sonstige Verbindlichkeiten	0,515	1,881	2,426
Kurzfristige Verbindlichkeiten	0,604	3,824	9,943
Rückstellungen	0,000	0,000	0,278
Genussscheinkapital	0,000	18,387	23,581
Verbindlichkeiten geg. Kreditinstituten	0,418	2,007	14,385
Latente Steuern	0,000	0,000	1,602
Langfristige Verbindlichkeiten	0,418	20,394	39,846
Stammkapital	4,244	9,000	9,000
Gesetzliche Rücklagen	0,225	0,900	0,900
Eigene Anteile (Aktien)	0,000	0,000	1,534
andere Gewinnrücklagen	0,000	0,000	0,303
Bilanzgewinn	6,275	2,423	8,898
Anschaffungskosten eigene Anteile	0,000	0,000	-1,534
Eigenkapital	10,744	12,323	19,100
Bilanzsumme	11,766	36,541	68,890

Die Forderungen aus Lieferung und Leistung umfassen im Wesentlichen Forderungen aus dem Verkauf von Beteiligungen in Höhe von 6,8 Mio. € sowie Forderungen aus Bauleistungen, Mietforderungen, Forderungen aus dem Verkauf von Eigentumswohnungen sowie aus dem Verkauf von Wohnhäusern (6,7 Mio. €).

Bei den sonstigen kurzfristigen und langfristigen Vermögenswerten handelt es sich um gewährte Kredite. Das langfristige Konzernvermögen der Gesellschaft betrug zum 31.12.2006 22,65 Mio. €. Die Renditeliegenschaften zum Stichtag waren mit dem Zeitwert von 19,9 Mio. € bewertet. Dieser Zeitwert wurde aus der Summe von Boden- und Sachwerten ermittelt. Dabei wurden Liegenschaftszinssätze von 4,5 % bis 5,25 % verwendet.

Bei den Verbindlichkeiten standen 18,58 Mio. € unterschiedlicher Laufzeit zu Buche. Die bedeutendste Position bei den langfristigen Verbindlichkeiten ist das Genussscheinkapital von 23,58 Mio. €. Unter der ISIN DE000A0EQVT2 wird eine Tranche des Genussscheinkapitals in Höhe von 23,6 Mio. € zum Stichtag an der Börse in Frankfurt im Freiverkehr gehandelt.

Die Ansprüche der Genussscheininhaber werde über die Bestellung nachrangiger Grundschulden gesichert. Die Genussscheine lauten auf den Inhaber und sind in 500.000 Stück je 100 € Nennbetrag eingeteilt. Die Genussscheininhaber haben einen vorrangigen Anspruch gegenüber den Aktionären aus dem Gewinn von 8 % p.a. auf den Nennbetrag.

Es bestehen Hauptversammlungsbeschlüsse, welche es dem Vorstand bis zum 31.7.2011 ermöglichen, Genussscheine und/oder Options- oder Wandelschuldverschreibungen zu begeben.

Die Bilanzsumme zum 31.12.06 betrug 68,89 Mio. € und die Eigenkapitalquote 27,7 %.

Nach dem Ende des Geschäftsjahres 2006 wurde das Stammkapital über eine Kapitalerhöhung auf 9.235.000 € erhöht. Die Aktienanzahl beträgt seither 9.235.000 Aktien.

Zudem wurde das Objekt Blücherstrasse 9/11 veräußert und u.a. der Borsigturm erworben.

Der Nettoinventarwert (Net Asset Value — NAV) der Windsor AG betrug zum 30.6.2007 22,10 Mio. € oder 2,4 € je Aktie.

Bewertung & Fazit

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser betrug zum Erstellungszeitpunkt gerundet 4,3 %.

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

Gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 6,23 % ermittelt

COST OF CAPITAL	GJ 2006
% der zahlungswirksamen fixen Kosten am Umsatz	75 %
relative Konjunktursensitivität	0,50
Eigenkapitalkosten	7,8 %
Zielgewicht in %	40 %
Fremdkapitalkosten	6,5 %
Zielgewichtung in %	60 %
Taxshield in %	20,0 %
WACC	6,23 %

Aus der relativen Konjunktursensitivität und dem Anteil der zahlungswirksamen fixen Kosten am Umsatz bestimmt sich gemäß der GBC-Schätzmethode aktuell ein Beta von 0,63.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Ein höherer Verschuldungsgrad erhöht allgemein betrachtet die Eigenkapitalkosten. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,23 %.

Prognose und Modellannahmen

Nachfolgend wird die Bewertung der Windsor AG auf Basis „post money“ vorgenommen. Dabei wird angenommen, dass die Gesellschaft bei der zu erwartenden Kapitalerhöhung einen Erlös je Aktie in der Höhe des in dieser Studie errechneten fairen Wertes erreicht. Dabei werden schon in 2007 die Mieterlöse anteilig an den Umsätzen steigen und in 2008 nach der Kapitalerhöhung das Gros der Umsatzerlöse bilden.

Die Gesellschaft sieht eine Mietrendite von 7 % als Planungsgröße als realistisch an. Weitere 2 % Rendite sollen durch Bestandsmanagement und Wertsteigerungen möglich sein. Somit würde nach erfolgter Kapitalerhöhung und einer Finanzierungsquote von 55 % eine Bilanzsumme deutlich über 100 Mio. erreicht werden.

Discounted Cashflow-Modell

Die Windsor AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2007 bis 2008 in Phase Eins (siehe auch Seite 16), erfolgt in den Jahren 2009 bis 2013 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,23% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht gerundet dem **Kursziel 6,0 Euro**.

in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	Endwert
Umsatz abzügl. Bestandsveränderung	26,500	35,500	36,920	38,397	39,933	41,530	43,191	
Umsatzveränderung	5,8%	34,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
EBITDA-Marge	39,2%	31,9%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,170	-0,170	-1,200	-1,259	-1,309	-1,361	-1,416	
Abschreibungen vom OAV	0,8%	0,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
EBITA	10,230	11,170	10,614	11,028	11,469	11,928	12,405	
EBITA-Marge	38,6%	31,5%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,3%	30,2%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	7,128	7,797	7,451	7,742	8,052	8,374	8,709	8,926
Working Capital	28,000	29,000	22,152	23,038	23,960	24,918	25,915	
Working Capital zu Umsatz	105,7%	81,7%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	
Operatives Anlagevermögen	22,600	80,000	83,909	87,265	90,756	94,386	98,162	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	1,173	0,444	0,440	0,440	0,440	0,440	0,440	
Investiertes Kapital (IK)	50,600	109,000	106,061	110,304	114,716	119,304	124,076	
Kapitalrendite	13,7%	15,4%	6,8%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,0%
Free Cashflows:								
EBITDA	10,400	11,340	11,814	12,287	12,778	13,290	13,821	
Steuern auf EBITA	-3,102	-3,373	-3,163	-3,286	-3,418	-3,555	-3,697	
Investitionen in OAV	-0,129	-57,570	-5,109	-4,615	-4,800	-4,992	-5,191	
Veränderung des Working Capital	144,1%	-100,0%	684,8%	-88,6%	-92,2%	-95,8%	-99,7%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	8,61	-50,60	10,39	3,50	3,64	3,79	3,94	154,01

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Umsatzwachstum	4,0%
EBITDA-Marge	32,0%
Steuerquote	29,8 %
Working Capital in % vom Umsatz	60 %
Umsatz zu OAV	44,0
Abschreibungen vom OAV	1,5 %

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 6,0 €

Bei den Annahmen für die zweite Phase des DCF-Modells wurde das Umsatzwachstum mit 4 %, eine EBITDA-Marge von 32 % und eine Steuerquote von 29,8 % angenommen. Bei einem REIT würden zwar auf Unternehmensebene keine Steuern anfallen, doch wird diese bei einem gewerblichen Käufer auf seiner Seite fällig. Die Vorteile, die aus der Verschiebung der Steuer auf die individuelle Ebene resultieren, werden hier vernachlässigt.

Der Quotient von Working Capital zu Umsatz beträgt in der zweiten Phase 60 %, der vom Umsatz zum operativen Anlagevermögen 44 %. Die Abschreibungen werden mit 1,5 % kalkuliert.

Die „post money“-Bewertung ergibt für den Stichtag 31.12.2006 einen Unternehmenswert von 83,49 Mio. € und einen Wert des Eigenkapitals von 51,51 Mio. €. Zum diesem Stichtag ergibt dies einen fairen Wert je Aktie von 5,61€.

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Barwert expliziter FCFs	-17,418	-27,113	21,802	12,769
Barwert des Continuing Value	100,908	107,191	113,865	120,954
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	83,490	80,078	135,666	133,723
Nettoschulden (Net debt)	32,982	25,575	46,021	43,240
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	50,509	54,503	89,645	90,483
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	50,509	54,503	89,645	90,483
Ausstehende Aktien in Mio. (Ende GJ)	9,000	9,235	15,000	15,000
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,61	5,90	5,98	6,03

Die Bewertung ergibt einen fairen Wert und Kursziel auf Basis des Jahres 2008 von 6,0 €.

Die Schätzungen des Finanzcashflows berücksichtigen Zinsaufwendungen, Dividendenauszahlungen und Zuflüsse durch Kapitalmaßnahmen.

Berücksichtigt wurde eine geplante Emission von 5.764.934 Aktien. Daraus erwarten wir einen Erlös von knapp 35 Mio. €. Die Dividenden werden gemäß ihrer Zahlungswirksamkeit berücksichtigt, also 30 Cent je Aktie in 2008 und 50 Cent je Aktie in 2009.

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Dividendenzahlung	0,000	-2,771	-4,618
Aktienrückkäufe	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwand/ertrag	-2,144	-1,662	-2,991
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung	0,940	34,590	0,000

Sensitivitätsanalyse

Um die Auswirkungen des Wertes der Aktie von Windsor auf eine Veränderung der Variablen Kapitalrendite im Endwert, sowie den Kapitalkosten darzustellen, wurden alle Varianten kalkuliert und in nachfolgender Tabelle dargestellt. In der Basiskalkulation wird mit dem WACC von 6,23 % und einer Kapitalrendite im Endwert bei 7,0 % gerechnet.

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e					
WACC	5,7%	6,0%	6,2%	6,5%	6,7%
Kapitalrendite					
6,0 %	8,40	6,57	5,24	4,25	3,50
6,5 %	8,97	7,04	5,64	4,58	3,78
7,0 %	9,46	7,44	5,98	4,98	4,02
7,5 %	9,89	7,79	6,27	5,12	4,23
8,0 %	10,26	8,10	6,53	5,34	4,42

Die Sensitivitätsanalyse ergibt eine Streubreite von 10,26 € bis 3,50 €, bei einer Variation der Kapitalkosten um plus/minus 0,5 % und der Kapitalrendite im Endwert um plus/minus 1%.

Ergänzend noch eine andere Betrachtungsweise. Ein häufig gewählter Vergleichsmaßstab der Bewertung ist der Net Asset Value (NAV) oder Nettoinventarwert. Dies stellt den Wert der Vermögenswerte zu Marktwerten abzüglich der Verbindlichkeiten zu Marktwerten dar. Wir sehen, dass die Vergleichsgruppe um 13 % unter dem NAV bewertet ist. Die Bewertung der Windsoraktie reflektiert bereits teilweise unsere Erwartung, dass das Geschäftsmodell in größerer Dimension große Skaleneffekte erzielen wird und erheblichen Mehrwert für die Aktionäre erzielen kann.

Unternehmen	WKN	NAV/Aktie	Kurs 15.11	Delta NAV in %
AGROB AG	501900	15,59 €	17,35 €	11,29 %
alstria office REIT-AG	AOLD2U	15,59 €	10,41 €	-33,23 %
Design Bau AG	620833	10,50 €	8,15 €	-22,38 %
Deutsche EuroShop AG	748020	25,53 €	27,51 €	7,76 %
Deutsche Wohnen AG	AOHN5C	36,29 €	28,50 €	-21,47 %
DIC Asset AG	509840	21,34 €	21,88 €	2,53 %
FranconoRheinMain AG	A0J2LC	1,60 €	1,97 €	23,13 %
Gagfah SA	A0LBDT	13,97 €	11,77 €	-15,75 %
IFM Immobilien AG	A0JDU9	14,08 €	12,35 €	-12,29 %
IMW Immobilien	A0BVVY	20,60 €	27,00 €	31,07 %
IVG Immobilien	620570	27,43 €	28,42 €	3,61 %
Patrizia Immobilien	PAT1AG	8,90 €	5,96 €	-33,03 %
Polis Immobilien	691330	13,02 €	10,60 €	-18,59 %
TAG Tegersee AG	830350	11,35 €	7,19 €	-36,65 %
VIB Vermögen AG	245751	10,16 €	9,15 €	-9,94 %
MEDIAN				-12,29 %
Windsor AG	619070	2,40 €	4,35 €	81,25 %

Extrema der Bewertungsstreuung von 10,26 € bis 3,50 €

Fazit

Unter der Prämisse einer erfolgreichen Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung, erhalten wir gerundet ein Kursziel von 6,0 € je Aktie. Ausgehend von dem derzeitigen Kurs bei 4,25 € ergibt dies ein Kurspotential von 42,3 %. Ausgehend von diesem Aufwertungspotential geben wir für die Aktie der WINDSOR AG das Rating KAUFEN. Das Papier ist eine attraktive Depotbeimischung.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts 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 German Business Concepts 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.

German Business Concepts übernimmt keine Garantie dafür, dass die ange deutete 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.

§ 2 Offenlegung

Folgende Offenlegung erfolgt im Bezug auf die vorliegende(n) Analyse(n).

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von German Business Concepts zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind unter der Website

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

jederzeit einsehbar.

§ 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 German Business Concepts 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) Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die German Business Concepts GmbH sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende Interessenskonflikte, für nachfolgend genannte(s) 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.

§ 2 (V) 1. Compliance:

German Business Concepts hat intern reguläre Vorkehrungen getroffen um Interessenskonflikten vorzubeugen und diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr. Fragen und Anregungen richten Sie bitte an lindermayr@gbconcepts.de.

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) German Business Concepts 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 German Business Concepts oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) German Business Concepts oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) German Business Concepts 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) German Business Concepts 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 die vollständige Analyse vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) German Business Concepts oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von sonstigen Investment-Banking-Dienstleistungen gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen.

(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 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

Die German Business Concepts GmbH wird derzeit vertreten durch Ihren Geschäftsführer Manuel Hölzle. Herr Hölzle ist zugleich Chefanalyst der German Business Concepts GmbH und somit, neben dem primären Analyst, maßgeblich für die Qualität und den Inhalt der Analyse(n) verantwortlich.

§ 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 German Business Concepts, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

German Business Concepts GmbH
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-research.de>
E-Mail: compliance@gbc-research.de

GERMAN BUSINESS CONCEPTS



INVESTMENT RESEARCH

GBC[®] German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

German Business Concepts GmbH

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

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

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

Email: office@gbconcepts.de

Analysten für diese Studie:

Markus Lindermayr, Finanzanalyst

Jörg Grunwald, Finanzanalyst