

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

OLIVER LUCKENBACH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
OLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
DWATZ@SOLVENTIS.DE

MediClin AG Investitionen für weiteres Wachstum im Gesundheitsmarkt

Halten (-)

Kursziel	6,90 € (-)
Kurs (18.12.2017)	6,33 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung (Mio. €)	300,7
Anzahl Aktien (Mio.)	47,5
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage:	www.mediclin.de

Kerndaten und Prognosen

	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. €)	580,3	604	628	650
EBIT (Mio. €)	24,0	5,9	27,0	28,6
EBIT-Marge	4,1%	1,0%	4,3%	4,4%
EBITDA (Mio. €)	43,2	26,5	48,0	50,1
EBITDA-Marge	7,4%	4,4%	7,6%	7,7%
Ergebnis je Aktie (€)	0,35	0,06	0,43	0,46
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,04	0,08	0,08
Buchwert je Aktie (€)	3,82	3,88	4,27	4,65
KGV	16,6	107,6	14,7	13,8
Kurs/Buchwert	1,51	1,63	1,48	1,36
EV/EBIT	14,3	63,7	13,7	12,6
EV/EBITDA	8,0	14,2	7,7	7,2
EV/Umsatz	0,59	0,62	0,59	0,55
Dividendenrendite	0,0%	0,6%	1,3%	1,3%

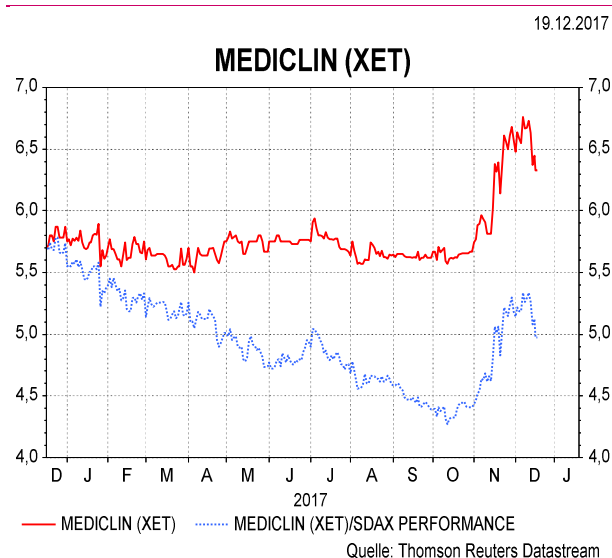
Der Klinikbetreiber MediClin hat die Investitionen nach 9 Monaten 2017 auf 35,9 Mio. € (Vj. 18,2 Mio. €) hochgefahren: Die Zeichen stehen auf weiteres Wachstum. Organisch soll der Umsatz jährlich um 3,0% steigen. 2017 und 2018 dürften es etwas mehr werden. MediClin stellt ein EBIT von 25-27 Mio. € für 2017 in Aussicht. Darin enthalten ist ein positiver Einmaleffekt von 5,5 Mio. €, die kürzlich gemeldete Bildung einer Rückstellung über 19,5 Mio. € aber noch nicht. Die unbereinigte EBIT-Marge könnte auf ~1,0% (Vj. 4,1%) zurückgehen. Nachhaltig sollte eine EBIT-Marge von 4,5% machbar sein. Wir sehen den fairen Wert der MediClin-Aktie bei 6,90 €. Wir empfehlen, die MediClin-Aktie zu halten.

Die Einmaleffekte beruhen auf einer Neubewertung von 5,5 Mio. € im Zusammenhang mit einem Asset Deal und der Bildung einer Rückstellung über 19,5 Mio. € für einen Besserungsschein, der für Mietnachlässe in den Jahren 2005-2007 gewährt wurde. Aufgrund von Plandaten erwartet MediClin nun die Nachzahlung der Mietnachlässe, was die Rückstellung erforderlich macht.

Für 21 Reha-Kliniken (OIK-Fonds) besteht eine Sale-and-lease-back-Vereinbarung, die noch bis Ende 2027 läuft. MediClin reichte Mitte 2016 eine Klage beim Landgericht Offenburg ein, um Ansprüche auf Rückzahlung von über der Marktüblichkeit liegenden Mietzahlungen geltend zu machen. Dabei geht es um bis zu 220 Mio. € (~4,50 € je Aktie). Zudem könnte die Miete für die 21 Reha-Kliniken abgesenkt werden, was die Profitabilität von MediClin nachhaltig erhöhen würde.

Asklepios ist mit 52,7% größter Aktionär von MediClin, gefolgt von ERGO mit 35,0%. Wir denken, dass Asklepios auf eine Übernahme von MediClin abzielt und ERGO's Anteil kaufen würde. Ein solcher Deal dürfte auch die obige Klage mit einbeziehen, denn der OIK-Fonds gehört zum Teil ERGO. Sofern die Voraussetzungen gegeben sind, halten wir Strukturmaßnahmen bis hin zum Squeeze-Out für wahrscheinlich.

Nach IFRS 16 sind Mietverbindlichkeiten ab 2019 zu bilanzieren. Zu den Auswirkungen wird MediClin bereits im GB 2017 Stellung nehmen. Grundsätzlich wird die Bilanzsumme deutlich ausgeweitet und die EK-Quote (30.09.17: 54,6%) absinken.



Inhalt

Executive Summary	3
SWOT-Analyse	4
Führender Privater Klinikbetreiber im Wachstumsmodus	5
Geschichte der MediClin AG	6
Das Thema OIK-Immobilienfonds	8
Vorstand und Aufsichtsrat der MediClin AG	9
GuV 2017 geprägt von Einmaleffekten	11
Bereinigte Kennziffern	12
Wettbewerber im Vergleich	13
Bilanz solide, EK-Quote ab 2019 etwa halbiert (IFRS 16)	14
Finanzierung	15
Erhöhte Investitionstätigkeit hinterlässt Spuren in der Kapitalflussrechnung	15
Segmente	16
Kurzporträt Peers	18
Aktionärsstruktur	20
Bewertung	21
Peer-Group-Vergleich	21
Exkurs I: Konsolidierung im Krankenhausmarkt	22
Exkurs II: Gesetzliche und private Krankenversicherung	27
Exkurs III: Gesundheitsausgaben	29
Exkurs IV: Krankenhausfinanzierung	31
Anhang: GuV, Bilanz, DCF-Modell	32
Disclaimer	35

Executive Summary

Die MediClin AG ist in den letzten 20 Jahren zu den 10 größten privaten Klinikbetreibern aufgestiegen. MediClin ist schwerpunktmäßig im Bereich Neurologie, Psychosomatik und Psychiatrie sowie Orthopädie tätig. Gewachsen ist die Gruppe durch Zukäufe von Klinikbetreibern, wie zuletzt in diesem Jahr bei der AWO Rehabilitationsklinik Bad Münde und der Fachklinik Zwiessberg. Die größten Transaktionen waren der Erwerb der Hedon-Klinik im Jahr 1997 und der Hurre-Klinik-Gruppe mit 25 Kliniken (21 Kliniken nach Zusammenlegungen) im Jahr 1998. Außerdem wird ein organisches Wachstum von 3,0% p.a. angestrebt.

Das aktuelle Geschäftsjahr ist von Sondereinflüssen geprägt. Wir erwarten Umsatzerlöse von 604 Mio. € sowie ein um Einmaleffekte bereinigtes EBIT von 19,9 Mio. €. Bereinigt wurde die im Jahresabschluss 2017 (nicht im Abschluss zum 30.09.2017 enthalten) zu bildende Rückstellung für aufzuholende Mietnachlässe: Das Ergebnis wird dadurch mit 19,5 Mio. € belastet. Weiter haben wir die Neubewertung von Assets in Höhe von positiven 5,5 Mio. € im Zusammenhang mit der Übernahme der Rehabilitationsklinik Bad Münde bereinigt. Unbereinigt erwarten wir ein EBIT von 5,9 Mio. €.

In den ersten 9 Monaten wurden ein Umsatz von 452,5 Mio. € und - inklusive eines positiven Bewertungseffekts von 5,5 Mio. € - ein EBIT von 19,4 Mio. € erzielt. Für das aktuelle Geschäftsjahr gab der Vorstand ein Umsatzwachstum von +4-5%, sowie ein EBIT von 25-27 Mio. € (inklusive der 5,5 Mio. €, aber noch ohne die Rückstellungen von 19,5 Mio. €) aus.

Das laufende Geschäftsjahr zeigt eine erhöhte Investitionstätigkeit. Das hat nach 9 Monaten zu einem Cashflow aus Investitionstätigkeit von -22,1 Mio. € (Vj. -12,1 Mio. €) geführt.

Durch die Neuregelung nach IFRS 16 muss ab dem 01.01.2019 der Barwert der Mietverbindlichkeiten bilanziert werden, was nach unserer Einschätzung bei MediClin zu einer starken Ausweitung der Bilanzsumme führen könnte.

Wegen der Sale-and-lease-back Vereinbarung über die 21 Hurre-Kliniken ist eine Klage anhängig. Es geht um möglicherweise überhöhte Mietzahlungen. Der Streitwert zugunsten von MediClin könnte bis zu 220 Mio. € betragen.

Die Gruppe wird durch ein Management-Team geführt, das über langjährige Erfahrung im Gesundheitswesen verfügt.

Der Gesundheitsmarkt ist ein Wachstumsmarkt (alternde Bevölkerung). Durch die Zukäufe und das Wachstum der privaten Klinikbetreiber nimmt die Relevanz der privaten Betreiber für das Gesundheitswesen immer weiter zu. Der Markt der privaten Betreiber wird von einem Konsolidierungsprozess begleitet, der auch bei der MediClin AG zu bemerken ist. Asklepios ist mit 52,7% an MediClin und mit 25,1% an der Rhön-Klinikum AG beteiligt.

SWOT-Analyse

Stärken

- Der Gesundheitsmarkt ist ein Wachstumsmarkt
- Asklepios ist mit 52,7% größter Aktionär
- Sofern die Voraussetzungen gegeben sind, sind Strukturmaßnahmen bis hin zum Squeeze-out wahrscheinlich
- Solide Bilanz, geringe Finanzschulden
- Führende Marktposition im Sektor Rehabilitation
- Integrierte Versorgung verbunden mit Regionalkonzept

Schwächen

- Stark regulierter Markt
- Hohe Personalkosten
- Hohe Mietzahlungen
- IFRS 16 (Bilanzierung u.a. von Mietverträgen) wird Bilanzsumme ab 2019 deutlich ausweiten und Eigenkapitalquote entsprechend absenken

Chancen

- Erhöhte Investitionstätigkeit für zukünftiges Wachstum
- Erfolg bei der Klage wegen marktunüblicher Mieten könnte Profitabilität nachhaltig stärken
- Privatisierungen/Akquisitionen können Wachstum beschleunigen
- Kauf der angemieteten Immobilien

Risiken

- Verschärfte Gesetzesänderungen hinsichtlich Kostenerstattung von medizinischen, therapeutischen oder pflegerischen Leistungen
- Engpässe bei qualifizierten Fachkräften
- Steigende Akquisitionskosten
- Hohe fixe Vorhaltekosten
- Änderung der Wettbewerbssituation

Führender Privater Klinikbetreiber im Wachstumsmodus

Der Konzern der MEDICLIN Aktiengesellschaft (MediClin) ist ein in Deutschland tätiger Klinikbetreiber mit 36 Klinikbetrieben, 7 Pflegeeinrichtungen und 9 Medizinischen Versorgungszentren sowie ~7.000 Mitarbeitern (Vollzeitkräfte). Die Kapazität von ~8.300 Betten ist auf 11 Bundesländer verteilt.

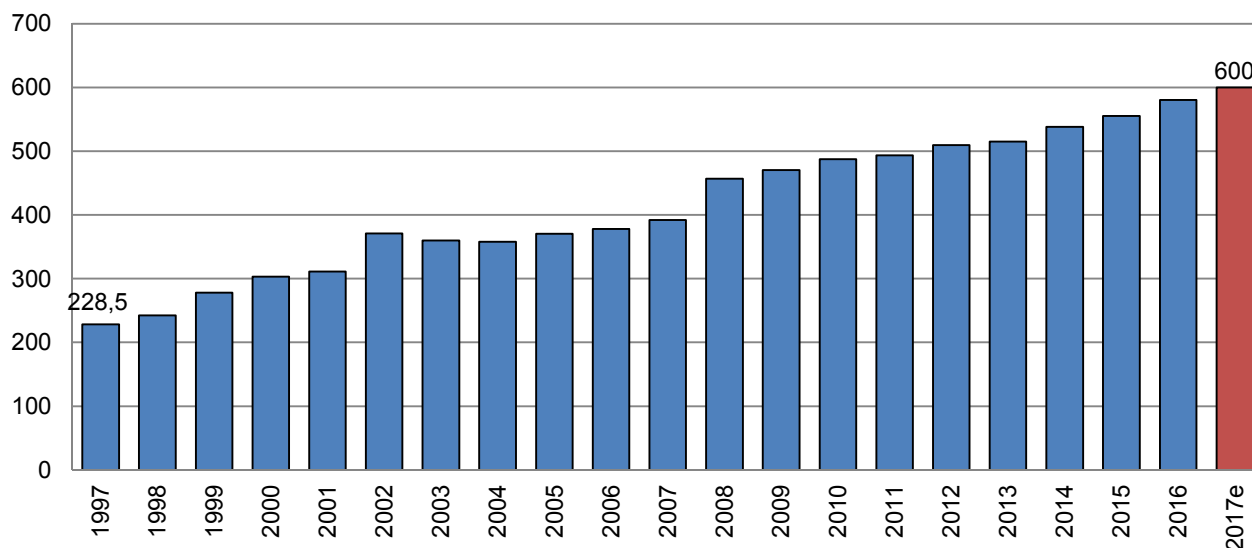
Bei den Kliniken handelt es sich um Akutkliniken der Grund-, Regel- und Schwerpunktversorgung sowie um Fachkliniken für die medizinische Rehabilitation. An einigen Standorten werden Leistungen der stationären Pflege angeboten. In der Segmentberichterstattung wird nach Postakut, Akut und sonstige Aktivitäten (Pflege und Service) unterschieden.

Schwerpunkte des Leistungsangebots sind die Neuromedizin (Neurologie, neurologische Frührehabilitation, Neurochirurgie, Neuroradiologie), die Psychosomatik und Psychiatrie und die Orthopädie. Darüber hinaus gibt es an einzelnen Standorten besondere Kompetenzen in den Bereichen HNO (Tinnitus, Cochlea-Implantat), Onkologie (Strahlentherapie) und Innere Medizin (Kardiologie, Pneumologie, Endokrinologie).

Die Einrichtungen von MediClin waren in den ersten drei Quartalen 2017 zu 88,5% (Vj. 88,4%) ausgelastet. 2016 betrug die Auslastung ganzjährig 87,9%. Dies liegt über dem Marktdurchschnitt der privaten Krankenhäuser (74,9%). 2016 betrug die Fallzahlen der stationären Behandlungen 121.427. Der Marktanteil am gesamten Krankenhausmarkt, gemessen an der Bettenanzahl, beträgt ~1,7% und am privaten Krankenhausmarkt ~8,9%. 2016 stieg die Mitarbeiterzahl (Vollzeit) auf 6.649 (Vorjahr: 6.524). Im Jahr 2016 belief sich der Umsatz je Mitarbeiter auf 87.283 €, bei Personalkosten von 50.346 €. Im Branchendurchschnitt lagen die Personalkosten je Mitarbeiter im Jahr 2016 bei ca. 69.400 €¹ und bei den privaten Betreibern bei ca. 67.200 €.

In den letzten 10 Jahren konnte die MediClin AG den Umsatz stetig steigern, siehe Schaubild Seite 6. Der Umsatz entwickelte sich von 228,5 Mio. € im Jahr 1997 auf aktuell 580,3 Mio. €. Für dieses Geschäftsjahr stellt der Vorstand der MediClin AG ein Umsatzwachstum von 4-5% und ein EBIT von 25-27 Mio. € in Aussicht. Darin sind die Einmaleffekte aus der Aufwertung im Rahmen eines Asset Deals von 5,5 Mio. € enthalten, die Rückstellungen für einen Besserungsschein im Zusammenhang mit Mietnächlässen in den Jahren 2005-2007 von 19,5 Mio. € aber nicht. Dieser Sachverhalt wurde erst nach Veröffentlichung des Zwischenberichts zum 30.09.2017 publik. Im Zwischenbericht hatte der Vorstand die Prognose noch bestätigt. Für die ersten neun Monate 2017 wies die Gesellschaft ein Umsatzwachstum von 4,0% und ein EBIT von 19,4 Mio. € aus.

¹ Eigene Berechnung

MediClin: Umsatzentwicklung (in Mio. €)

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Geschichte der MediClin AG

Der Aufbau der MediClin AG begann mit der Übernahme der Hedon-Klinik im Jahre 1997. 1998 erwarb das Unternehmen die Hurre-Klinik-Gruppe, welche heute insgesamt 25 Kliniken betreibt. Finanziert wurde diese Akquisition mittels eines Sale-and-lease-back-Verfahrens, bei welchem 21 Kliniken in einen Immobilienfonds eingebracht wurden. 2001/2002 wurden weitere vier Klinikbetriebe übernommen. Die Akquisition der Kraichgau-Klinik AG erfolgte 2008 im Wege des Finanzierungsleasings.² Im gleichen Jahr schloss MediClin eine weitere Sale-and-lease-back-Vereinbarung über die Grundstücke und Gebäude des Rehabilitationszentrums Gernsbach/Schwarzwald GmbH & Co. KG ab.

2017 übernahm die MediClin AG die AWO Rehabilitationsklinik Bad Münden (Asset Deal), welche ein akademisches Lehrkrankenhaus der Hochschule Hannover ist und die Fachgebiete Onkologie sowie Urologie und Nephrologie abdeckt. Zudem übernahm MediClin den Betrieb der Freudenstädter Fachklinik Zwieselberg aus privater Trägerschaft. Dabei handelt es sich um eine Fachklinik für Abhängigkeitserkrankungen. Die Zahl der Betten hat sich auf 8.268 erhöht.

2008 stieg die Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH (kurz Asklepios) mit 10,6% bei der MediClin AG ein und kaufte in den Folgejahren weiter zu. Durch die Übernahme eines Aktienpakets der Provinzial Rheinland Lebensversicherung AG in Höhe von 18,1% erlangte Asklepios 2011 mit 52,7% die Aktienmehrheit.

² MediClin Geschäftsbericht 2008 S. 81

Geschichte der MediClin AG

* MediClin Geschäftsbericht 2008, S.81

Das Thema OIK-Immobilienfonds

1998 wurde die Hurrle-Klinik-Gruppe mit 25 Kliniken übernommen. Im Zeitraum 1999 bis 2002 wurden von den 25 Kliniken 21 in einen Immobilienfonds (OIK-Fonds) eingebracht und zurückgemietet (Sale-and-lease-back). In den ersten 3 Quartalen 2017 wurden Mietzahlungen von 33,1 Mio. € (Vj. 32,6 Mio. €) an den Fonds geleistet; Für die Liegenschaftsverwaltung wurden 0,7 Mio. € (Vj. 0,7 Mio. €) aufgewendet. Die Mietverträge haben eine Laufzeit bis Ende 2027. Die jährliche Mietanpassung ist an den deutschen Verbraucherpreisindex gekoppelt und beträgt max. 2%. Der Nominalwert der aus den Operating-Leasing-Verträgen (OIK und weitere Verträge) bestehenden Verpflichtungen beläuft sich auf 485,9 Mio. €.

2014 erhielt MediClin unentgeltlich von einem Aktionär (vermutlich Asklepios) ein von ihm beauftragtes anwaltliches Gutachten. Danach seien die von MediClin an den OIK-Fonds gezahlten Mieten als überhöht anzusehen. Das Gutachten weist auf mögliche Ansprüche hin und auf die besondere Situation, dass die Anteilseignerrinnen des Fonds gleichzeitig auch direkt oder indirekt Aktionärinnen der MediClin AG (ERGO Versicherungsgruppe AG, DKV Deutsche Krankenversicherung AG, Provinzial Rheinland Versicherung AG) sind bzw. waren. MediClin reichte Mitte letzten Jahres beim Landgericht Offenburg Klage ein, um Ansprüche auf Rückzahlung von über der Marktüblichkeit liegenden Mietzahlungen geltend zu machen.

Auf der HV 2017 wurde zu dem Thema gesagt, dass die Mieten für die Kliniken im OIK-Fonds seit Mai 2014 unter Vorbehalt gezahlt werden. Die mit der Klage verbundenen Kosten wurden auf 5-6 Mio. € beziffert und die mögliche Rückzahlung auf ~220 Mio. €. Bei 47,5 Mio. Aktien wären das rund 4,50 € je Aktie.

Vorstand und Aufsichtsrat der MediClin AG

Vorstand

Volker Hippler ist Dipl.-Kaufmann und trat im April 2016 in den Vorstand der MediClin AG als Vorstandsvorsitzender ein. Er verantwortet die Bereiche operative Führung der Akut-Kliniken, Organisationsentwicklung und Qualitätsmanagement, Interne Revision und Compliance, Personal und Recht, Öffentlichkeitsarbeit/Marketing/Unternehmenskommunikation sowie Investor Relations. Hinzu kommen Medizincontrolling und Verhandlungsmanagement Akut. Seit 2002 war Volker Hippler Geschäftsführer und Regional-Geschäftsführer bei großen deutschen Klinikgruppen. Zuvor war er mehrere Jahre in der Wirtschaftsprüfung und Unternehmensberatung für das Gesundheitswesen tätig.

Jens Breuer wurde Mitte 2012 in den Vorstand der MediClin AG berufen. Er übernahm das Ressort Finanzen und verantwortet die Bereiche Rechnungswesen und Controlling, Finanzen und Steuern, IT/EDV, Einkauf und Medizintechnik, Bau und Immobilienmanagement, Entgeltabrechnung und M&A. Jens Breuer ist Dipl.-Kaufmann und verantwortete vor seinem Eintritt in die MediClin AG das Controlling, Finanzen und Steuern bei der AHG Allgemeine Hospitalgesellschaft AG.

Ulf Ludwig gehört seit Juli 2016 zum Vorstand der MediClin AG. Er ist für die operative Führung der Rehakliniken und Pflegeeinrichtungen, Leistungs- und Portfoliomanagement, Qualitätsmanagement und Qualitätssicherung Rehabilitation, MC a la carte, MC Service und MC Therapie zuständig. Bevor er sich der MediClin AG anschloss, leitete er fast 5 Jahre die Rehabilitationseinrichtung der Helios-Kliniken GmbH als Leiter Rehabilitation und als Spartengeschäftsführer. Zuvor war Ulf Ludwig in der Unternehmensberatung für das Gesundheitswesen tätig.

Aufsichtsrat

Dr. Ulrich Wandschneider	Vorsitzender selbstständiger Unternehmensberater
Hans Hilpert*	stellvertretender Vorsitzender Sporttherapeut, MediClin GmbH & Co. KG, Zweigniederlassung Blieskastel
Michael Bock	Geschäftsführender Gesellschafter der REALKAPITAL Vermögensmanagement GmbH
Dr. Bernhard große Broermann	Unternehmer und Rechtsanwalt
Barbara Brosius	ehemals Vice Chairman und Managing Director der UBS Deutschland AG
Walburga Erichsmeier*	stellv. Bezirksgeschäftsführerin ver.di Herford-Minden-Lippe
Dr. Tom Giesler*	Direktor der Klinik für Kardiologie und Angiologie, MediClin GmbH & Co. KG, Zweigniederlassung Coswig
Rainer Laufs	Selbstständiger Unternehmensberater
Thomas Müller*	Geschäftsführer ver.di Bezirk Region Saar Trier
Eleonore Seigel*	Medizinisch-technische Assistentin, MediClin GmbH & Co. KG, Zweignieder- lassung Durbach
Matthias H. Werner*	Diplom-Sozialpädagogin (BA)/Erlebnis- pädagogin, MediClin Klinik an der Linden- höhe, Offenburg
Cornelia Wolf	Leiterin Konzernbereich Revision und Risikomanagement der Asklepios Kliniken Gesellschaft mit beschränkter Haftung

* Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmer

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Außerdem hat Dr. Ulrich Wandschneider weitere Aufsichtsratsmandate in der Asklepios Gruppe. Das gilt auch für Barbara Brosius und Rainer Laufs.

Dr. Bernhard große Broermann ist u.a. Gründer der Asklepios Gruppe und Alleingesellschafter der Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH, Königstein im Taunus.

GuV 2017 geprägt von Einmaleffekten

Für die ersten 3 Quartale 2017 weist MediClin einen Umsatz von 452,5 Mio. € (+4,0% yoy), ein EBIT von 19,4 Mio. € (+8,6% yoy) und ein EPS von 0,32 € (+22,0%) aus. Im Q3 fiel ein positiver Einmaleffekt von 5,5 Mio. € im Zusammenhang mit dem Asset Deal „AWO Rehabilitationsklinik Bad Münde“ an, der in den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht ist. Die Ertragskennziffern sind entsprechend erhöht.

Das um 5,5 Mio. € bereinigte EBIT erreichte 13,9 Mio. € (-22,5%). Während die Materialaufwandsquote mit 18,5% (Vj. 18,6%) nahezu unverändert blieb, zog die Personalaufwandsquote auf 60,0% (Vj. 57,9%) an, weil die Mitarbeiterzahl um 307 Vollzeitkräfte stieg. Treiber sind das erweiterte Leistungsangebot, rechtliche Vorschriften bezüglich erhöhter Strukturanforderungen sowie Vorleistungen für weitere medizinische, therapeutische und pflegerische Angebote. Von daher sollte der Anstieg der Personalaufwandsquote im Laufe der Zeit zum guten Teil wieder kompensiert werden.

Am 21.11.2017 meldete MediClin, dass Rückstellungen in Höhe von 19,5 Mio. € für einen Besserungsschein wegen erhaltener Mietreduktionen (für 21 Reha-Kliniken) in den Jahren 2005 bis 2007 das Ergebnis 2017 belasten. Die 19,5 Mio. € sind der abdiskontierte Betrag der Mietnachlässe von insgesamt 21,0 Mio. € und werden im sonstigen betrieblichen Aufwand verbucht. Sobald das EBIT der 21 Kliniken einen fixierten Betrag übersteigt, muss die Miete nachgezahlt werden. Dabei gilt, dass jährlich 50% der Differenz aus EBIT der 21 Kliniken und fixiertem Betrag solange zu zahlen sind, bis in Summe über die Jahre 21,0 Mio. € erreicht werden. Sollte dies innerhalb der Mietvertragsdauer bis Ende 2027 nicht oder nur teilweise gelingen, verfällt der restliche Nachzahlungsanspruch.

In der folgenden Tabelle wird das um die beiden Sondereinflüsse bereinigte EBIT abgeleitet. EBITDAR steht für EBITDA vor Mieten.

MediClin: Bereinigte Kennziffern

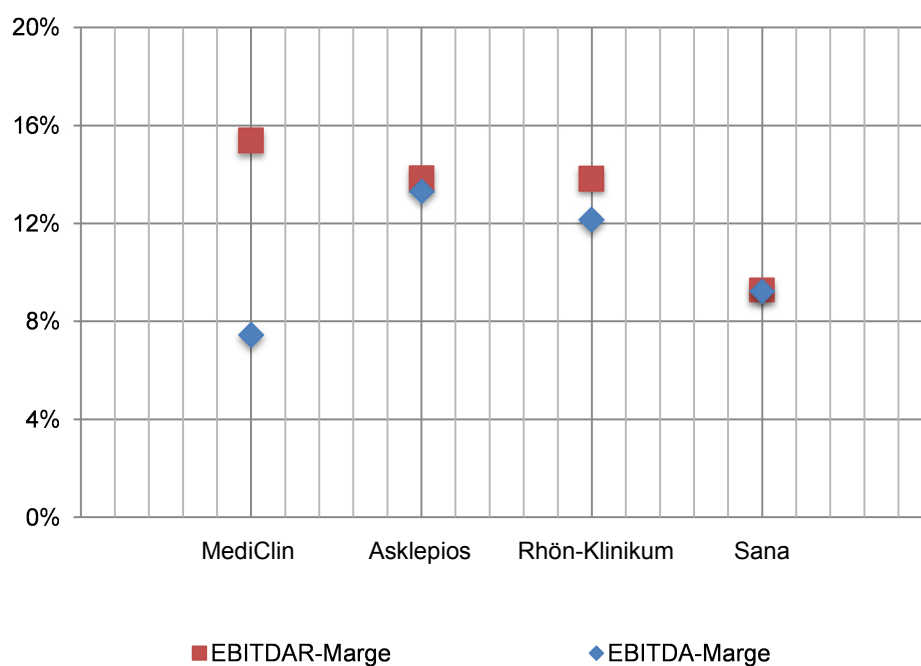
	9M'17	Q4'17e	2017e
Umsatz	452,5	151,1	603,6
EBITDAR	70,1	3,5	73,6
EBITDA	34,8	-8,3	26,5
EBIT	19,4	-13,5	5,9
Neubewertung Asset Deal	-5,5	0,0	-5,5
Rst Besserungsschein	0,0	19,5	19,5
EBITDAR, bereinigt	64,6	23,0	87,6
EBITDA, bereinigt	29,3	11,2	40,5
EBIT, bereinigt	13,9	6,0	19,9
EBITDAR-Marge, bereinigt	14,3%	15,2%	14,5%
EBITDA-Marge, bereinigt	6,5%	7,4%	6,7%
EBIT-Marge, bereinigt	3,1%	4,0%	3,3%

Quelle: Solventis Research, MediClin

Ganzjährig erwarten wir einen Umsatz von rund 604 Mio. € (Vj. 580 Mio. €), ein EBIT von 5,9 Mio. € und ein bereinigtes EBIT von 19,9 Mio. €. Rechnen wir die Neubewertung (5,5 Mio. €) hinzu, ergeben sich 25,4 Mio. €. Mit unseren Schätzungen liegen wir damit im Rahmen der Guidance der Gesellschaft: Umsatzplus von 4,0% und ein EBIT – ohne den Rückstellungseffekt – zwischen 24,0 und 27,0 Mio. €. Auf unbereinigter Basis erhalten wir für 2017 ein geschätztes EPS von 0,06 € (Vj. 0,35 €) und auf bereinigter Basis von 0,31 €. Für 2018 rechnen wir bei einem Umsatzwachstum von erneut 4,0% und beim EPS mit einem Anstieg auf 0,43 €.

Im Vergleich zu Wettbewerbern weist MediClin ab EBITDA und „darunter“ relativ geringe Margen aus, da ein erheblicher Teil der Kliniken angemietet ist. Die ausgewiesene EBITDAR-Marge (EBITDA-Marge vor Mieten) lag nach 9 Monaten bei 15,5% (Vj. 15,3%). Bereinigt um die Neubewertung (5,5 Mio. €) kommen wir auf eine Marge von 14,3%. Die EDITDAR-Marge von MediClin bewegt sich damit auf einem ähnlichen Niveau wie bei den Wettbewerbern.

Wettbewerber im Vergleich



Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Bilanz solide, EK-Quote ab 2019 etwa halbiert (IFRS 16)

MediClin verfügt zum 30.09.2017 mit einer EK-Quote von 54,6% (31.12.2016: 52,3%) über eine solide Bilanz. Die Firmenwerte belaufen sich auf rund ein Viertel des Eigenkapitals. Zweitgrößter Passivposten nach dem Eigenkapital sind die Pensionen und ähnliche Verpflichtungen in Höhe von 53,3 Mio. € (31.12.2016: 55,1 Mio. €). Die Abnahme hängt mit einem etwas höheren Diskontierungssatz zusammen. Die Finanzschulden belaufen sich auf 47,9 Mio. € (31.12.2016: 48,8 Mio. €) und die Nettofinanzschulden auf 19,7 Mio. € (31.12.2016: 7,1 Mio. €). Ursächlich für den Rückgang der Zahlungsmittel sind fast verdoppelte Investitionen (Bruttozugänge zum Anlagevermögen) von 35,9 Mio. € (Vj. 18,2 Mio. €).

Die Verbindlichkeiten aus Finance Lease von 6,8 Mio. € (Vj. 7,0 Mio. €) beinhalten im Wesentlichen eine Sale-and-lease-back-Vereinbarung über die Grundstücke und Gebäude des Rehabilitationszentrums Gernsbach/Schwarzwald mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von 7,6 Mio. € und einem Zins von 5,85% aus dem Jahr 2008. Nach 10 Jahren endet die Zinsbindung. Aus heutiger Sicht werden die Zinskosten für die Sale-and-lease-back-Vereinbarung deutlich sinken.

Der größte Posten auf der Aktivseite sind die Sachanlagen mit 174 Mio. € (31.12.2016: 162 Mio. €), wobei von den 52 Einrichtungen 22 angemietet sind (Sale-and-lease-back-Vereinbarungen) mit Laufzeiten bis 2027 bzw. 2028. An zweiter Stellen folgen Forderungen aus L&L (81 Mio. €, 31.12.2016: 71 Mio. €), gefolgt von Firmenwerten (49 Mio. €, 31.12.2016: 49 Mio. €) und Zahlungsmitteln (28 Mio. €, 31.12.2016: 42 Mio. €).

Eine Bilanzierung des Barwerts der Mietverbindlichkeiten, die nach IFRS 16 ab 01.01.2019 verpflichtend ist, würde die Konzernbilanzsumme nach unseren Schätzungen fast verdoppeln (30.09.2017: 363 Mio. €). Bereits im Geschäftsbericht 2017 müssen die Folgen der neuen Bilanzregel mit Hilfe von Szenarien beschrieben werden. Im DCF-Modell lassen wir IFRS 16 unberücksichtigt.

Finanzierung

Im Juli 2016 wurde vorzeitig ein neuer Konsortialkredit (Laufzeit 5 Jahre mit 2 Verlängerungsoptionen um jeweils 1 Jahr) mit einem unveränderten Volumen von 60 Mio. € und einer variablen Verzinsung (6-Monats-Euribor + Marge) vereinbart. Er besteht aus einem endfälligen Darlehen über 30,0 Mio. €, mit dem die Restschuld des bisherigen Tilgungsdarlehens abgelöst wurde, und 30,0 Mio. € für einen revolvingenden Betriebsmittelkredit, der Ende 2016 mit 9,0 Mio. € genutzt wurde. Insgesamt bestanden Ende 2016 freie Kreditlinien von rund 31,0 Mio. €. Per 30.09.2017 schätzen wir die freien Linien auf 12,1 Mio. € (60,0 Mio. € - 47,9 Mio. €).

Neben dem Sale-and-lease-back-Vertrag mit dem OIK-Fonds besteht ein Sale-and-lease-back-Vertrag mit bestehen Verpflichtungen in Höhe von 10,2 Mio. € mit einer Laufzeit bis 2028 (Rehabilitationszentrum Gernsbach): Bis 2018 werden jährlich 554 Tsd. € fällig. Für die restlichen 10 Jahre werden jährlich 621 Tsd. € p.a. kalkuliert. Es bestehen noch zwei weitere Leasingverträge für medizinische und technische Einrichtungen in Höhe von insgesamt 310 Tsd. € mit Restlaufzeiten bis 2022.³

Erklärtes Ziel von MediClin ist es, den Verschuldungsgrad (Nettoschulden/EBITDA) unter 3,5x zu halten. Per 30.09.2017 ergaben sich nach unseren Berechnungen 1,4x nach 0,2x für das Gesamtjahr 2016. Der Zinsdeckungskoeffizient (EBITDA/Zinsergebnis) lag 2016 bei 13,5x. Nach eigenen Berechnungen erhalten wir für die ersten 9 Monate 2017 einen Wert von 23,0x. Die Kennziffern unterstreichen die Solidität der Gesellschaft.

Erhöhte Investitionstätigkeit hinterlässt Spuren in der Kapitalflussrechnung

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich nach 9 Monaten auf 10,9 Mio. € (Vj. 22,0 Mio. €). Den größten Swing gab es bei den langfristigen Rückstellungen (Pensionen) und den sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten. Die Fördermittel, die gemäß Krankenhausfinanzierungsgesetz zweckentsprechend verwendet werden, müssen direkt von den Anschaffungs- oder Herstellungskosten der geförderten Vermögenswerte abgesetzt werden und mindern so die Bemessungsgrundlage für die laufenden Abschreibungen. Sie stiegen auf 15,4 Mio. € (Vj. 14,1 Mio. €). Die erhöhte Investitionstätigkeit führt zu einem Cashflow aus Investitionstätigkeit von -22,1 Mio. € (Vj. -12,1 Mio. €). Darin sind die Einzahlungen aus Investitionsfördermitteln von 5,1 Mio. € (Vj. 5,5 Mio. €) bereits berücksichtigt. Die Tilgung von Finanzschulden führte maßgeblich zu einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von -2,3 Mio. € (Vj. +1,0 Mio. €). Insgesamt nahmen die liquiden Mittel nach 9 Monaten um 13,5 Mio. € auf 28,2 Mio. € (Vj. 40,5 Mio. €) ab.

³ MediClin Geschäftsbericht 2008 S.80; Geschäftsbericht 2016 S.38

Segmente

MediClin berichtet nach den Segmenten Postakut, Akut und sonstige Aktivitäten. Das Geschäftsfeld Pflege ist bei sonstigen Aktivitäten enthalten. Unterjährig ist die Segmentberichterstattung für drei und neun Monate weniger detailliert als im Geschäfts- und Halbjahresbericht. Die Tabelle fasst die Daten aus dem Zwischenbericht zum 30.09. zusammen. 2017 wurden Konzernumlagen (~9 Mio. €) auf die Segmente Postakut und Akut umverteilt. Das EBIT (pro forma) zeigt die angepassten Vorjahreszahlen.

Im H1'2017 trugen die Rentenversicherungsträger 49,4% (Vj. 48,2%) und die gesetzlichen Krankenversicherungen 41,8% (Vj. 43,0%) zum Umsatz im Segment Postakut bei. Im Segment Akut entfielen 92,8% (Vj. 92,6%) auf die gesetzlichen Krankenversicherungen.

Im GB 2016 wurde folgende Guidance für das Segment Postakut gegeben: Umsatz +5,0%, EBIT-Marge 5,0-6,0%. Die entsprechenden Ziele für das Segment Akut lauten: Umsatz +3,0-4,0%, EBIT-Marge 1,5-3,0%.

Nach 9 Monaten 2017 liegt das Segment Postakut beim Umsatz über und bei der EBIT-Marge im Plan. Treiber war eine gute Kapazitätsauslastung in der Neurologie, Akut-Neurologie, der Psychosomatik, der Orthopädie und der Geriatrie.

Dagegen liegt das Segment Akut nach 9 Monaten noch unter Plan. Dabei konnte im Q3'2017 der Rückstand verkleinert werden. Das sollte sich im Q4 fortsetzen. Ursächlich für die Planabweichung ist die gestiegene Personalaufwandsquote infolge eines erweiterten Leistungsangebots, rechtlicher Vorschriften sowie von Vorleistungen für weitere medizinische Angebote. Außerdem liegt der Umsatzzuwachs noch unter Plan. Mit anziehenden Umsätzen sollte die höhere Kostenquote wieder absinken. Die Materialaufwandsquote liegt in den beiden Hauptsegmenten auf Vorjahresniveau.

MediClin: Segmente

in Mio. €	Postakut			Akut			Sonstige Aktivitäten und Überleitung			Konzern		
	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse	277,9	262,9	5,7%	159,9	158,3	1,0%	14,7	14,0	5,0%	452,5	435,2	4,0%
Materialaufwand	56,8	53,5	6,2%	44,3	43,7	1,4%	-17,30	-16,5	-4,8%	83,8	80,7	3,8%
Personalaufwand	141,4	131,5	7,5%	92	84,9	8,4%	38,0	35,5	7,0%	271,4	251,9	7,7%
sonstige Kosten	64,9	59,1	9,8%	24,5	24,5	0	-11,5	1,2	-1058,3%	77,9	84,8	-8,1%
EBIT	14,8	18,8	-21,3%	-0,9	5,2	-117,3%	5,5	-6,2	188,7%	19,4	17,8	9,0%
EBIT (pro forma)	14,8	14,3	3,5%	-0,9	2,9	-131,0%	5,5	0,6	390,0%	19,4	17,8	9,0%
EBIT-Marge	5,3%	7,2%		-0,6%	3,3%					4,3%	4,1%	
EBIT-Marge(pro forma)	5,3%	5,4%		-0,6%	1,8%					4,3%	4,1%	
Personalaufwandsquote	50,9%	50,0%		57,5%	53,6%					60,0%	57,9%	
Materialaufwandsquote	20,4%	20,3%		27,7%	27,6%					18,5%	18,5%	

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Kurzporträt Peers

HELIOS Kliniken GmbH (Fresenius)

Helios ist Europas führender privater Krankenhausbetreiber. Zur Gruppe gehören sowohl die Helios Kliniken in Deutschland als auch Quirónsalud in Spanien. Helios betreibt in Deutschland 112 Akut- und Rehabilitationskliniken inkl. sieben Maximalversorger, 78 Medizinische Versorgungszentren, 4 Reha-zentren, 18 Präventionszentren und 13 Pflegeeinrichtungen. In diesen Ein-richtungen stehen über 35.000 Betten, womit das gesamte Versorgungs-spektrum abgedeckt wird. Jährlich werden mehr als 5,2 Mio. Patienten in diesen Einrichtungen versorgt.

Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH

Asklepios zählt zu den führenden privaten Betreibern von Krankenhäusern und Gesundheitseinrichtungen in Deutschland. Der Konzern verfügt über 150 Gesundheitseinrichtungen, wozu Akutkrankenhäuser aller Versorgungsstufen, Medizinische Versorgungszentren, Fachkliniken, psychiatrische und forensische Einrichtungen, Rehakliniken und Pflegeheime gehören. Dadurch wird das gesamte Versorgungszentrum medizinischer Leistungen abgedeckt. 2016 wurden in Einrichtungen des Asklepios Konzerns 2,3 Mio. Patienten behandelt und rd. 46.000 Mitarbeiter beschäftigt. Zur Unternehmensgruppe Asklepios gehört unter anderem auch die MediClin AG.

Sana Kliniken AG

Die Sana Kliniken AG ist als drittgrößte private Klinikgruppe Deutschlands einer der führenden Anbieter im Bereich integrierter Gesundheitsdienstleistungen. Sana hat Mehrheitsbeteiligungen an 46 Kliniken, 6 Alten- und Pflegeheimen und 24 Medizinischen Versorgungszentren sowie Minderheitsbeteiligungen an medizinischen Einrichtungen. Außerdem ist Sana mit dem Management verschiedener Häuser beauftragt. Ziel ist es, Spitzenmedizin in einem breiten Leistungsspektrum anzubieten. Der Schwerpunkt liegt in der akutmedizinischen Versorgung. Fachkliniken für Herz-Kreislauf, Neurologie und Orthopädie runden das Leistungsspektrum ab. Aktionäre sind 26 private Krankenversicherungen. Die Sana Kliniken AG wurde 1976 gegründet und ist nicht börsennotiert.

RHÖN-KLINIKUM AG

Die Rhön-Klinikum AG ist eine der größten Gesundheitsdienstleister in Deutschland mit den Schwerpunkten Herz- und Gefäßmedizin, Neuromedizin, Onkologie, Pneumologie sowie Orthopädie und Unfallchirurgie. Das Unternehmen betreibt elf Kliniken an fünf Standorten, welche eine direkte Anbindung zu Universitäten und Forschungseinrichtungen anbieten können.

SCHÖN HOLDING SE & CO. KG

Die Schön Klinik ist eine inhabergeführte Klinikgruppe in Deutschland mit 17 Standorten in 5 Bundesländern sowie in Großbritannien. Anteilseigner der Schön Klinik SE sind mit 75% die Familienholding Schön und seit 2016 mit 25% der Finanzinvestor Carlyle Group. Die Schwerpunkte liegen in der Psychosomatik, Orthopädie, Neurologie, Chirurgie und Inneren Medizin. Das Unternehmen beschäftigt ~10.000 Mitarbeiter und behandelte 2016 rund 104.000 Patienten stationär und insgesamt über 300.000 Patienten.

MediClin und Peers (Stand: 31.12.2016)

	Umsatz 2016 in Mio. €	Umsatz 2015 in Mio. €	EBIT 2016 in Mio. €	EBIT- Marge 2016 in %	EBIT 2015 in Mio. €	EBIT- Marge 2015 in %	Einrich- tungen	Fall- zahlen	Mitar- beiter	Betten
HELIOS Kliniken GmbH	5.843	5.578	682	11,7	640	11,5	225	5.273.000	72.867	34.706
Asklepios Kliniken Verwaltungsge- sellschaft mbH	3.211	3.082	264	8,2	249	8,1	150	2.279.000	34.887	26.593
Sana Kliniken AG	2.404	2.322	136	5,7	119	5,1	97	538.758*	27.421	11.056
RHÖN-KLINIKUM AG	1.176	1.108	97	8,2	93	8,4	18	813.000	13.284	5.348
SCHÖN HOLDING SE & CO. KG	797	758	47	5,9	52	6,9	17	104.000*	10.000	k.A.
MEDICLIN AG	580	555	24	4,1	24	4,3	49	121.427*	6.649	8.084

* nur stationäre Fälle

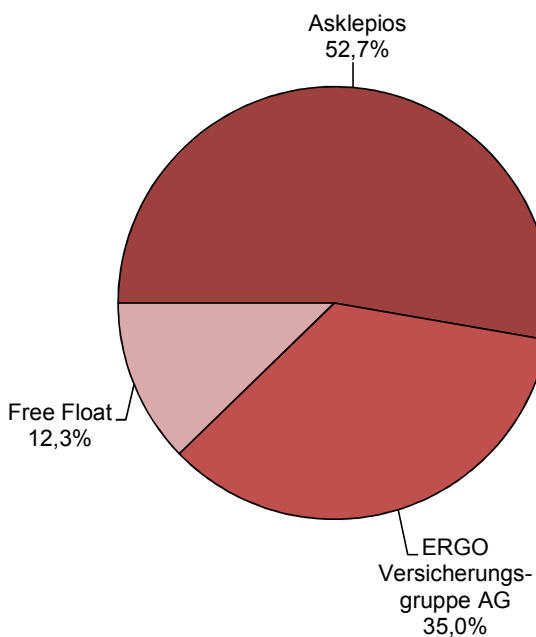
Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Aktionärsstruktur

2008 stieg die Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH (kurz Asklepios) mit 10,6% bei der MediClin AG ein und kaufte in den Folgejahren weiter zu. Durch die Übernahme eines Aktienpakets der Provinzial Rheinland Lebensversicherung AG in Höhe von 18,1% erlangte Asklepios 2011 mit 52,7% die Aktienmehrheit an MediClin. Herr Dr. Bernard große Broermann ist Alleingesellschafter der Asklepios.

Die ERGO Versicherungsgruppe AG (ERGO) ist Teilkonzern der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG. Die 35,0% verteilen sich zu 23,2% auf ERGO und zu 11,8% auf die ERGO-Konzerntochter DKV Deutsche Krankenversicherung Aktiengesellschaft.

MediClin: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Bewertung

Wir bewerten MediClin mit Hilfe unseres DCF-Modells. In der Detailplanung lassen wir den Umsatz mit max. 4,0% p.a. wachsen und begrenzen die EBIT-Marge auf 4,5%. Als Marschroute setzt sich das Management ein organisches Umsatzwachstum von 3,0% p.a. Für den Terminal Value treffen wir folgende Annahmen: EBIT-Marge 4,5%, ewige Wachstumsrate 1,0%, Reinvestment Rate 18,7%, Beta 0,9, WACC 6,1%. Wir unterstellen für 2017 eine Dividende von 0,04 € je Aktie und für 2018 ff. eine Dividende von 0,08 € je Aktie. Insgesamt erhalten wir einen fairen Wert für die MediClin-Aktie von 6,90 €. Einen möglichen Erfolg bei der Klage wegen marktunüblicher (überhöhter) Mieten lassen wir unberücksichtigt: Geringere Mietzahlungen könnten höhere EBIT-Margen zur Folge haben. Hinzu käme die Erstattung von zu viel gezahlten Mieten, die über eine höhere Kasse im Modell erfasst werden könnte.

Peer-Group-Vergleich

Die Betreiber von Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen in Deutschland unterliegen spezifischen deutschen Rahmenbedingungen. Von daher ziehen wir für den Peer-Group-Vergleich deutsche Wettbewerber heran. Als einziger börsennotierter Wettbewerber kommt u. E. Rhön-Klinikum in Frage. Helios Kliniken gehört zum Fresenius Konzern und hat keine separate Notiz. Asklepios, Sana und Schön sind nicht börsennotiert. Ein Blick auf die Peer-Group-Tabelle zeigt, dass MediClin und Rhön-Klinikum EBIT-Margen in einer ähnlichen Größenordnung aufweisen. Hinsichtlich der Bewertung sind die Parameter von Rhön-Klinikum aber durchweg höher. Insoweit sieht MediClin attraktiver aus. Der Kurs der Rhön Klinikum-Aktie reflektiert u. E. zum Teil das Streben der 3 Großaktionäre (B. Braun Melsungen, Familie Münch, Asklepios) nach der Vorherrschaft bei der Gesellschaft. Andererseits verfügt Asklepios bei MediClin bereits über mehr als 50% der Stimmrechte und steht u. E. bereit, die restlichen Aktien zu übernehmen. Dafür müsste allerdings der zweitgrößte Aktionär ERGO gewonnen werden.

MediClin: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs 18.12.17	Währung	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	EV/ EBITDA 2017e	EV/ EBITDA 2018e	EV/ EBIT 2017e	EV/ EBIT 2018e	EBIT- Marge 2017e	EBIT- Marge 2018e	Kurs/ Buchwert 2017e	Kurs/ Buchwert 2018e	EV/ Sales 2017e	EV/ Sales 2018e
Rhoen Klinikum AG	30,17	EUR	35,8	57,8	44,6	17,5	15,2	41,7	30,3	3,7%	4,8%	1,84	1,78	1,52	1,46
Durchschnitt (ungewichtet)			35,8	57,8	44,6	17,5	15,2	41,7	30,3	3,7%	4,8%	1,84	1,78	1,52	1,46
MEDIAN			35,8	57,8	44,6	17,5	15,2	41,7	30,3	3,7%	4,8%	1,84	1,78	1,52	1,46
MediClin AG	6,33	EUR	18,2	18,1	16,2	8,4	7,5	15,5	13,5	3,9%	4,2%	1,51	1,39	0,61	0,56
Abweichung vom Median			-49,2%	-68,7%	-63,6%	-52,1%	-50,6%	-62,8%	-55,5%	7,1%	-13,7%	-17,7%	-22,3%	-60,2%	-61,6%

*Schätzungen für MediClin sind Thomson Reuters entnommen.

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

Exkurs I: Konsolidierung im Krankenhausmarkt

Der deutsche Krankenhausmarkt befindet sich seit nunmehr über 20 Jahren in einem anhaltenden Konsolidierungsprozess, der sich weiter fortsetzen dürfte. Die Struktur hat sich in den Jahren stark verändert. Die Anzahl der Krankenhäuser war rückläufig, während zugleich der Anteil der privaten Einrichtungen stieg.

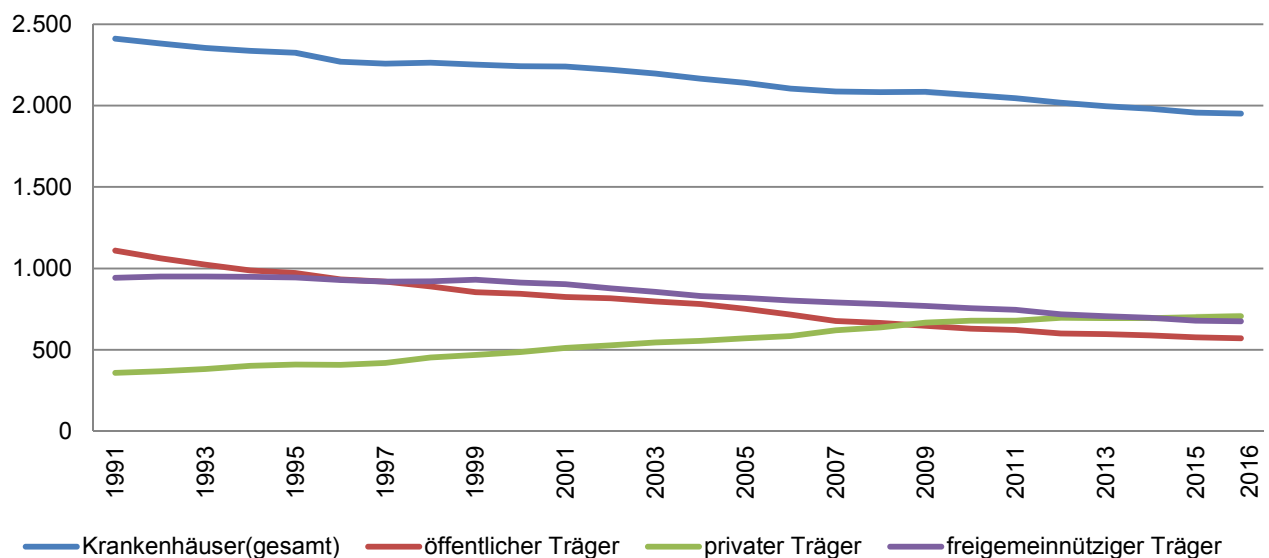
Zu den **privaten Trägern** gehören gewerbliche Unternehmen, die eine Konzession nach §30 GewO haben.

Die **öffentlichen Träger** sind Gebietskörperschaften (Land, Kreis, Gemeinde) sowie Zusammenschlüsse wie Arbeitsgemeinschaften oder Zweckverbände und Sozialversicherungsträger wie Landesversicherungsanstalten und Berufsgenossenschaften.

Freigemeinnützige Träger sind kirchliche und freie Wohlfahrtspflegen, Kirchengemeinden, Stiftungen oder Vereine.

In Deutschland ist die Anzahl von Krankenhäusern von 1991 bis 2016 durch Fusionen und Schließungen von 2.411 auf 1.951 (-19,2%) gesunken.⁴ Zeitgleich verschob sich die Eigentümerstruktur zu Gunsten der privaten Träger, siehe Schaubild. 2016 entfielen auf die Privaten 707 Krankenhäuser – nahezu eine Verdoppelung seit 1991.⁵ Die Anzahl öffentlicher Einrichtungen war dagegen von 1.110 auf 570 (-51,2%) rückläufig. Auch die freigemeinnützigen Einrichtungen erlitten im Zuge der Krankenhauskonsolidierung Einbußen; die Anzahl sank von 943 auf 674.⁶

Anzahl der Krankenhäuser (nach Trägern)



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

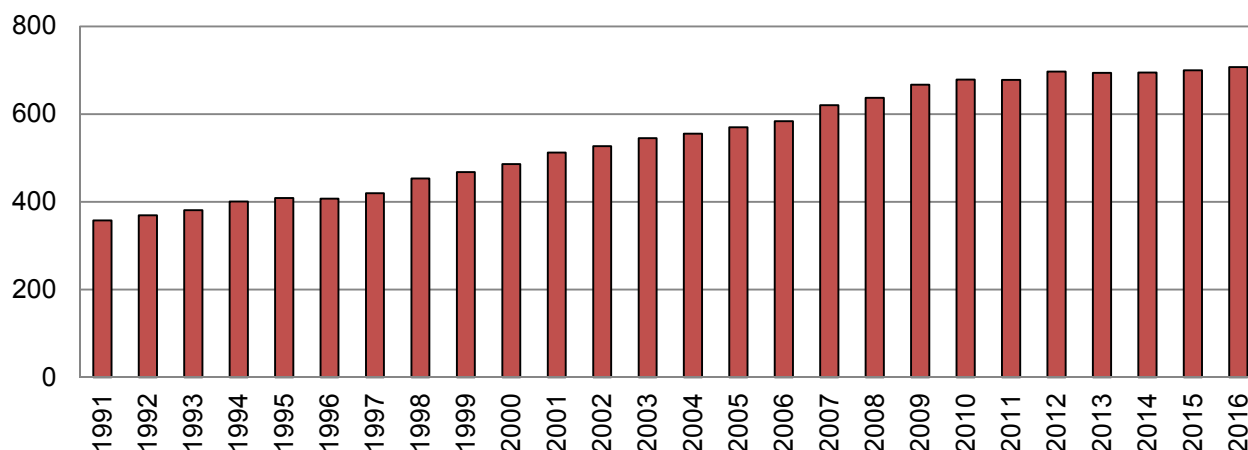
⁴ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.11); Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

⁵ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.14); Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

⁶ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.14); Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

Zudem verlagerte sich die Konzentration der Einrichtungen durch Zukäufe und Übernahmen auf die großen privaten Krankenhausbetreiber. Asklepios hält seit 2011 die Mehrheit an der MediClin AG und ist außerdem mit 25,1% an Rhön-Klinikum beteiligt. Fresenius Helios erwarb 2012 die Damp Gruppe sowie 43 Kliniken der Rhön-Klinikum AG im Jahr 2013. Die Damp Gruppe gehörte damals zu den zehn größten privaten Krankenhausbetreibern in Deutschland. Für Aufsehen sorgte zuletzt auch die Übernahme des spanischen Klinikbetreibers Quirónsalud durch Fresenius Helios für 5,76 Mrd. €, wodurch Fresenius Helios die Position als größter privater Klinikbetreiber Europas ausbaut. Zudem erwerben die großen Betreiber vermehrt Krankenhäuser von anderen Trägern. Noch vor wenigen Monaten übernahm die MediClin AG eine Rehabilitationsklinik der AWO aus freigemeinnütziger Trägerschaft, sowie die Freudenstädter Fachklinik Zwieselberg aus privater Trägerschaft.⁷

Anzahl privater Krankenhäuser



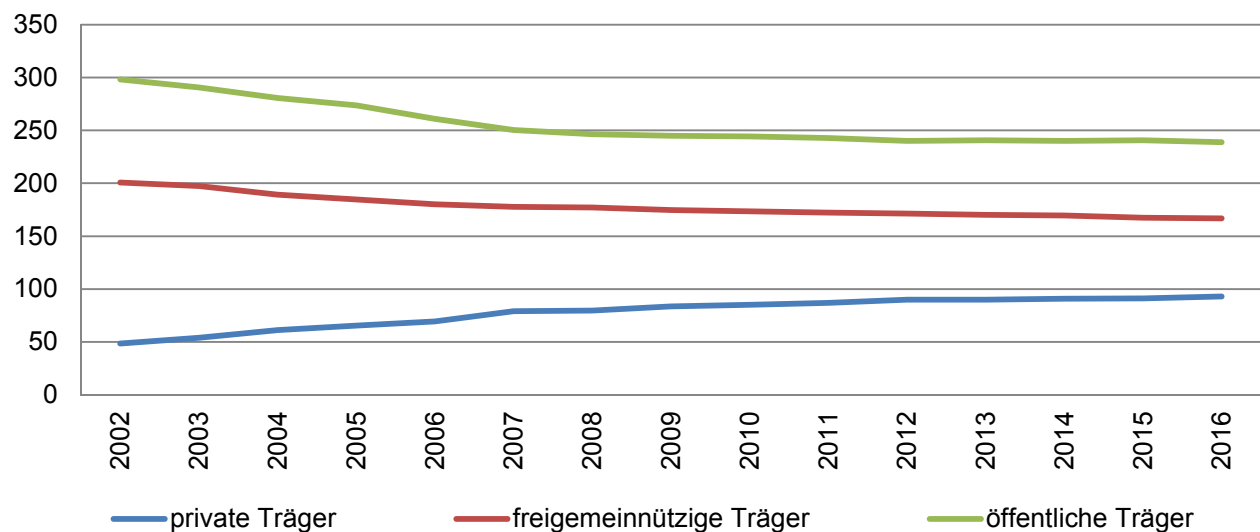
Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

Im Jahr 1991 standen noch 665.565 Betten in deutschen Krankenhäusern, 2016 waren es nur noch 498.718 (-25%). Beachtlich ist die Verteilung der Betten nach den Trägerschaften. Dort ist festzustellen, dass die privaten Träger den geringsten Anteil ausmachen, obwohl diese gemessen an der Anzahl der Krankenhäuser mittlerweile die größten Träger von Krankenhäusern sind. Die Betten in privaten Krankenhäusern machen 18,7% aus, während in öffentlichen Krankenhäusern 47,8% und der freigemeinnützigen Trägerschaften 33,5% der Betten stehen.

⁷ http://www.mediclin.de/desktopdefault.aspx/tabid-10970/19710_read-38997/; http://www.mediclin.de/desktopdefault.aspx/tabid-10970/19710_read-39132/

Wie bei der Verteilung der Krankenhäuser nach Trägern geht auch bei der Verteilung nach Betten der Anteil öffentlicher und freigemeinnütziger Träger zurück, während die privaten Träger ihren Marktanteil erhöhen. Seit 2002 wuchs die Anzahl an Betten in privaten Krankenhäusern um 91,4% von 48.615 auf 93.057.⁸

Krankenhausmarkt: Bettenverteilung nach Trägerschaft (in Tsd.)



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

Anhand dieser Zahlen lässt sich erkennen, dass die privaten Träger zwar mehr Krankenhäuser betreiben, diese jedoch mit weniger Betten ausstattet. Im Jahr 2016 standen durchschnittlich 132 Betten in den privaten Einrichtungen. Bei den öffentlichen Einrichtungen waren es 419 Betten.⁹ Die MediClin Kliniken sind mit durchschnittlich 238 Betten ausgestattet.

Ein weiterer zentraler Indikator ist die Bettenauslastung. Dabei ist zu beachten, dass die Bettenauslastung nicht bei 100% liegen darf, um stets eine bedarfsgerechte Versorgung der Bevölkerung zu garantieren. Bundesweit gibt es daher einen Maßstab von 85%.¹⁰ Durchschnittlich waren Krankenhäuser 2016 zu 77,8% ausgelastet (2015: 77,5%; 2014: 77,4%; 2013: 77,3%). Seit 1991 (84,1%) ist die Bettenauslastung um 6,3% gesunken. Nach den Trägern aufgeschlüsselt, beträgt die durchschnittliche Bettenauslastung bei öffentlichen Krankenhäusern 79,9% und bei freigemeinnützigen Häusern 76,6%, während diese bei privaten Krankenhäusern bei 74,9% liegt.¹¹ Die Auslastung in den Krankenhäusern der MediClin AG im Jahr 2016 lag bei 87,9% (Vj: 87,3%).

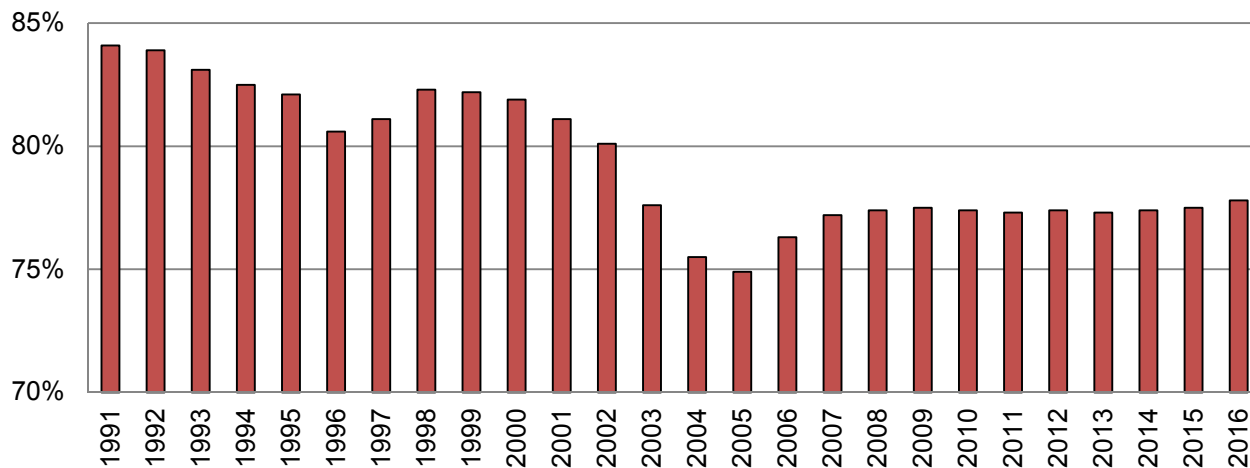
⁸ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.14); ; Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

⁹ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.15); ; Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

¹⁰ Krankenhausplan 2010-2016 Rheinland-Pfalz, S.24; Krankenhausplan Hessen 2009, S.68

¹¹ <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/Gesundheit/Krankenhaeuser/Tabellen/KrankenhaeuserJahreOhne100000.html>

Krankenhausmarkt: Auslastung der Betten



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

Im Jahr 2016 verursachten die öffentlichen Krankenhäuser Gesamtkosten von 56,1 Mrd. €. Das entspricht 98,4 Mio. € pro Krankenhaus und 235 Tsd. € pro Bett. Die privaten Krankenhäuser hatten Gesamtkosten von 15,4 Mrd. €. Das entspricht 21,7 Mio. € pro Einrichtung und 165 Tsd. € pro Bett.¹² Rund 60% der Gesamtkosten entfallen auf das Personal.¹³ Im Jahr 2016 beschäftigten die öffentlichen Krankenhäuser 484.678 Mitarbeiter und die privaten Einrichtungen 132.637.¹⁴

Bei den Fallzahlen machen die privaten Einrichtungen einen geringen Anteil aus. 2016 umfasste der gesamte Krankenhausmarkt 19,5 Mio. vollstationäre Fälle. Die privaten Einrichtungen haben an den gesamten Fällen einen Anteil von 17,0%, während die öffentlichen Einrichtungen auf 48,8% kommen. Der restliche Marktanteil entfällt auf die freigemeinnützigen Einrichtungen.¹⁵

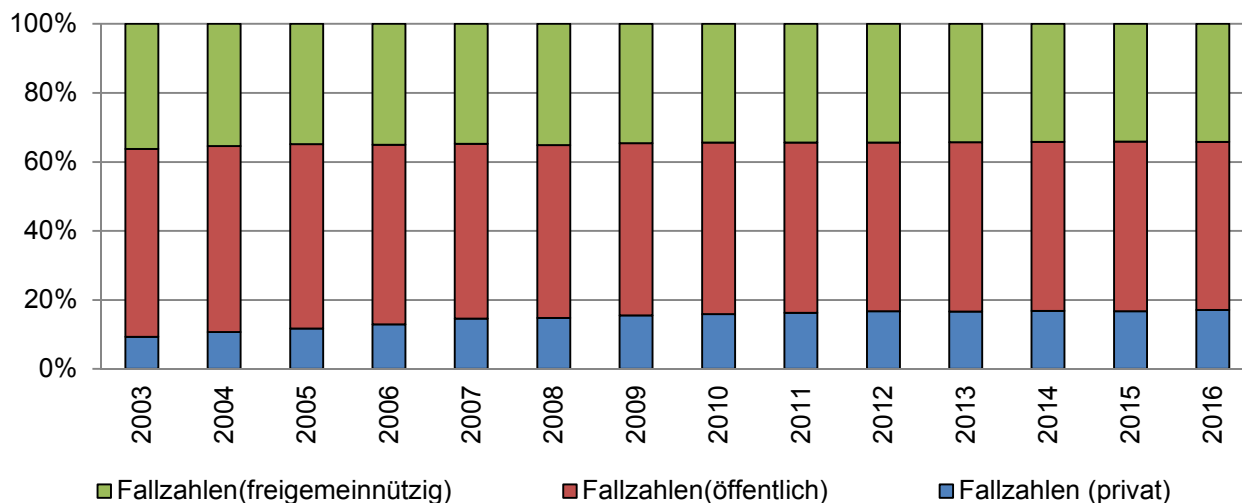
¹² Statistisches Bundesamt, Kostennachweis der Krankenhäuser, Aufl. 2015 (S.14/15); Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

¹³ Statistisches Bundesamt, Kostennachweis der Krankenhäuser, Abbildung 2, Aufl. 2015 (S.7)

¹⁴ Statistisches Bundesamt, Grunddaten der Krankenhäuser, Auflage 2015 (S.30)

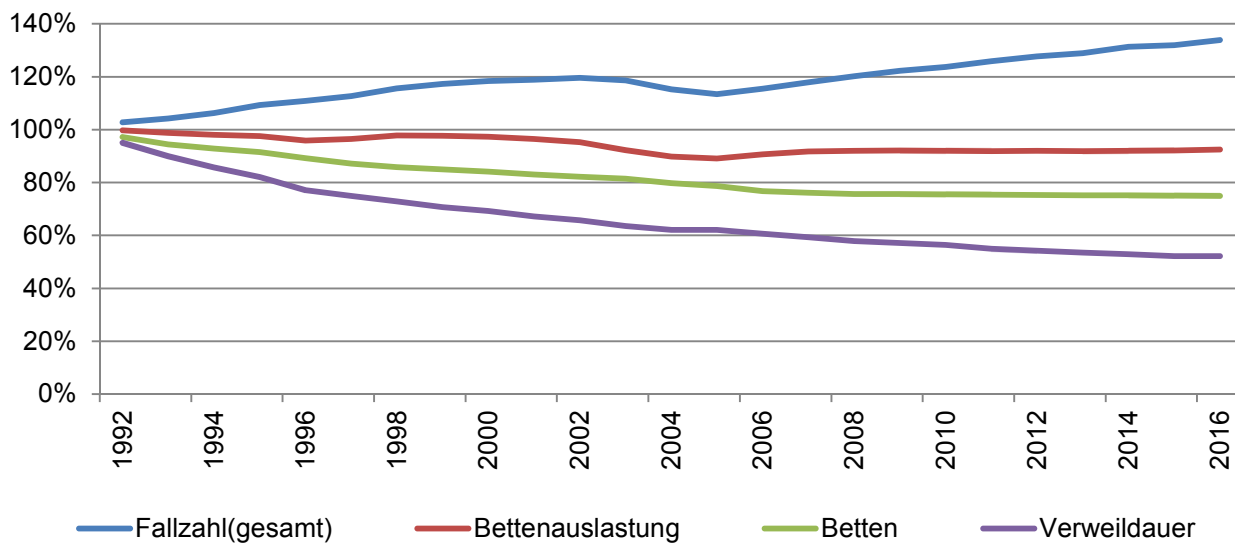
¹⁵ Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung 14.08.2017 (276/17)

Krankenhausmarkt: Stationäre Fallzahlen



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

Krankenhausmarkt: Verweildauer und ihre Determinanten



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

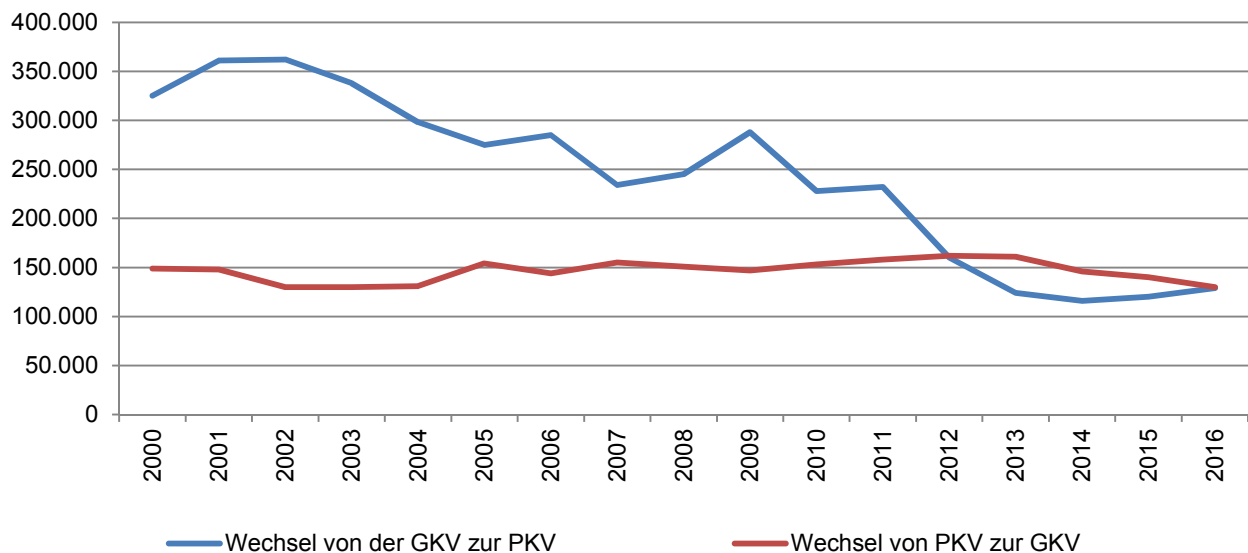
Das Schaubild oben zeigt, dass die Fallzahlen der letzten 25 Jahre um über 30% gestiegen sind, während die Zahl der Betten um ca. 25% gesunken ist. Man müsste folglich von einer erhöhten Bettenauslastung ausgehen. Jedoch lässt sich auch bei der Auslastung der Betten ein Rückgang von etwas über 6% feststellen. Das lässt sich mit der deutlich gesunkenen Verweildauer der Patienten erklären.¹⁶ Die Verweildauer hat sich von 1991 auf 2016 fast halbiert: Im Jahr 1991 verbrachte der Patient noch durchschnittlich 14 Tage im Krankenhaus, während es 2016 nur noch 7,3 Tage waren.

¹⁶https://www.destatis.de/DE/Publikationen/WirtschaftStatistik/Gesundheitswesen/20JahreKrankenhausstatistik.pdf?__blob=publicationFile

Exkurs II: Gesetzliche und private Krankenversicherung

2016 zählte die Gesetzliche Krankenversicherung (GKV) in Deutschland 71,4 Mio. (86,2%) Mitglieder und die Private Krankenversicherung (PKV) 8,8 Mio. (10,6%).¹⁷ In den letzten Jahren sind immer weniger gesetzlich Versicherte zur privaten Versicherung gewechselt, siehe nachstehendes Schaubild. Die Wechselbewegung von der PKV zur GKV ist hingegen recht konstant. Jedoch nahm in den letzten zwei Jahren auch bei den Privatversicherten die Wechselbereitschaft ab.¹⁸ Einschränkend muss man aber festhalten, dass ein Wechsel von der PKV zur GKV nur unter bestimmten Umständen möglich ist.

Wechsel zwischen gesetzlicher und privater Krankenversicherung



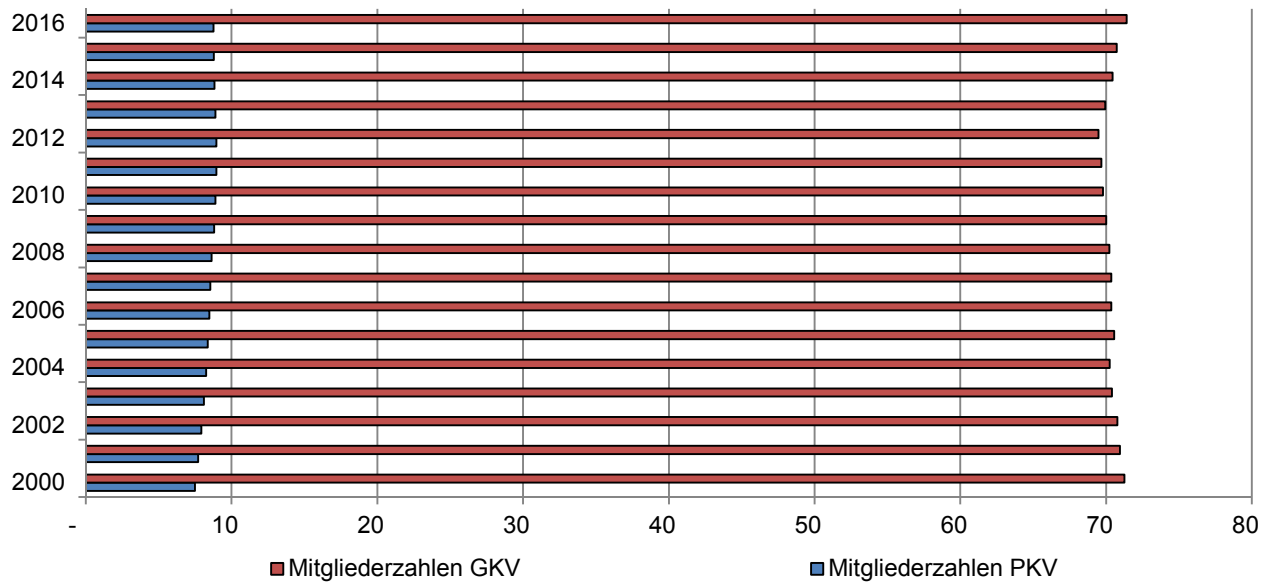
Quelle: Solventis Research, vdek

¹⁷ https://www.vdek.com/presse/daten/b_versicherte.html

¹⁸ https://www.vdek.com/presse/daten/b_versicherte.html

Betrachtet man die absoluten Mitgliederzahlen der GKV und PKV, erkennt man ein leichtes Wachstum bei der PKV. Von 2000 bis 2016 hat sich die Zahl der Privatversicherten um 1,3 Mio. oder 17,0% erhöht. Die GKV verzeichnete im gleichen Zeitraum einen Zuwachs von 147.631 Versicherten oder +0,2%.

Mitgliederzahlen private- und gesetzliche Krankenversicherung (in Mio.)

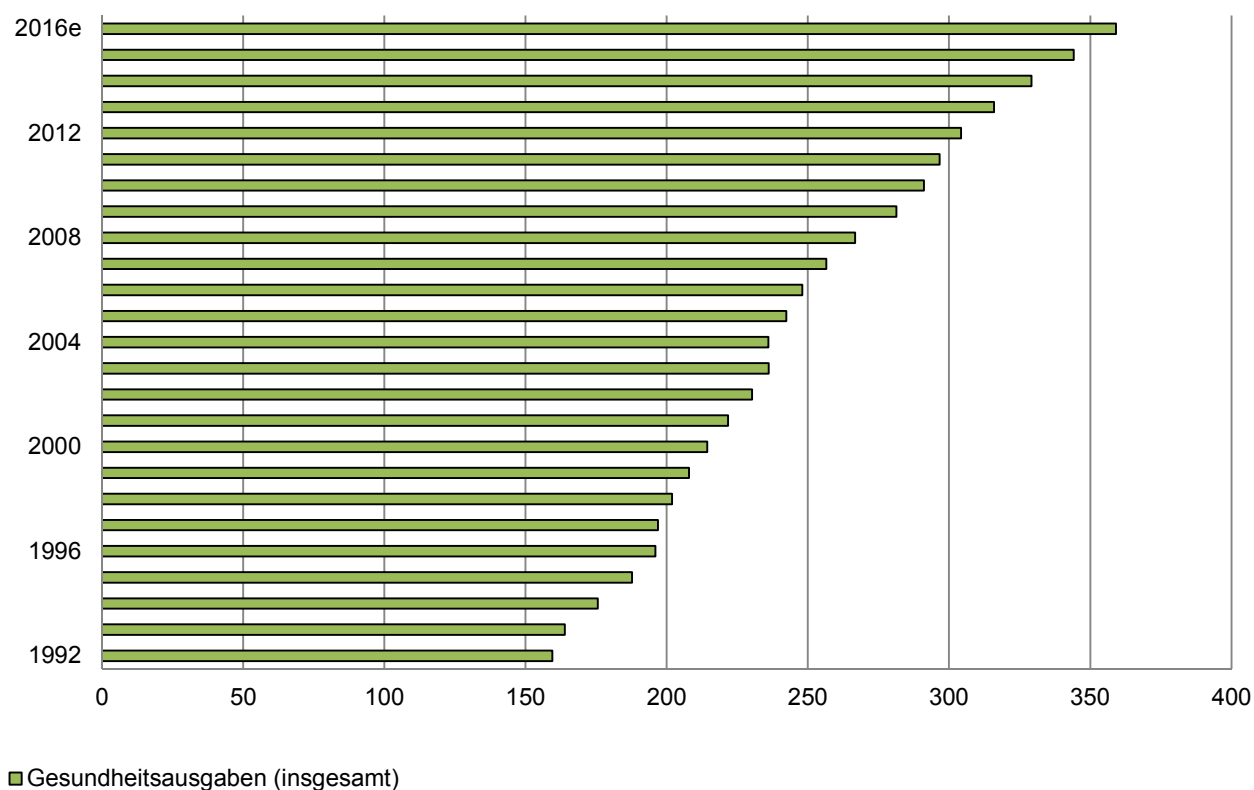


Quelle: Solventis Research, BMG, PKV

Exkurs III: Gesundheitsausgaben

Die gesamten Gesundheitsausgaben in Deutschland beliefen sich 2015 auf 344,2 Mrd. €. Es entfielen 30,5 Mrd. € oder 8,9% auf die privaten Versicherungen und 200,0 Mrd. € oder 58,1% auf die gesetzlichen Versicherungen. Die private Haushalte gaben insgesamt 46,1 Mrd. € oder 13,4% für ihre Gesundheit aus. Für 2016 prognostiziert das Statistische Bundesamt Gesundheitsausgaben von 359,1 Mrd. €.¹⁹

Entwicklung der Gesundheitsausgaben (in Mrd. €)



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

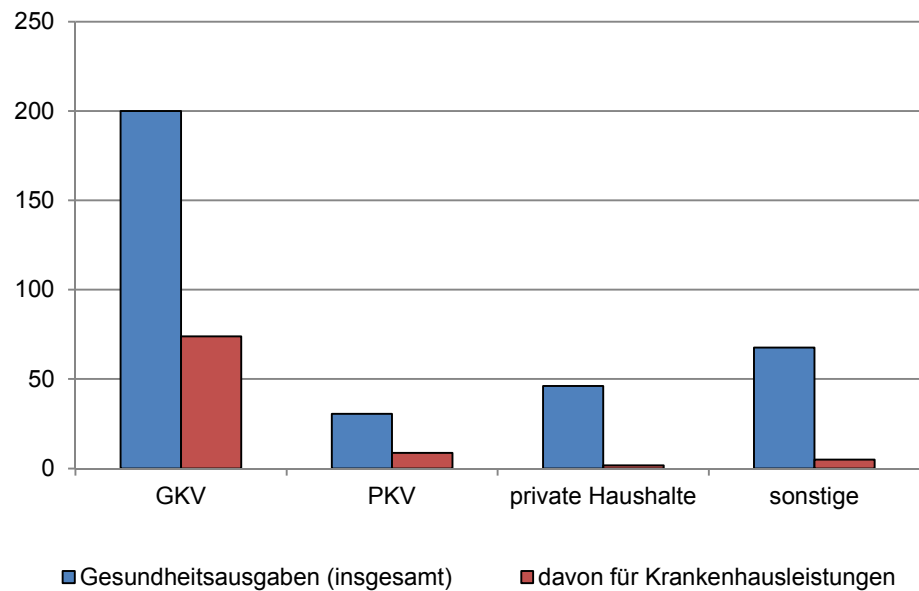
Von den gesamten Gesundheitsausgaben in Höhe von 344,2 Mrd. € entfallen 89,5 Mrd. € oder 26,0 % auf Ausgaben für Leistungen der Krankenhäuser. Die 89,5 Mrd. € verteilen sich zu 82,7% auf Gesetzliche Krankenversicherungen, zu 9,7% auf Private Krankenversicherungen und zu 2,0% auf privaten Haushalte.²⁰

¹⁹ Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr.061 vom 21.02.2017

²⁰ Statistisches Bundesamt, Gesundheitsausgabenrechnung

Die restlichen Gesundheitsausgaben für Leistungen der Krankenhäuser erbringen öffentliche Haushalte, soziale Pflegeversicherungen, gesetzliche Rentenversicherungen, gesetzliche Unfallversicherungen und die Arbeitgeber.

Gesundheitsausgaben nach Ausgabenträger (in Mrd. €)



Quelle: Solventis Research, Statistisches Bundesamt

Exkurs IV: Krankenhausfinanzierung

Die Krankenhausfinanzierung basiert auf einem „dualen Finanzierungssystem“. Demnach werden die Betriebskosten durch die Krankenkassen gedeckt, während Investitionen durch die Bundesländer finanziert werden. Die Finanzierung der Betriebskosten wird jedes Jahr im Rahmen des sog. DRG-Systems (Diagnosebezogene Fallgruppen) und PEPP-System (pauschalierende Entgeltssystem Psychiatrie und Psychosomatik) neu festgesetzt. Das DRG-System ist ein Fallpauschalenkatalog: Den Krankheitsfällen wird ein Kostensatz zugewiesen, §17b Krankenhausgesetz (KHG). Der Katalog wird jährlich auf Grundlage von Stichproben der IST-Kostendaten aktualisiert und erweitert.

Das PEPP-System ist ein Abrechnungssystem speziell für Einrichtungen der Psychiatrie, Psychotherapie und Psychosomatik (§17d KHG), welches seit dem 01.01.2013 in Kraft ist. Seit 2013 läuft bereits eine Optionsphase für dieses System, in welcher sich die Krankenhäuser entscheiden konnten, ob sie es anwenden oder nicht. Ab 2018 müssen die betroffenen Krankenhäuser das „neue“ Entgeltssystem, PEPP, verpflichtend einführen. Zusätzlich dazu trat am 01.01.2017 das PsychVVG (Gesetz zur Weiterentwicklung der Versorgung und der Vergütung für psychiatrische und psychosomatische Leistungen) in Kraft. Dieses ist ein krankenhausespezifisches Budgetsystem, welches vorsieht, dass psychiatrische und psychosomatische Kliniken ihr Gesamtbudget einzeln verhandeln dürfen und nicht an das landeseinheitliche Preisniveau anpassen müssen.²¹ Somit werden seitdem die einzelnen Krankenhausaufenthalte nach dem PEPP-System abgerechnet. Das Gesamtbudget kann jedoch nach dem PsychVVG individuell verhandelt werden.²² Das PEPP-System dient seit Einführung des PsychVVG folglich als eine Art „Budgetmessungsinstrument“.

Die Investitionsfinanzierung erfolgt durch die jeweiligen Bundesländer gem. §9 KHG. Die Investitionen aller Bundesländer lagen im Jahr 2015 bei 2,8 Mrd. €. Somit standen 2015 jedem Krankenhaus durchschnittlich 1,4 Mio. € an Fördermitteln für Investitionen zur Verfügung. Die MediClin AG erhielt 2016 Investitionsfördermittel in Höhe von 7,7 Mio. € (Vj: 6,4 Mio. €). Diese Fördermittel bezogen sich im Wesentlichen auf 5 Kliniken. Des Weiteren stehen noch weitere noch nicht zweckentsprechend verwendete Fördermittel in Höhe von 2,9 Mio. € (Vj: 5,3 Mio. €) in der Bilanz.

Mit dem Krankenhausstrukturgesetz (KHSG) vom 10.12.2015 wurde ein Pflegestellenförderprogramm ins Leben gerufen, welches eine Laufzeit von 2016 bis 2018 hat und ein Volumen von 660 Mio. € umfasst. Dieses soll zur Stärkung der unmittelbaren Patientenversorgung auf bettenführenden Stationen beitragen. Die Krankenhäuser können 0,15% ihres Budgets zur Neueinstellung oder Aufstockung ihres Pflegebestands vereinbaren. Davon müssen 10% selber finanziert werden.²³ Ab 2019 sollen dauerhaft bis zu 330 Mio. € zur Verfügung stehen.²⁴

²¹ <https://www.bundesgesundheitsministerium.de/ministerium/meldungen/2016/psychvvg-kabinett.html>

²² <https://www.mdkbw.de/adbimage/698/asset-original/pepp-kompendium-2017.pdf>, S.3

²³ <https://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/krankenversicherung/stationaere-versorgung/krankenhausfinanzierung.html>

²⁴ <https://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/krankenversicherung/krankenhausstrukturgesetz/khsg.html>

MediClin: GuV (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Umsatz	580.344	4,5%	603.615	4,0%	627.760	4,0%	649.732	3,5%
sonstige betriebliche Erträge	9.105	35,2%	11.262	23,7%	9.726	-13,6%	10.026	3,1%
Materialaufwand	108.675	5,4%	113.033	4,0%	117.554	4,0%	121.668	3,5%
Rohergebnis nach GKV	480.774	4,7%	501.844	4,4%	519.932	3,6%	538.089	3,5%
Personalaufwand	334.748	4,7%	348.172	4,0%	362.099	4,0%	374.772	3,5%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	19.170	4,1%	20.572	7,3%	21.000	2,1%	21.500	2,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	102.832	5,8%	127.185	23,7%	109.839	-13,6%	113.229	3,1%
EBITDA	43.194	2,8%	26.487	-38,7%	47.994	81,2%	50.088	4,4%
EBITDA-Marge	7,44%	-0,1 pp	4,39%	-3,1 pp	7,65%	3,3 pp	7,71%	0,1 pp
EBIT	24.024	1,8%	5.915	-75,4%	26.994	356,3%	28.588	5,9%
EBIT-Marge	4,14%	-0,1 pp	0,98%	-3,2 pp	4,30%	3,3 pp	4,40%	0,1 pp
Erträge aus Beteiligungen	82	36,6%	82	0,0%	82	0,0%	82	0,0%
Zinserträge	31	-0,4%	19	-37,6%	20	1,3%	24	24,9%
Zinsaufwand	3.236	-12,4%	2.684	-17,1%	2.684	0,0%	2.684	0,0%
Finanzergebnis	-3.123	13,3%	-2.583	17,3%	-2.582	0,0%	-2.577	0,2%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	20.900	4,5%	3.333	-84,1%	24.411	632,4%	26.011	6,6%
EBT-Marge	3,60%	-0,0 pp	0,55%	-3,0 pp	3,89%	3,3 pp	4,00%	0,1 pp
Steuern	4.299	26,1%	527	-87,7%	3.863	632,4%	4.116	6,6%
Steuerquote	20,57%	3,5 pp	15,83%	-4,7 pp	15,83%	0,0 pp	15,83%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	16.601	0,0%	2.805	-83,1%	20.548	632,4%	21.895	6,6%
Anteile Dritter	55	-9,5%	9	-83,1%	68	632,4%	73	6,6%
Konzernjahresüberschuss	16.546	0,1%	2.796	-83,1%	20.480	632,4%	21.822	6,6%
Anzahl Aktien (Mio.)	47,50	0,0%	47,50	0,0%	47,50	0,0%	47,50	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,35	0,1%	0,06	-83,1%	0,43	632,4%	0,46	6,6%

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

MediClin: Bilanz (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	41.648	41,0%	49.300	18,4%	57.282	16,2%	65.156	13,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	71.138	5,7%	73.990	4,0%	76.950	4,0%	79.643	3,5%
Vorräte	6.271	1,9%	6.522	4,0%	6.783	4,0%	7.020	3,5%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	7.368	-7,5%	7.368	0,0%	7.368	0,0%	7.368	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	1.235	33,0%	1.235	0,0%	1.235	0,0%	1.235	0,0%
Steuerforderungen	75	-6,5%	75	0,0%	75	0,0%	75	0,0%
Summe Umlaufvermögen	127.734	14,1%	138.490	8,4%	149.693	8,1%	160.497	7,2%
Sachanlagen	161.612	0,3%	171.040	5,8%	180.040	5,3%	188.540	4,7%
Immaterielle Vermögenswerte	3.603	88,5%	3.603	0,0%	3.603	0,0%	3.603	0,0%
Firmenwerte	48.574	0,2%	48.574	0,0%	48.574	0,0%	48.574	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	1.237	-11,7%	1.237	0,0%	1.237	0,0%	1.237	0,0%
Latente Steuern/langfr. Ertragsteueransprüche	4.303	13,8%	7.443	73,0%	7.443	0,0%	7.443	0,0%
Summe Anlagevermögen	219.329	0,9%	231.897	5,7%	240.897	3,9%	249.397	3,5%
Bilanzsumme	347.063	5,4%	370.387	6,7%	390.590	5,5%	409.894	4,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	0,0%
Kapitalrücklage	129.392	-0,0%	129.392	0,0%	129.392	0,0%	129.392	0,0%
Gewinnrücklagen	-22.172	-23,0%	-4.915	77,8%	11.771	339,5%	29.799	153,1%
Kumuliertes übriges comprehensive income	27.172	155,7%	12.712	-53,2%	14.612	14,9%	14.612	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	181.892	7,3%	184.688	1,5%	203.274	10,1%	221.302	8,9%
Anteile in Fremdbesitz	-328	6,0%	-328	0,0%	-328	0,0%	-328	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	181.564	7,3%	184.360	1,5%	202.946	10,1%	220.974	8,9%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	55.147	9,7%	54.000	-2,1%	55.080	2,0%	56.182	2,0%
Übrige Rückstellungen	3.086	-16,9%	22.710	635,9%	21.118	-7,0%	19.357	-8,3%
Verbindlichkeiten Finance Lease	6.508	-4,1%	6.508	0,0%	6.508	0,0%	6.508	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	38.520	-3,6%	38.520	0,0%	38.520	0,0%	38.520	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindl.	515	-20,3%	515	0,0%	515	0,0%	515	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2.590	4,8%	2.694	4,0%	2.801	4,0%	2.899	3,5%
Summe langfristige Schulden	106.367	2,4%	124.947	17,5%	124.543	-0,3%	123.982	-0,5%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	5.525	5,8%	5.747	4,0%	5.976	4,0%	6.186	3,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	12.993	8,1%	13.514	4,0%	14.055	4,0%	14.547	3,5%
Finanzverbindlichkeiten	10.276	56,1%	10.276	0,0%	10.276	0,0%	10.276	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	2.697	-18,5%	2.805	4,0%	2.917	4,0%	3.019	3,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	18.193	4,8%	18.923	4,0%	19.680	4,0%	20.368	3,5%
Verbindlichkeiten Finance Lease	294	10,8%	294	0,0%	294	0,0%	294	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindl.	9.154	-21,6%	9.521	4,0%	9.902	4,0%	10.249	3,5%
Summe Kurzfristige Schulden	59.132	4,8%	61.080	3,3%	63.100	3,3%	64.939	2,9%
Bilanzsumme	347.063	5,4%	370.387	6,7%	390.590	5,5%	409.894	4,9%

Quelle: Solventis Research, MediClin AG

MediClin: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
Umsatz	580.343,6	603.615,4	627.760,0	649.731,6	669.223,6	685.954,1	
Veränderung in %	4,5%	4,0%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	
EBITDA	43.193,9	26.487,4	47.993,7	50.088,2	52.115,1	53.367,9	
EBITDA-Marge	7,4%	4,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	
EBIT	24.023,5	5.915,4	26.993,7	28.588,2	30.115,1	30.867,9	
EBIT-Marge	4,1%	1,0%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	
NOPLAT	19.082,1	4.979,3	22.721,9	24.064,1	25.349,4	25.983,1	26.242,9
Reinvestment Rate	8,8%	241,2%	51,4%	45,5%	20,4%	16,8%	18,7%
FCFF	17.394,5	-7.031,7	11.042,0	13.125,4	20.185,9	21.626,1	416.108,0
WACC	5,21%	5,25%	5,29%	5,32%	5,35%	5,47%	6,13%
Kummuliertes WACC		105,25%	110,82%	116,71%	122,96%	129,69%	137,64%
Barwerte der FCFF		-6.680,8	9.964,1	11.245,8	16.416,4	16.675,8	302.327,1
Summe Barwerte FCFF	47.621,2						
Barwert Terminal Value	302.327,1						
in % des Unternehmenswertes	86,4%						
Wert des Unternehmens	349.948,3						
Netto-Finanzschulden	22.365,0						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	327.583,3						
Wert pro Aktie	6,90						

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **19.12.2017**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **quartalsweise**

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
6. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Ausichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.