Die Windsor AG (ISIN DE0006190705) wurde im Mai 2012 mehrheitlich (52 %) vom Berliner Pharmaunternehmen MPH Mittelständische Pharmaholding AG (MPH AG) übernommen, der freefloat beträgt derzeit rund 48%. Anschließend fand ein Managementwechsel statt. GBC-Analyst Cosmin Filker hat mit dem neuen Vorstand der Gesellschaft, Dr. Christian Pahl, welcher parallel auch Vorstand bei der MPH AG ist, ein Management-Interview geführt. Im Fokus stehen dabei die jüngst gemeldeten Geschäftsjahreszahlen 2011 sowie auch die künftigen Potenziale der Windsor AG.

GBC AG: Herr Dr. Pahl, jüngst haben Sie den Geschäftsbericht der Windsor AG veröffentlicht. Die Geschäftsentwicklung kann als erfreulich bezeichnet werden. Der Gewinn weist, abhängig von der Rechnungslegung, aber erhebliche Unterschiede auf. Nach HGB beläuft sich der Jahresüberschuss auf 5,3 Mio. €, nach IFRS hingegen wurden 1,6 Mio. € verdient. Wie kommt dieser Unterschied zustande?

Dr. Pahl: Die Windsor AG kaufte Genussscheine für Kurse unter Ausgabepreis an der Börse auf. Der Einzug im Jahr 2011 führte nach HGB zu einem Gewinn von 2,9 Mio. Euro, während nach IFRS kein Gewinn aus diesem Sachverhalt resultiert. Der Verkauf von MPH-Aktien führte im Jahr 2011 nach HGB zu einem Gewinn von 3,7 Mio. Euro. Nach IFRS führten die ansteigenden Kurse bereits vorgängig (in 2010) quartalsweise zu Gewinneinbuchungen. Aus dem Verkauf wurde daher nach IFRS nicht in gleicher Höhe ein Gewinn erzielt.

GBC AG: Die Hauptversammlung wird am 23. August 2012 in Berlin stattfinden. In seinen Äußerungen hat der vorherige Vorstand eine Dividende in Aussicht gestellt. Die Verwaltung schlägt nun vor, dass der Bilanzgewinn vollständig auf neue Rechnung vorgetragen wird. Wieso der Sinneswandel?

Dr. Pahl: Zunächst sollten die Windsor-Aktionäre wissen, dass ich bei der MPH in meiner Vorstandstätigkeit hohe Dividendenausschüttungen unterstütze. Für das Jahr 2011 zahlte die MPH AG im Juni 2012 bei einem Gewinn von 23 Cent je Aktie eine Dividende von 20 Cent je Vorzugsaktie. Im Vorjahr zahlten wir ebenfalls 20 Cent für 2010 aus.

Im Immobilienbereich stellt es sich so dar, dass Banken derzeit kaum Bereitschaft zeigen Grundstückskäufe und/oder Bauprojekte zu finanzieren. Es werden lediglich Bestandsimmobilien mit Mieterträgen finanziert. Die attraktiven Grundstückskaufopportunitäten kann die Windsor-Gruppe daher nur mit eigenem Geld ausnutzen. Aus diesem Grund schlägt die Verwaltung, beruhend auf der aktuellen Marktsituation, vor, dass keine Dividende ausgezahlt wird.

Ich kann mir gut vorstellen, dass die Windsor AG im nächsten Jahr eine Dividende auszahlen wird. Als Mehrheitsaktionär hat die MPH AG ein ureigenstes Interesse selbst auch Dividende zu erhalten. In der aktuellen Situation möchte ich zum Wohle der Gesellschaft keine Dividendenzahlung vorschlagen.

GBC AG: Die Beteiligung der MPH AG war für die Windsor AG in den letzten Jahren ein wichtiger Ergebnisfaktor. Sollen hieraus auch künftige Kurs- und Dividendenerträge generiert werden, oder ist eine Reduktion dieser Finanzbeteiligung geplant?

Dr. Pahl: Die Windsor AG wird im zweiten Halbjahr 2012 weitere MPH-Aktien aus dem Restbestand von 4,3 Mio. Stück in Privatplatzierungen verkaufen. Die frei werdenden Mittel stehen dann für neue Investitionen zur Verfügung. Erträge sind darüber hinaus von den anderen Pharmabeteiligungen und dem Immobilienbereich zu erwarten.

GBC AG: Mit den zwei vollkonsolidierten Pharmagesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr jeweils positive Ergebnisbeiträge erzielt. Laut Kommunikation soll sich dieser Bereich als wichtiger Wachstumstreiber etablieren. Welche Strategie verfolgen Sie und welche Synergieeffekte ergeben sich zur Muttergesellschaft MPH AG?

Dr. Pahl: Diese beiden Gesellschaften bearbeiten andere Wertschöpfungssegmente als die übrigen Pharmabeteiligungen. Gemeinsam ist allen Pharmabeteiligungen, dass der Schwerpunkt auf Onkologie und weiteren Therapiefeldern chronischer Erkrankungen liegt, hier be-

steht in Deutschland und darüber hinaus in Westeuropa das stärkste Wachstum. Besonders attraktiv ist hier für uns der Aspekt, dass der sogenannte Herstellerzwangsrabatt bei der derzeitigen Ausrichtung von Simgen und Pharmigon hier wenig oder gar keine Relevanz hat, während bei unserer größten Gesellschaft, der HAEMATO PHARM AG, leider eine hohe Relevanz des in 2010 erhöhten Herstellerzwangsrabattes besteht. Wachstum bei Simgen und Pharmigon ist daher besonders attraktiv.

GBC AG: Was sind die Gründe für den Verkauf von 50 % der Anteile an der Pharmigon GmbH?

Dr. Pahl: Es handelt sich hier nicht um einen Verkauf, der andere Beteiligungsinhaber hat Know-How eingebracht. Im Resultat haben wir nun eine Beteiligung von jeweils 50%. Das Geschäft wächst derzeit mit ca. 20 % gegenüber Vorjahr. Wir erwarten daher auch einen Gewinn von mehr als 1 Mio. Euro bei Pharmigon in 2012.

GBC AG: Ein überwiegender Anteil der Umsätze im Pharmabereich wurde mit wenigen Kunden erzielt. Wie soll diese Abhängigkeit künftig reduziert werden?

Dr. Pahl: Simgen und Pharmigon verkaufen jeweils vornehmlich an wenige Großkunden. Die Kundenanzahl soll sukzessive ausgebaut werden.

GBC AG: Kommen wir auf den Immobilienbereich zu sprechen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 wurden hier keinen nennenswerten Umsätze und sogar negative Ergebnisse erzielt. Können Sie den Investoren die Gründe dafür darlegen sowie einen Ausblick über diesen Bereich geben?

Dr. Pahl: Die Projektentwicklung bei größeren Bauvorhaben kann durchaus 2 Jahre und länger andauern. In den letzten beiden Jahren wurden weniger Fertigstellungen und damit Verkäufe realisiert als wünschenswert wäre. Im Resultat wurden daher Verluste im Immobilienbereich erwirtschaftet. Nach reiflicher Überlegung haben wir uns entschlossen, die günstige Marktsituation zu nutzen und Projekte bereits vor Fertigstellung an andere Firmen zu verkaufen. Ende Juni und Mitte Juli 2012 haben wir daher Verkäufe getätigt, die in der Summe einen Rohgewinn (vor Verwaltungskosten) von mehr als 5 Mio. Euro erbrachten. Die Gewinnsituation für 2012 sieht aus diesem Grund bereits gut aus. Wir haben vor, die erzielten Erlöse zu nutzen, um neue Grundstücke in Berlin zu erwerben.

GBC AG: Welche weiteren Schritte zur Integration der Windsor in die MPH AG sollen noch erfolgen?

Dr. Pahl: Es ist unser Ziel, den Pharmabereich durch Wachstum der bestehenden Gesellschaften und durch Aufbau weiterer Gesellschaften im Pharma/Healthcare-Bereich auszubauen. Die Kooperation mit den MPH-Gesellschaften ist hier förderlich. Im Immobilienbereich möchten wir eine Nutzung von Potentialen für Gesundheitsimmobilien erreichen.

GBC AG: Wo sehen Sie die Windsor AG in fünf Jahren?

Dr. Pahl: Für beide Segmente, Pharma/Healthcare und Immobilien gehe ich von profitablem Wachstum aus. Die MPH ist erst seit Mai 2012 mehrheitlich an der Windsor AG beteiligt. Nach meinem Eintritt in den Vorstand und dem Ausscheiden von Herrn von der Locht haben wir zur schnellen Realisierung von Immobilien-Gewinnen beigetragen, da es aus unserer Sicht wichtig war, hier aus der Sicherheit einer Gewinnsituation heraus nun in Ruhe bis Ende des Jahres die weiteren Potentiale im Immobilienbereich zu analysieren.

Ich kann mir gut vorstellen, dass beide Segmente in der Windsor-Gruppe fortgeführt werden. Wenn sich die Potentiale bei Gesundheitsimmobilien nicht wie gewünscht heben lassen, dann kann ich mir auch eine Abspaltung des Immobilienbereiches im Rahmen einer dann unabhängig agierenden Windsor Real Estate AG vorstellen. Wir wollen hier gerne die nächsten 12 Monate nutzen, um ein vollständiges Analyseresultat zu erzielen.

GBC AG: Herr Dr. Pahl, ich danke Ihnen für das Gespräch.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen 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 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

§ 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