

# Marseille-Kliniken AG



Bettenwachstum bringt erhebliche Skaleneffekte

Mittelfristig großes  
Kurspotenzial

## Executive Summary

**Demographie begünstigt Unternehmen der Gesundheitsbranche.** Die seit langem steigende Lebenserwartung in den westlich geprägten Industrieländern wird sich nach Einschätzung führender Forschungsinstitute wie DIW oder UNO dank der weiter verbesserten medizinischen Möglichkeiten in den kommenden Jahrzehnten weiter erhöhen. Die in Deutschland zusätzlich stattfindende Alterung der Gesellschaft führt zu einer deutlichen Zunahme der Zahl über 80-jähriger Personen als klassische Zielgruppe für die Inanspruchnahme von Pflegedienstleistungen.

**10.000 neue Betten jährlich erforderlich.** Um mit der Alterung unserer Gesellschaft Schritt halten zu können, ist laut Marktbeobachtern in den kommenden Jahrzehnten die Schaffung von 10.000 Betten pro Jahr nötig. Zusätzlicher Nachfragegedruck entsteht auch durch die Veränderungen in der Gesellschaftsstruktur. Die Familie, die sich früher um die Alten und Pflegebedürftigen kümmerte, wird zum Auslaufmodell, wodurch verstärkt professionelle Pflege nachgefragt wird.

**Erheblicher Investitionsbedarf kann nur durch private Anbieter gedeckt werden.** Die derzeitige stark verkrustete und von öffentlichen und gemeinnützigen Trägern geprägte Anbieterstruktur im Pflegebereich wird sich in Zukunft spürbar zu Gunsten der privaten Betreiber verschieben. Gründe dafür sind neben einem steigenden Kostendruck durch die immer weiter abnehmende Leistungsfähigkeit der Sozialkassen vor allem das erhebliche Wachstum und der damit einhergehende Investitionsbedarf in neue Betten. Diese Investitionen können dauerhaft nur von Unternehmen mit gutem Zugang zu den Finanzmärkten realisieren werden.

**Geschäftsbereich Reha hängt von Konjunkturbelebung ab.** Das Reha-Geschäft, in welchem Marseille-Kliniken ebenfalls aktiv ist, hängt im Gegensatz zur Pflege deutlich stärker an der Binnenkonjunktur. Während Indikationen wie Orthopädie, Kardiologie und Onkologie vergleichsweise stabil sind, liegt die Belegung der Betten bei psychosomatischen Indikationen deutlich unter dem Schnitt der vergangenen Jahre, was vor allem in Arbeitsplatzsorgen begründet ist. Mit einer positiven Entwicklung des Reha-Marktes ist darum erst mittelfristig zu rechnen.

**Marseille will am Marktwachstum aktiv teilnehmen.** Die Marseille-Kliniken AG hat sich zum Ziel gesetzt, dieses Wachstum aktiv mitzugestalten und die Bettenzahl in den nächsten drei Jahren von aktuell 7.500 auf 10.800 zu steigern. Dabei setzt man sowohl auf die Eröffnung neuer Häuser an interessanten Standorten als auch auf die Übernahme und die anschließende Optimierung bereits bestehender Einrichtungen, was eine Minimierung der Expansionsrisiken ermöglicht.

**Steigerung der Bettenzahl reduziert anteilige Zentralkosten.** Bei Erreichen der gesteckten Zielmarke können erhebliche Skaleneffekte realisiert werden, die zu überproportionalen Zuwächsen beim Ergebnis führen. Positiv zu werten sind die Bemühungen der Verwaltung, mittelfristig die langfristige Fremdverschuldung durch Wachstum über die Anmietung von Objekten sowie die Veräußerung eigener Immobilien durch Sale-and-Lease-Back Transaktionen zu verringern.

**Niedrige Bewertung eröffnet mittelfristig erhebliches Kurspotential.** Mit einem Kurs von 7,45 Euro ist die Marseille-Aktie angesichts eines 2002/03er KGV von 10,6 bzw. 7,6 bezogen auf die erwarteten Zahlen für das laufende Geschäftsjahr derzeit moderat bewertet. Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende von 0,40 Euro, die ebenso wie der Kurs in der Zukunft noch Spielraum nach oben haben dürfte, ergibt sich außerdem eine attraktive Dividendenrendite von 5,4 Prozent.

**Kurs 13.02.2004**  
7,45 Euro

**WKN**  
778 300

**Symbol**  
MKA

**Handelsplätze**  
Frankfurt, Xetra, Hamburg, Bremen, Berlin, Düsseldorf, Stuttgart, München

**Börsensegment**  
Amtlicher Markt  
(Prime Standard)

**Marktkapitalisierung**  
90,52 Mio. Euro

**Aktienzahl**  
12,15 Mio. Stückaktien

**Aktionärsstruktur**  
75% Familie Marseille  
25% Streubesitz

**Herausgeber:**  
[www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)

**Autor:**  
Alexander Langhorst

**Kontakt:**  
[info@gsc-research.de](mailto:info@gsc-research.de)

## 1.) Marktumfeld

### Gesundheitsmarkt als wichtige Säule unserer Volkswirtschaft



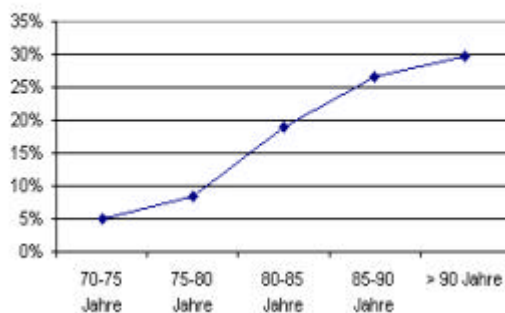
Mit einem Volumen von rund 226 Mrd. Euro oder 10,9 Prozent des Bruttoinlandsproduktes zählt der Gesundheitsmarkt zu den tragenden Säulen der deutschen Wirtschaft. Mit diesem Umfang rangiert die Branche damit noch vor dem allenthalben als sehr wichtig angesehenen Automobilmarkt.

Der für die Marseille-Kliniken relevante stationäre Gesundheitsmarkt mit einem Volumen von rund 81 Mrd. Euro gliedert sich auf in die Segmente Akutkrankenhäuser, Rehabilitation sowie Pflege. Mit rund 62 Prozent entfällt der weitaus größte Anteil dieses Marktes auf die Akutkrankenhäuser, gefolgt vom Pflegebereich mit einem knappen Drittel sowie der Rehabilitation mit dem verbleibenden Anteil. Marseille-Kliniken ist in den beiden letztgenannten Segmenten aktiv.

### Weiteres Wachstum in den kommenden Jahrzehnten zu erwarten

Durch die immer stärkere Alterung der Gesellschaft in Deutschland sowie die weiter zunehmende Lebenserwartung der Menschen ist in den kommenden Jahren mit stetig und vor allem deutlich steigenden Ausgaben für die Pflege älterer Menschen zu rechnen. Einer Erhebung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (kurz: DIW) zufolge wird die Anzahl pflegebedürftiger Menschen von 1,93 Mio. im Jahre 1999 auf etwa 2,94 Mio. im Jahre 2020 und 4,73 Mio. im Jahr 2050 steigen.

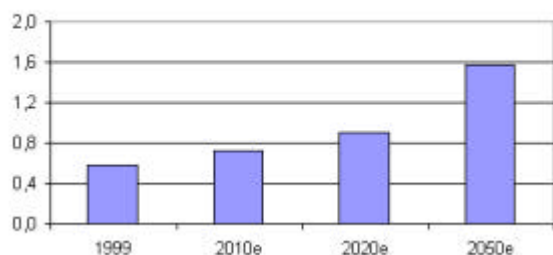
Der Anteil der pflegebedürftigen Menschen steigt mit zunehmendem Alter



Quelle: DIW-Studie 2001

Die Veränderungen in unserer Gesellschaft – insbesondere die seit Jahren stetig steigende Zahl von Single-Haushalten, nicht nur bei jüngeren Menschen – werden zu einer überproportionalen Zunahme des Anteils stationär aufzunehmender Personen führen.

Stationär pflegebedürftige Menschen (in Mio.)



Ausgehend von dieser Prämisse prognostiziert das DIW eine Zunahme bei den Heimbewohnern von rund 580.000 im Jahr 1999 auf etwa 1,57 Mio. im Jahr 2050. Dies entspricht einer Steigerung von 172 Prozent.

### Gesundheitspolitik wird Trend zum Heimplatz nicht bremsen (können)

Die in den vergangenen Monate alles überlagernde Diskussion über die langfristige Sicherung der Sozialsysteme in Deutschland beinhaltet auch einen Paradigmenwechsel im Bereich der Pflege. Die „Rürup-Kommission“ hat sich für eine Stärkung der ambulanten Pflege zu Lasten der stationären Einrichtungen ausgesprochen. Beweggrund für die Politik ist natürlich, dass eine ambulante Pflege der alten Menschen vor Ort – optimalerweise noch durch Angehörige, die hierfür auch eine erhöhte Aufwandsentschädigung erhalten sollen – unter dem Strich kostengünstiger für das Sozialsystem ist als die Einweisung in ein Pflegeheim.

Die Idee ist gut, in der Umsetzung sehen wir jedoch erhebliche Probleme: Zum einen wird die Beurteilung der Pflegebedürftigkeit und damit schlussendlich die Frage nach einer Heimunterbringung nach wie vor vom Arzt entschieden, zum anderen ist es aufgrund der zunehmenden Individualisierung der Gesellschaft vielfach rein praktisch nicht möglich, die Pflegebedürftigen durch Angehörige oder auf Dauer durch ambulante Pflegedienste zu betreuen.



Es steht daher zu erwarten, dass die Politik auch in diesem Bereich von der Realität eingeholt werden wird. Aus Sicht von GSC Research wird die jüngste Initiative der Politik vielleicht eine gewisse Verzögerung der Gesamtentwicklung bewirken, aufhalten oder gar umkehren wird man sie nicht können.

### **Diskussion über die Zukunft der Pflegeversicherung ...**

Im Rahmen der aktuellen Reformdiskussionen wurden außerdem Stimmen laut, die sich mit einer Reform der Leistungen der Pflegeversicherung beschäftigen. Ohne an dieser Stelle auf die im Umlauf befindlichen Konzepte der verschiedenen Kommissionen und deren Lösungsansätze im Detail einzugehen, soll an dieser Stelle exemplarisch dargestellt werden, wie derzeit die Kosten für die Heimunterbringung finanziert werden und wie sich dies in der Zukunft ändern könnte.

Derzeit wird etwa die Hälfte der Kosten von der Pflegeversicherung getragen, die Differenz muss der Pflegebedürftige entweder aus eigener Tasche (z.B. Rente oder Ersparnisse) finanzieren oder bekommt den erforderlichen Differenzbetrag vom Sozialamt hinzu. Künftig könnte sich bei Neu-Pflegebedürftigen, eine entsprechende Reform der Pflegeversicherung vorausgesetzt, der zu tragende Eigenanteil erhöhen.

### **... dürfte kaum Auswirkungen für Pflegeheimbetreiber haben**

Trotz der dadurch möglichen erheblichen Auswirkungen auf die privaten Vermögensverhältnisse der Betroffenen und ihrer Verwandten bzw. unterhaltsverpflichteten Personen wird sich jedoch nichts daran ändern, dass Menschen ab einem bestimmten Grad der Pflegebedürftigkeit (zumeist ab der sogenannten „Pflegestufe II“) dauerhaft in einem Heim untergebracht werden müssen.

Der Bedarf nach Pflegeplätzen ist daher weitgehend unabhängig von der Frage, ob sich die betroffene Person eine entsprechende Unterbringung leisten kann oder will. So problematisch dies für die Betroffenen unter finanziellen Gesichtspunkten ist, so unproblematisch ist diese Situation hingegen für den Heimbetreiber. Dem kann es ja letztlich egal sein, aus welchem Topf (Pflegeversicherung, Pflegebedürftiger oder Sozialamt) er sein Geld erhält.

Inwieweit von einer solchen Reform auch Menschen betroffen sein werden, die trotz einer grundsätzlich noch möglichen ambulanten Pflege schon im Heim wohnen, wird abzuwarten bleiben. Alles in allem wird auch durch eine solche Maßnahme lediglich eine Verlangsamung der Zuwachsraten bei der Heimunterbringung zu erreichen sein, denen die Heimbetreiber angesichts des Mangels an Pflegeplätzen insgesamt vergleichsweise gelassen gegenüberstehen können.

### **Prognose für den Reha-Bereich deutlich differenzierter**

Sind die langfristigen Aussichten im Bereich der Pflege ungebrochen positiv, so bietet sich im Segment der Rehabilitation ein zumindest sehr differenziert zu betrachtendes Bild. Zu unterscheiden ist im Gesamtsegment vor allem zwischen der sogenannten Anschlussheilbehandlung, die nach dem stationären Aufenthalt des Patienten in einem Akutkrankenhaus erfolgt, sowie anderen Formen der Rehabilitation vornehmlich im psychosomatischen Bereich.

## **Anschlussheilbehandlung profitiert von Einführung der Fallpauschalen**



Weiterhin positiv dürften sich in der Zukunft Einrichtungen und Kliniken entwickeln, die auf die Anschlussheilbehandlungen nach operativen Eingriffen spezialisiert sind. Diese Häuser profitieren vor allem von der Einführung der sogenannten Fallpauschalen oder DRGs (Diagnostic Related Groups) die dazu führen, dass die Patienten die Akutkrankenhäuser schneller verlassen als in der Vergangenheit, d.h. die Verweildauer in den Akuthäusern wird sich zugunsten der anschließenden Rehabilitation verkürzen.

Die Fallpauschalen sollen nach dem Willen der Gesundheitspolitik zu einer Kostenbegrenzung beitragen. Das Prinzip der DRGs ist denkbar einfach: Jeder möglichen Indikation wird ein pauschalierter Preis zugeordnet, der im Behandlungsfall vom Akutkrankenhaus abgerechnet werden kann. Im Gegensatz zu früher ist nun nicht mehr die Verweildauer des Patienten im Krankenhaus wesentliches Kriterien für den wirtschaftlichen Erfolg, sondern schlicht und ergreifend die Anzahl der behandelten Patienten.

Zudem muss das Akutkrankenhaus mit dem pauschalierten Betrag für die Behandlung auskommen. Budgetüberschreitungen, die in der Vergangenheit an der Tagesordnung waren, gehen künftig zu Lasten der Akuthäuser. Wenngleich eine flächendeckende Einführung der DRGs erst in einigen Jahren abgeschlossen sein wird, ist bereits jetzt feststellbar, dass die Patienten zunehmend früher in die Rehabilitationseinrichtungen überwiesen werden.

## **Medizinischer Wandel macht Reha bei bestimmten Krankheiten überflüssig**

Trotz der insgesamt positiven Prognose für das Segment Anschlussheilbehandlung darf jedoch der medizinische Fortschritt in den vergangenen Jahren nicht außer acht gelassen werden. Die Verbesserung von Behandlungsmöglichkeiten sowie neue Techniken haben dazu geführt, dass bei einer ganzen Reihe von Krankheitsbildern, in denen früher größere Operationen unausweichlich waren inzwischen sehr viel schonendere Verfahren zur Verfügung stehen.

Ein Paradebeispiel hierfür ist die Kardiologie. War vor einigen Jahren bei einem Herzinfarkt zumeist eine Operation nötig, um die verstopften Blutgefäße zu behandeln, erfolgt dies heute über eine Sonde, die durch einen kleinen Schnitt in den Körper eingeführt wird und mittels eines „Ballons“ die entsprechenden Gefäße weitet. Für einen derartigen Eingriff ist heute entsprechend meist nur ein vergleichsweise kurzer Krankenhausaufenthalt erforderlich. Diese Gruppe von Patienten fällt im weiteren Verlauf in der Reha ebenfalls weg.

Ähnliche Entwicklungen sind auch aus dem Bereich der Orthopädie zu nennen, in denen der Trend immer stärker in Richtung ambulanter Operationen und im Anschluss daran ambulanter Rehabilitation geht.

## **...psychosomatische Indikationen sind hingegen konjunkturanfällig**

Eine erhöhte Anfälligkeit für konjunkturelle Schwankungen ist bei der Nachfrage nach Leistungen bei psychosomatischen Indikationen festzustellen. Während des in den vergangenen eineinhalb Jahren sehr schlechten gesamtwirtschaftlichen Umfeld war vielerorts feststellbar, dass Patienten trotz positivem Bescheid für die Maßnahme seitens Krankenkasse oder Rentenversicherungsträgers aus Angst vor einem möglichen Arbeitsplatzverlust ihre RehaMaßnahme nicht antraten.

Erfahrungswerte der Vergangenheit besagen, dass dieser Trend erst bei einer Festigung der wirtschaftlichen Lage und damit einer abnehmenden Sorge um den eigenen Arbeitsplatz gebrochen werden kann. Betreiber von Reha-Kliniken werden entsprechend nur bei einem nachhaltig stabilen Arbeitsmarktumfeld hohe Auslastungsgrade erzielen.

## Privatisierungsdruck durch Subvention von Investitionen verzögert

Die beschriebenen Entwicklungen im Gesundheitsmarkt werden in der Zukunft zu einer deutlichen Verschärfung des Wettbewerbsumfeldes zwischen den einzelnen Anbietern führen. Im Vorteil sind daher klar jene Marktteilnehmer, die besonders wirtschaftlich agieren können.

Derzeit ist das deutsche Gesundheitssystem noch sehr stark von den Einrichtungen der öffentlichen Hand sowie kirchlicher und sonstiger gemeinnütziger Träger geprägt. Die privaten Betreiber sind mit einem Anteil von lediglich 36 Prozent bislang deutlich in der Minderzahl.

Trägerschaft bei Pflegeeinrichtungen



Quelle: Bundesamt für Gesundheit und Soziale Sicherung, 2003

Der vergleichsweise gute Erfolg dieser „öffentlichen Einrichtungen“ in der Vergangenheit ist vor allem dadurch zu erklären, dass die Träger bei den Investitionen von den Gebietskörperschaften massiv unterstützt wurden und diese im Gegensatz zur privaten Konkurrenz daher nur in sehr geringem Umfang auf die Pflegesätze umlegen mussten. In der Zukunft wird dieser Vorteil entfallen und die öffentlichen oder gemeinnützigen Häuser dazu zwingen, die gesamten Investitionskosten auf die Bewohner und damit die Pflegesätze umzulegen.

## Private Anbieter wirtschaften wesentlich effizienter

Marktbeobachter gehen davon aus, dass der gegenwärtige Kostenvorteil der privaten Betreiber gegenüber öffentlichen und gemeinnützigen Trägern zwischen 20 und 30 Prozent liegt – und das, obwohl die privaten Anbieter seit je her ihre Investitionskosten in vollem Umfang in den Pflegesätzen berücksichtigen. Im Wesentlichen resultieren diese Kostenunterschiede aus zwei Aspekten: erhöhte Flexibilität der Strukturen und konsequente Nutzung von Skaleneffekten.

Mit erhöhter Flexibilität ist beispielsweise gemeint, dass ein privater Anbieter sehr genau darauf achtet, welche Dienstleistungen er mit eigenem Personal erledigt und welche Bereiche sinnvoll outgesourct werden können, um Kosten- und möglicherweise auch Qualitätsvorteile zu erzielen. Ein weiterer Punkt ist eine individualisiertere Vergütung der Mitarbeiter, die gemäß ihrer Qualifikation nach branchenüblichen Tarifen und nicht nach dem einheitlichen Bundesangestelltentarif (BAT) vergütet werden. In öffentlichen Einrichtungen verdienen Hausmeister oft genauso viel wie Pflege-Fachkräfte.

Der zweite wichtige Bereich ist die konsequente Nutzung von Skaleneffekten, die insbesondere von den größeren privaten Anbietern in den letzten Jahren betrieben wurde, und zu entsprechenden Vorteilen im Einkauf, bei der Verwaltung und in anderen Bereichen führten. Die Nutzung von Skaleneffekten ist natürlich in hohem Maße abhängig von der jeweiligen Unternehmensgröße und kann nicht allgemeingültig und in vollem Umfang auf alle privaten Anbieter übertragen werden.

Dennoch sind selbst kleine private Anbieter auf diesem Gebiet oft deutlich weiter fortgeschritten als öffentliche oder gemeinnützige Häuser, die vielfach dazu angehalten werden, ihre externen Dienstleistungen bei Anbietern aus dem Umfeld ihrer Träger zu beziehen, auch wenn damit kein optimales Preis-Leistungs-Verhältnis erzielt werden kann.



**Erfolgsfaktor: Wer bietet die höchste Lebensqualität für's gleiche Geld?**

Die Kostenvorteile bei professionell geführten Einrichtungen werden sich in der Zukunft sehr viel stärker am Markt auswirken und ihre Wirkung bei der Auswahl der Pflegeeinrichtung entfalten. In der Regel wird nämlich der Pflegeplatz von den Angehörigen des Pflegebedürftigen ausgewählt. Dabei spielen Faktoren wie Atmosphäre, Attraktivität der Räumlichkeiten und Höhe der eigenen Zuzahlungen (zusätzlich zur Erstattung der Pflegekasse) eine sehr wichtige Rolle.

Nur jene Einrichtungen, die hier mithalten können und aufgrund effizienter Strukturen dazu in der Lage sind, ein attraktives Preis-Leistungs-Verhältnis anzubieten, werden sich am Markt dauerhaft und auch betriebswirtschaftlich erfolgreich behaupten können.



## 2.) Erwartete Entwicklungen im Marktumfeld



### **Privatisierungsnotwendigkeit zwischenzeitlich erkannt, Ängste und Vorurteilen bremsen die Umsetzung jedoch**

Wenngleich sich inzwischen nicht nur bei Branchenbeobachtern sondern auch in der Politik und Teilen der Öffentlichkeit die Notwendigkeit der Privatisierung von Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen herumgesprochen hat – und durch die immer klammere Kassenlage der Städte und Gemeinden zusätzlich vorangetrieben wird – ist diese nicht ohne zum Teil erhebliche Widerstände durchzusetzen.

Hauptproblem bei der Privatisierung der öffentlichen Einrichtung ist, dass diese von den Verantwortlichen in Politik und Verwaltung meist nur als „allerletzter Ausweg“ gesehen wird. Vielfach fürchten die handelnden Personen die schnell aufkommende Diskussion, dass die Gesundheitsversorgung der Menschen nicht vom Gewinninteresse privater Unternehmen und ihrer Aktionäre abhängen dürfe.

Dass genau diese Einstellung und damit der Versuch, jeglichen Wettbewerb aus dem Gesundheitssystem herauszuhalten, erheblich mit dazu beiträgt, dass die Kosten für Sozialversicherungssysteme und öffentliche Kassen immer weiter zunehmen, kommt in der meist sehr emotional geführten Diskussion zu kurz.

### **Privatisierung erfordert eine Perspektive für den Erwerber**

Zudem streben Politik und andere Gruppen wie z.B. Gewerkschaften an, dass sich auch nach einer Übernahme der Einrichtung durch einen privaten Betreiber möglichst wenig an den bisherigen Strukturen ändert. Dies ist zwar aus Sicht der Betroffenen nachvollziehbar, führt im Ergebnis aber dazu, dass mit der Privatisierung der Versuch unternommen wird, Verlustbringer zu privatisieren, ohne die für die Defizite verantwortlichen Strukturen zu verändern.

Es muss jedoch allen Beteiligten klar sein, dass sich nur dann ein privater Betreiber finden lässt, wenn dieser eine Perspektive sieht, die Einrichtung betriebswirtschaftlich erfolgreich zu betreiben. Insbesondere bei den von der öffentlichen Hand betriebenen Häusern ist sowohl die mentale Barriere der Mitarbeiter gegenüber wirtschaftlichen Notwendigkeiten wie auch die Absicherung derselben durch Tarifverträge und sonstige Vereinbarungen stark ausgeprägt, was eine Übernahme für einen privaten Investor sehr erschwert und insgesamt oft wenig sinnvoll macht.

Ein weiterer bremsender Faktor ist der Umstand, dass aktuell nur eine sehr geringe Bereitschaft erkennbar ist, Kapital für Sozialimmobilien zur Verfügung zu stellen. Hauptursachen hierfür sind Verluste mit Immobilienkrediten generell und schlechte Erfahrungen speziell mit schwarzen Schafen bei Sozial-Immobilien. Nur wenige Banken besitzen hierzu Know-how und engagieren sich in diesem Bereich.

### **Wenige erfolgreiche große Privatisierungen stehen etliche spektakuläre Negativbeispiele gescheiterter Privatunternehmen gegenüber**

Große Sprünge bei den Privatisierungen sind selten, private Anbieter wachsen eher durch eigene Neueröffnungen. Die bislang größte Privatisierung eines öffentlichen Krankenhauses war vor einigen Monaten der Verkauf des Landesbetriebs Krankenhäuser (LBK) der Stadt Hamburg an die private Klinikette Asklepios.

Bei LBK handelt es sich nach eigenen Angaben um eines der größten Gesundheitsunternehmen Europas. In insgesamt sieben Krankenhäusern sowie mehr als 20 Serviceeinheiten und Tochtergesellschaften sind 12.400 Beschäftigten tätig. In mehr als 100 medizinischen Fachabteilungen und Zentren werden jährlich mehr als 400.000 Patientinnen und Patienten durch die LBK versorgt.

Spektakuläre Firmenzusammenbrüche insbesondere im Bereich der stationären Pflege erschweren die Diskussion über eine Privatisierung von Einrichtungen zusätzlich. Bei genauerer Betrachtung dieser Fälle wird schnell klar, warum die betroffenen Einrichtungen und Träger mit ihrem Geschäftsmodell zum Scheitern verurteilt waren.



Wesentlicher Grund war die 1996 umgesetzte Einführung sogenannter dreigeteilter Pflegesätze. D.h. die Gesamtkosten für die Heimunterbringung werden aufgeschlüsselt in Pflegekosten (Summe der erbrachten Pflegeleistungen), Kosten für Unterkunft und Verpflegung (z.B. Mahlzeiten, Zimmerreinigung, sonstige Serviceleistungen) sowie Investitionskosten.

### **Überhöhte Mietverpflichtungen als Existenzrisiko**

Im konkreten Fall der früher am Neuen Markt notierten **Refugium AG** führte diese Dreiteilung dazu, dass der Investitionskostenanteil aus den Pflegesätzen nicht ausreichte, um die fälligen Pachten für die Pflegeheime zu zahlen. Die entstandenen Mietrückstände gegenüber der Eigentümergesellschaft der Immobilien führte im Jahr 2001 schließlich zur Insolvenz des Unternehmens. Die Gründe für die hohen Mietniveaus liegen in der Historie einer ganzen Reihe von Objekten begründet, die schlicht und ergreifend zu teuer errichtet wurden.

Einige Initiatoren derartiger Objekte gingen, da am Markt kein Mieter gefunden werden konnte, im weiteren Verlauf dazu über, selbst Betreibergesellschaften zu gründen, um eine Auslastung ihrer Objekte zu erreichen und regelmäßige Einnahmen zu generieren. Kennzeichen solcher Betreibergesellschaften war und ist, dass sie hauptsächlich dem Interesse der Immobilienbesitzer (häufig geschlossene Immobilienfonds) verpflichtet sind und die Zahlung der Mieten wichtiger ist als der wirtschaftlich erfolgreiche Pflegebetrieb.

Ebenfalls durch überhöhte Mietverpflichtungen in ihren Objekten und dadurch anhaltende Defiziten im Zahlenwerk gerieten der Deutsche Orden, Dr. Hanne/KBN, Rentaco sowie zuletzt Pro Seniore, Marktführer unter den privaten Pflegeheimbetreibern, in existenzielle Schwierigkeiten.

### **An Privatisierungen führt auf Dauer kein Weg vorbei**

Der kleine Exkurs zu den möglichen Schwierigkeiten bei einer Privatisierung und den auch bei einigen privaten Marktteilnehmern vorhandenen Problemen zeigt, dass eine Privatisierung allein sicherlich nicht das Allheilmittel ist, als das es gern in der Diskussion bezeichnet wird. Dennoch erreicht trotz einiger Probleme der privaten Pflegeeinrichtungen die große Mehrzahl heute – auch unter Einbeziehung der Investitionskostenanteile – zumindest ausgeglichene Ergebnisse.

Genau dies wird jedoch dazu führen, dass der Wettbewerb in den einzelnen Segmenten der Kliniken und Pflegeeinrichtungen künftig weiter zunehmen wird. Daher werden auf Dauer nur betriebswirtschaftlich erfolgreiche und nicht von massiven öffentlichen Zuschüssen abhängige Anbieter am Markt überleben. Dies wird zu Zusammenschlüssen und Übernahmen von Anbietern aus den drei Bereichen untereinander, aber auch bereichs-übergreifend führen.

Allerdings wird man sich auch daran gewöhnen müssen, in der Zukunft öfter von Insolvenzen einzelner Krankenhäuser oder Betreiber zu erfahren. Betroffen sein werden vor allem Häuser, die in hohem Maße von Zuschüssen abhängen und dem Sparzwang der öffentlichen Haushalte zum Opfer fallen. Wie Beispiele zeigen, ist die Insolvenz solcher Anbieter aber nicht nur für den Markt insgesamt positiv, sondern ermöglicht den betroffenen Einrichtungen dringend nötige und zuvor nicht durchsetzbare Strukturreformen und damit eine neue Chance für die Zukunft, teilweise auch durch den Einstieg von privaten Klinikbetreibern oder einer Kette.



### 3.) Die Marseille-Kliniken AG



#### Nach 20 Jahren Wachstum heute einer der größten privaten Anbieter von Pflegeheimen in Deutschland

Die Geschichte der Marseille-Kliniken AG reicht bis in das Jahr 1897 zurück. Damals wurde die Gesellschaft unter dem Namen „Tonwaren-Industrie Wiesloch GmbH“ gegründet und im Jahre 1900 in eine Aktiengesellschaft (kurz: TIW AG) umgewandelt. Geschäftlich war man seinerzeit, wie bereits der Name vermuten lässt, noch nicht im Gesundheitsbereich, sondern in Produktion von Dachziegeln und ähnlichen Produkten tätig.

Völlig unabhängig von der TIW AG gründeten im Jahre 1984 die Brüder Theo und Ulrich Marseille in Langen den ersten Seniorenwohnpark, dem in den folgenden Jahren weitere folgten. Ein wichtiger Schritt in der Unternehmenshistorie war die Expansion der damals unter dem Namen „Marseille-Kliniken GmbH“ agierenden Unternehmensgruppe in die neuen Bundesländer im Jahre 1991. Die Wege der Klinikgruppe und der TIW AG kreuzen sich erst 1994, als Marseille-Kliniken die Aktienmehrheit der in der Zwischenzeit zu einem Börsenmantel gewordenen TIW AG übernimmt und nach Einbringung der wesentlichen operativen Aktivitäten als Marseille-Kliniken AG firmiert.

Nach Übernahme der Mehrheit an der Karlsruher-Sanatorium-AG (KASANAG) im Februar 1996 erfolgte im gleichen Jahr der Börsengang des Unternehmens. Seinerzeit war die Marseille-Kliniken AG damit das einzige börsennotierte Unternehmen im Bereich der Seniorenpflege. Im Jahr 1999 wurde die Aktie in den SDAX aufgenommen. Nach der Neueinteilung der Indexlandschaft im letzten Jahr ist die Marseille-Kliniken AG heute im Prime Standard Classic gelistet.

#### Segment Pflege ist erklärtes Kerngeschäft

Im Wesentlichen ist die Marseille-Kliniken AG in den beiden Segmenten Pflege und Reha aktiv, wobei der Anteil des Geschäftsbereiches Pflege an der Gesamtleistung des Konzerns mit etwa 75 Prozent den Hauptanteil ausmacht und somit das Kerngeschäft repräsentiert. In der Folge soll daher zunächst dieser für die Beurteilung der Marseille-Kliniken-Aktie wichtigste Geschäftsbereich näher vorgestellt werden.

Aktuell betreibt der Marseille-Konzern 47 Pflegeheime und Senioren-Wohnparks mit 5.683 Betten. Das Angebot in diesem Segment reicht dabei von der ambulanten Pflege über Kurzzeit- und Tagespflege bis hin zur stationären Pflege. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurde im Bereich Pflege ein Umsatz von 128,3 Mio. Euro erwirtschaftet und damit das Geschäftsvolumen seit dem Geschäftsjahr 1997/98 um nahezu 50 Prozent ausgeweitet.

Segment Pflege	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	87,8	98,8	105,4	114,9	128,3
<b>Mitarbeiter</b>	1.391	1.491	1.690	1.883	2.105
<b>Standorte</b>	33	35	37	39	46
<b>Bettenzahl</b>	4.192	4.165	4.453	4.736	5.460
<b>Auslastung</b>	92,8%	92,9%	94,9%	96,9%	95,4%

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

### Umsatzwachstum durch Neueröffnungen und Zukäufe



Das deutliche Wachstum der vergangenen Jahre resultiert neben einer kontinuierlichen Verbesserung des Auslastungsgrades vor allem durch die steigende Anzahl betriebener Einrichtungen. Im Schnitt kamen in den letzten Jahren 2 bis 3 neue Häuser pro Geschäftsjahr hinzu.

Dabei verfolgt Marseille-Kliniken die Strategie, sowohl Häuser neu zu eröffnen wie auch bereits am Markt befindliche Einrichtungen zu übernehmen. Durch diese zweigleisige Strategie werden die möglichen Risiken aus dem Wachstum deutlich abgedeckt und auf Konzernebene insgesamt sehr hohe Auslastungsquoten und entsprechend deutlich positive Ergebnisse sichergestellt.

Bei einem Wachstum ausschließlich über den Bau und die Eröffnung neuer Standorte bestünde ein erhebliches Risiko darin, in einem überschaubaren Zeitraum einen Auslastungsgrad zu erreichen, der zumindest einen kostendeckenden Betrieb ermöglicht. Im Regelfall schreibt ein neu eröffnetes Haus in den ersten 12 bis 18 Monaten noch Verluste, da die Belegungsquote nicht ausreicht, um den weitgehend fixen Kostenblock abzudecken.

Auch ein rein externes Wachstum ist nicht risikolos möglich. Entscheidend bei der Übernahme bereits bestehender Häuser ist eine genaue Due-Diligence-Prüfung bei den Akquisitionskandidaten, um keine unkalkulierbaren Risiken einzukaufen. Im Regelfall ist aber davon auszugehen, dass sich in einem relativ überschaubaren Zeitraum mit begrenztem Einsatz von Kapital und Management-Kapazität deutliche Verbesserungen der betriebswirtschaftlichen Daten erzielen lassen.

Wichtige und schnell umsetzbare Maßnahmen sind beispielsweise eine Verbesserung der Auslastung, die Realisierung von Synergien durch die Einbindung in die Marseille-Gruppe sowie die Ausschöpfung möglicher Outsourcing-Potentiale. Bei Maßnahmen im Bereich des Personals und der Zuordnung zu den jeweils branchenüblichen Tarifen ist dagegen mit einem Vorlauf von bis zu einem Jahr zu rechnen.

### Umsatzvolumen soll sich in den nächsten drei Jahren verdoppeln

Das Wachstumstempo der vergangenen Jahre soll sich bis zum Geschäftsjahr 2005/2006 deutlich beschleunigen. Auf Basis der aktuellen Unternehmensplanung soll das Geschäft im Pflegebereich in den nächsten drei Geschäftsjahren deutlich ausgeweitet werden und sich gegenüber den Werten von 2002/03 fast verdoppeln.

Segment Pflege	2003/04e	2004/05e	2005/06e
Umsatz (Mio. Euro)	155,3	216,0	259,1
Bettenzahl	6.285	7.964	9.064

Quelle: Plandaten der Marseille-Kliniken AG

Erreicht werden soll das Wachstum wiederum in einer Kombinationsstrategie aus organischem und anorganischem Wachstum. Auf Grundlage der bereits jetzt in Planung und Umsetzung befindlichen Neubauten von Pflegeheimen ist in diesem Zeitraum die Inbetriebnahme von rund 1.000 Betten gesichert.

Neben diesem organischen Wachstumsprozess plant Marseille-Kliniken zusätzlich die Übernahme von Häusern anderer Betreiber. Dabei kommen nicht nur Einrichtungen privater Träger, sondern auch die Übernahme von Häusern aus öffentlicher oder gemeinnütziger Trägerschaft in Betracht. Beispielhaft ist die Übernahme von ehemaligen Refugium-Häusern vor gut einem Jahr.

Bei Umsetzung dieser durchaus als ambitioniert zu betrachtenden Wachstumsplanung ist es der Marseille-Kliniken AG nicht nur möglich, eine flächendeckende Präsenz im gesamten Bundesgebiet zu erreichen, sondern auch das angestrebte Ziel der Marktführerschaft im Bereich der privatwirtschaftlich organisierten stationären Altenpflege zu erlangen.



### **Zielsetzungen bei näherer Betrachtung durchaus plausibel**

Auf den ersten Blick erscheint der erhebliche Umsatz- und Ergebniszuwachs im Bereich Pflege von rund 155 Mio. Euro im laufenden auf über 216 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2004/05 als sehr ambitioniert. Erst bei näherer Betrachtung der verschiedenen Faktoren, die zu diesem Zuwachs führen sollen, erschließt sich die Plausibilität und die Erreichbarkeit dieser Vorgabe.

Zum einen basiert der kräftige Anstieg auf der im laufenden Geschäftsjahr erfolgenden Ausweitung der Bettenzahl auf einem Zielwert von 6.285, die sich, zumindest was die neuen Einrichtungen betrifft erst im kommenden Jahr im Umsatz und Ergebnis auswirken werden und so zu einem Basiseffekt führen.

Zu beachten ist dabei, dass die Erhöhung der Bettenzahl im laufenden Jahr gemäß der Strategie, je zur Hälfte über die Eröffnung neuer Häuser und durch Übernahmen zu wachsen, einen zeitnahen Zukauf bereits bestehender Einrichtungen erfordert. Gelingt dies, ergibt sich – im Gegensatz zu neuen Einrichtungen – ein sofortiger Umsatz- und mit etwas Nachlauf auch Ergebniszuwachs. Bezogen auf die Umsatz- und Ertragsqualität erreichen übernommene Häuser in der Regel nach etwa einem Jahr das Konzernniveau.

Auf der Ergebnisseite führt allein schon das erwartete Wachstum bei den Bettenkapazitäten im laufenden Geschäftsjahr die in 2004/05 bereits zu einer Ergebnisverbesserung von rund 2,4 Mio. Euro. Hinzu kommen Einsparungen aus dem Wegfall von Stellen in der Verwaltung, was zu einer jährlichen Kostenentlastung von 1 Mio. Euro führt, zum anderen um die Einsparung von einer weiteren Million Euro jährlich durch die Vergabe des gesamten Facility-Managements an einen externen Dienstleister.

### **Hohe qualitative Standards und leistungsfähige Software als Erfolgsgarant**

Erklärtes Ziel der Marseille-Kliniken AG ist es, sich von der breiten Masse der Angebote im Bereich der Pflege abzuheben. Daher bemüht man sich, Pflegeeinrichtungen zu betreiben, die vom Komfort-Level her mit einem guten Hotel vergleichbar sind. So zählen Einzelzimmer mit separatem Bad und begrünte Innenhöfe zum gefahrlosen Spazieren zur Standardausstattung. Auf Wunsch und je nach Geldbeutel sind zusätzliche „Upgrades“ möglich.

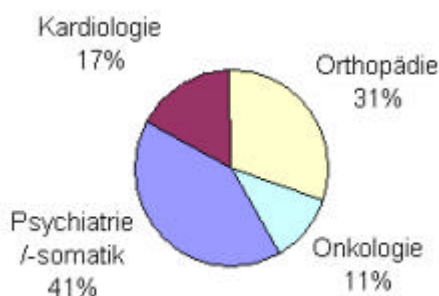
Vergleichbare qualitative Anforderungen stellt das Unternehmen im Bereich der Organisation des Konzerns auch an sich selbst. Das Rückgrat bildet dabei eine leistungsfähige und konzerneinheitliche Softwarestruktur auf Basis des SAP/R3-Systems, die in allen Häusern des Konzerns implementiert ist. Damit können die unabhängig von einander geführten Einrichtungen zentral gesteuert und einer permanenten betriebswirtschaftlichen Kontrolle unterzogen werden. Hierdurch ergibt sich nicht nur die Möglichkeit, bei Fehlentwicklungen sehr zeitnah gegen zu steuern, es entstehen auch deutliche Effizienzvorteile im Verwaltungsbereich.

Der jetzige Ausbaustatus des Softwaresystems ist bereits auf das geplante deutliche Wachstum der Marseille-Kliniken AG in den kommenden Jahren ausgelegt. Daher ist auch auf mittlere Sicht nicht mit außergewöhnlich hohen Belastungen in diesem Bereich zu rechnen.

## Segment Reha hat mit schwierigem Umfeld zu kämpfen

Im zweiten Geschäftsfeld, den Rehabilitationskliniken, ist Marseille-Kliniken mit zuletzt 11 Einrichtungen mit insgesamt 1.772 Betten vertreten. Zur medizinischen Angebotspalette gehören dabei Behandlungsangebote für alle wichtigen Indikationsgebiete wie Psychiatrie und Psychosomatik, Kardiologie, Orthopädie sowie Onkologie. Darüber hinaus gibt es Spezialangebote in den Segmenten Dermatologie und Dialyse, die besonders attraktive Wachstumsperspektiven aufweisen.

### Anteil Pflegebetten nach Indikation



Quelle: Marseille-Klinken AG

Der Bereich Reha leidet nach wie vor unter den Folgen der sogenannten Reha-Krise des Jahres 1997, die seinerzeit durch die dritte Stufe der Gesundheitsreform des damaligen Ministers Horst Seehofer ausgelöst wurde. Zielsetzung der damaligen Maßnahme war, durch Einschränkungen im Leistungskatalog und die Einführung der Patientenselbstbeteiligung die knapp gefüllten Sozialkassen zu entlasten.

Besonders betroffen von den Änderungen war der Bereich der Rehabilitation. Im Vergleich zum Jahr 1995, also vor der Reform, musste ein Rückgang bei den bewilligten Reha-Maßnahmen um über 40 Prozent hingenommen werden. Durch den massiven Wegfall von Geschäft und die entstandenen Überkapazitäten fand eine spürbare Bereinigung des Marktes auf der Anbieterseite durch Zusammenschlüsse oder Ausscheiden aus dem Markt statt.

Die Auswirkungen dieser Entwicklung sowie die weiterhin schlechte Kassenlage der Sozialkassen bekamen die Reha-Anbieter auch in den vergangenen Jahren weiter zu spüren. Dies lässt sich auch in den nachfolgend genannten Segment-Zahlen des Marseille-Kliniken-Konzerns ablesen.

Segment Reha	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	49,2	54,4	62,7	66	62
<b>Mitarbeiter</b>	691	653	706	764	790
<b>Standorte</b>	10	10	11	11	11
<b>Bettenzahl</b>	1.632	1.632	1.801	1.801	1.801
<b>Auslastung</b>	72,0%	82,9%	89,2%	88,1%	83,0%

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

## Anhaltend schwieriges Umfeld spricht für Rückzug durch Verkauf

Ausgehend von diesem Marktumfeld plant Marseille-Kliniken keinen weiteren Ausbau des Segments Rehabilitation. Wenngleich die Rahmenbedingungen durch die Einführung der Fallpauschalen und die erwartete kürzere Verweildauer der Patienten in den Akutkliniken etwas besser sind als in der Vergangenheit, ist in diesem Markt insgesamt nur mit einem moderaten Wachstum zu rechnen.

Ein ebenfalls nicht zu vernachlässigender Faktor ist, dass das Reha-Geschäft, wie im einleitenden Kapitel bereits näher dargelegt, bei den psychosomatischen Indikationen eine im Vergleich zum Pflegebereich wesentlich höhere Konjunkturanfälligkeit aufweist, die auch für das laufende Geschäftsjahr ein weiterhin eher durchwachsendes Geschäft erwarten lässt.



Im Bereich der anderen Indikationen, die weniger konjunktursensitiv sind, konnte die Auslastung in den vergangenen Monaten durch eine Intensivierung der Zusammenarbeit mit Akutkliniken auf einem guten Niveau gehalten werden. In einem Einzelfall sollen in einer bestehenden Reha-Klinik Kapazitäten umgewidmet und die Einrichtung in eine Vorsorge-Klinik für ältere Menschen umgewandelt werden.

Auslösender Faktor für diese Maßnahme war, dass die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte (BfA) in einem benachbarten Ort eine eigene Reha-Klinik errichtet und der Marseille-Kliniken AG signalisiert hat, dass künftig vorrangig die eigenen Kapazitäten belegt werden sollen. Daher stand zu erwarten, dass die Auslastung bei Marseille-Kliniken deutlich zurückgehen würde. Bei dieser Umwandlung handelt es sich jedoch um einen Einzelfall, der keine Vorbildfunktion für den Gesamtkonzern besitzt.

Die Verwaltung beabsichtigt weiterhin, wie bereits in der Vergangenheit mehrfach kommuniziert, sich mittelfristig komplett aus diesem Geschäft zurückzuziehen und die im Unternehmen befindlichen Kliniken zu veräußern bzw. in eine Partnerschaft mit einem anderen Unternehmen einzubringen. Ein konkreter Termin hierfür kann aus heutiger Sicht noch nicht genannt werden. Es steht jedoch zu erwarten, dass die für das laufende Geschäftsjahr geplante schwarze Null die Bemühungen tendenziell positiv beeinflussen dürfte.

### **Handlungsbedarf bei Verbindlichkeiten wurde erkannt**

Optimierungspotenzial besteht bei der Marseille-Kliniken AG im Bereich der langfristigen Verschuldung. Diese resultiert im Wesentlichen aus der Finanzierung der im Konzernbesitz befindlichen eigenen Klinik- und Pflegeheimimmobilien sowie der Akquisition der KASANAG-Gruppe in den 90er Jahren. Derzeit sind rund 70 Prozent der für das operative Pflege- und Reha-Geschäft erforderlichen Flächen im Eigenbesitz und führen naturgemäß zu einer Belastung der Bilanz.

In den folgenden Kapiteln wollen wir zunächst einmal grundsätzlich der Frage nachgehen, welche Vor- und Nachteile mit angemieteten oder geleasteten Immobilien verbunden sind, die von vielen Beobachtern und Analysten immer als Lösung angeführt werden, um die Bilanz von den Finanzierungskosten zu entlasten.

### **Exkurs: Vor- und Nachteile angemieteter Immobilien**

Weit verbreitet ist die Ansicht, dass sich ein Pflegeheimbetreiber wie beispielsweise die Marseille-Kliniken AG auf das operative Geschäft – will meinen: den operativen Betrieb der Einrichtungen – konzentrieren sollte. Hauptargument der Anhänger dieser These ist, dass eigene Immobilien lediglich die Bilanz aufblähen und die hierfür aufzunehmenden Verbindlichkeiten nicht nur die Kennzahlen negativ beeinflussen, sondern auch die finanziellen Spielräume des Unternehmens einengen.

### **Anmietung schont zwar die Bilanz, ist aber nicht zum „Nulltarif“ zu haben**

Für diese These spricht natürlich, dass eine angemietete Immobilie beim Pflegeheimbetreiber während der Errichtungsphase keinerlei Man-Power bindet und zudem die Finanzierung die Bilanz nicht belastet.

Diese Vorteile gibt es natürlich auf dem freien Markt nicht zum „Nulltarif“. Bei der Anmietung von Objekten ist immer zu beachten, dass die Verträge in der Regel sehr lange Vertragslaufzeiten von bis zu 20 Jahren haben, da die Nutzbarkeit einer Klinik- oder Pflegeheimimmobilie für andere Zwecke nur eingeschränkt gegeben ist und der Investor seine Investition natürlich weitestmöglich absichern will.



Einen weiteren Absicherungsfaktor stellt die Indexierung der Mieten dar, die zu einem jährlichen Anstieg derselben führt und sich damit im Laufe der Zeit analog zur Inflationsrate entwickelt. Standard ist in der Regel auch, dass der Mieter im Rahmen des Vertragswerkes dazu verpflichtet wird, erforderliche Instandsetzungsmaßnahmen durchzuführen und so den Vermieter und Immobilienbesitzer weitgehend von den damit verbundenen Risiken befreit.

Mögliche Schwierigkeiten bei Veränderung der internen Abläufe, die eine Anpassung der Räumlichkeiten erfordern, sollen an dieser Stelle nicht näher erörtert werden. Im Grundsatz muss jedoch davon ausgegangen werden, dass diese eventuell zu Diskussionen mit dem Vermieter führen und die Umsetzung verzögern.

### **Anmietung kostengünstiger als Finanzierung?**

Diese Frage muss wohl mit einem klaren „Nein“ beantwortet werden. Dieses Nein ergibt sich aus den geschilderten Umständen und den speziellen Anforderungen an eine Klinikimmobilie, die in die Gruppe der Spezialimmobilien einzuordnen ist und am Markt anderweitig kaum vermietbar sein dürfte. Im zu entrichtenden Mietzins sind natürlich sämtliche Finanzierungsaufwendungen des Immobilienbesitzers enthalten – zuzüglich eines Aufschlages, der ebenfalls marktüblich und zu erwarten ist, da ja auch der Vermieter profitabel arbeiten möchte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der einzige nennenswerte Vorteil der Anmietung von Objekten sowie dem „Sale-and-Lease-Back“ darin beruht, dass der Mieter die Pflegeheime nicht in seiner Bilanz durch die Aufnahme von Fremdkapital finanzieren muss und damit die langfristige Verschuldung gemindert werden kann.

### **Welche Verschuldungskennzahl ist am aussagekräftigsten?**

Ausgehend von der zuvor angestellten Überlegung muss erörtert werden, welche Kennzahl zur Beurteilung der Verschuldung von Klinikbetreibern am sinnvollsten ist. Der Vergleich der Fremdkapitalquote bezogen auf die Gesamtbilanzsumme ist zwar grundsätzlich sicherlich hilfreich, lässt jedoch kaum Rückschlüsse darauf zu, ob die Schulden aus dem operativen Geschäft bedient werden können.

Daher empfiehlt es sich, die Verschuldung bezogen auf die Bettenzahl (Gesamtschulden/eigene Betten) zu berechnen. Um eine Ergebnisverzerrung durch angemietete Betten zu vermeiden, denen ja keine Verschuldung zu Grunde liegt, muss auch eine um diesen Effekt bereinigte Zahl (adjustierte Gesamtschulden/eigene Betten) herangezogen werden.

In der nachfolgenden Übersicht wurde diese Berechnung für die Marseille-Kliniken AG, die Curanum AG und die Maternus-Kliniken AG durchgeführt. Informativ wurde eine Vergleichszahl für die ausländischen Peer-Group-Unternehmen Beverly Enterprises, Sunrise Assisted Living sowie Care U.K. ermittelt.

Es muss dabei jedoch berücksichtigt werden, dass die Bausubstanz insbesondere in den USA nicht mit der in Deutschland vergleichbar ist. Während Immobilien hierzulande eine mit 50 bis 70 Jahren vergleichsweise hohe Lebensdauer auf-

weisen, liegt diese in den Vereinigten Staaten nur bei durchschnittlich 20 bis 30 Jahren, sich natürlich sehr deutlich auf die Errichtungskosten auswirkt.



	<b>Gesamtschulden / eigene Betten</b>	<b>Adj. Gesamtsch. / eigene Betten</b>
<b>Marseille-Kliniken (2002/03)</b>	50,9 TEUR	51,1 TEUR
<b>Maternus-Kliniken (2002)</b>	33,3 TEUR	62,4 TEUR
<b>CURANUM (2002)</b>	43,7 TEUR	56,5 TEUR
<b>Internat. Peer Group (2002)</b>	entf.	21,4 TEUR

Quelle: Geschäftsberichte der Gesellschaften, ergänzende Schätzungen GSC Research

Im Vergleich mit den beiden deutschen Wettbewerbern schneidet die Marseille-Kliniken AG trotz ihrer absolut gesehen höchsten Verschuldung in Höhe von 236,6 Mio. Euro bei Betrachtung einer Bett-bezogenen Zahl deutlich besser ab, als die teilweise bilanziell besser dastehenden Wettbewerber.

#### **Maßnahmen zur Schuldenreduzierung sollen vorangetrieben werden**

Laut eigener Planung strebt Marseille-Kliniken in den kommenden Jahren eine Verbesserung der Finanzlage sowie der Bilanzrelationen an. Erreicht werden soll dies durch eine Reduzierung der Mittelbindung im Konzern. Geplante Maßnahmen sind neben der Vereinnahmung von Fördermitteln und dem Wachstum nur durch Anmietung von Objekten auch die Abgabe von Bestandsobjekten.

Ebenfalls verschuldungssenkend kann auch die geplante Akquisition von bereits bestehenden Einrichtungen wirken. So übernahm Marseille-Kliniken bei der letztjährigen Übernahme der ehemaligen Refugium-Häuser lediglich den Pflegeheimbetrieb, nicht jedoch die dazugehörigen Immobilien.

#### **Zunehmende Bereitschaft zur Investition in Sozial-Immobilien erkennbar**

Bei der Errichtung neuer Objekte, die später von der Marseille-Kliniken AG angemietet werden, arbeitet der Konzern mit der Frankfurter ALBIS-Gruppe zusammen. Eine erste Immobilie wurde durch die Platzierung bei externen Kapitalgebern bereits errichtet, weitere Projekte sollen folgen. Neue Chancen, an externes Kapital zu gelangen, bestehen durch die jüngst deutlich gestiegene Bereitschaft von Anlegern, in bislang eher unbeliebte Sozialimmobilien zu investieren.

Ein möglicher Grund für den Sinneswandel der Investoren und Initiatoren dürfte darin liegen, dass in der Vergangenheit eine Vielzahl geschlossener Fonds platziert wurde, die schlussendlich die erwarteten Renditen nicht erzielen konnten, weil die errichteten Büro- und/oder Geschäftshäuser in konjunkturell flauen Zeiten nicht oder nur zu Dumpingkonditionen zu vermieten waren.

Die bislang als K.O.-Kriterium geltende zu unattraktive Rendite von Objekten wie Pflegeheimen scheint bei den Investoren der Überlegung zu weichen, dass ein langfristiger Mietvertrag mit einer Klinik unter Risikoaspekten und auf die Gesamtlaufzeit der Investition gerechnet durchaus attraktiv sein kann.

### Strukturverschiebung im Immobilienbesitz als Langfristziel



Die genannten Maßnahmen zur Reduzierung der Konzernverschuldung sollen auf längere Sicht zu einer Strukturverschiebung beim Immobilienbesitz der Marseille-Kliniken AG führen. Derzeit befinden sich rund 70 Prozent der Objekte im Eigenbesitz, der Anteil geleaster bzw. gepachteter Objekte beträgt 30 Prozent. Langfristig strebt das Unternehmen eine mindestens ausgeglichene Relation von Eigen- und Fremdbesitz an.

Angesichts des aktuell schwierigen Marktumfeldes sowie der sehr zurückhaltenden Kreditvergabepolitik bei den Banken, die eine Veräußerung von Bestandsobjekten nicht gerade vereinfachen, erwartet die Verwaltung in den nächsten zwei bis drei Jahren durch das Wachstum über angemietete bzw. geleaste Objekte eine Verschiebung der Struktur in Richtung der 50 Prozent-Marke.

Analog wird sich die Verschuldung deutlich reduzieren, was schon binnen weniger Jahre zu einer wesentlich verbesserten Eigenkapitalquote führen wird.

	2002/03	2003/04e	2004/05e	2005/06e
<b>langfristige Schulden</b>	209,3 Mio.	186,3 Mio.	182,7 Mio.	167,1 Mio.
<b>Finanzschuldenquote</b>	53,6%	47,7%	46,8%	42,8%
<b>Eigenkapitalquote</b>	20,8%	26,2%	28,4%	33,2%

Quelle: Prognose Marseille-Kliniken AG, ergänzende Schätzungen GSC Research



## 4.) Bewertung der Marseille-Kliniken-Aktie



### Geplante Umsatz- und Ergebniszuwächse lassen mittelfristig deutlichen Kursanstieg der Aktie erwarten

Die bereits angesprochenen Planungen der Marseille-Kliniken AG beinhalten eine deutliche Ausweitung der Bettenkapazität im Geschäftsfeld Pflege. Die beabsichtigte deutliche Umsatzausweitung sowie die Erhöhung der Bettenzahl von aktuell 5.460 auf erwartete 9.064 im Geschäftsjahr 2005/06 erscheint angesichts der Entwicklung der vergangenen Jahre sowie unter Einbeziehung von Akquisitionen zwar als ambitioniert, aber durchaus erreichbar.

Begünstigt werden die Wachstumspläne der Marseille-Kliniken AG durch den wachsenden Druck auf zahlreiche gemeinnützige Anbieter. Nach Einschätzung des Unternehmens werden mittelfristig rund 2.000 bis 3.000 Heime den Betrieb aufgeben bzw. sich nach einem finanzstarken Partner umsehen müssen. Für Marseille-Kliniken sind hiervon diejenigen als Übernahmekandidaten interessant, die keine größeren Verluste erwirtschaften und zeitnah auf die konzernübliche Rendite gebracht werden können.

Ausgehend von den Prognosen bei der Entwicklung der Bettenzahlen im Pflegebereich, der mittel- bis langfristig der einzige Geschäftsbereich sein wird, ergibt sich für die kommenden drei Geschäftsjahre die nachfolgend wiedergegebene Prognose.

Umsatzerlöse	2002/03	2003/04e	2004/05e	2005/06e
<b>Bettenzahl (gesamt)</b>	7.261	8.086	9.765	10.865
<b>Umsatz „Reha“</b>	62,0 Mio. €	64,8 Mio. €	70,2 Mio. €	72,7 Mio. €
<b>Umsatz „Pflege“</b>	128,3 Mio. €	155,3 Mio. €	216,0 Mio. €	259,1 Mio. €
<b>Gesamtumsatz</b>	190,0 Mio. €	221,9 Mio. €	289,3 Mio. €	335,3 Mio. €
<b>Ergebnis (DVFA)</b>	8,5 Mio. €	14,4 Mio. €	28,5 Mio. €	37,6 Mio. €

Quelle: Prognose Marseille-Kliniken AG

### Umsatzzuwächse werden begleitet von Verbesserung der Marge

Die erwartete Umsatzausweitung in den kommenden drei Geschäftsjahren wird nach unserer Einschätzung von einer messbaren Verbesserung der Margen begleitet. Getrieben wird diese Entwicklung zum einen durch die Realisierung von Skaleneffekten bei der Ausweitung des Geschäftsvolumens und zum anderen durch eine verbesserte Ergebnissituation im konjunktursensitiven Reha-Bereich.

Als Bezugsgröße für die Ermittlung der Marge verwenden wir das sogenannte EBITDAR, also das Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen sowie Miet- und Leasingaufwendungen, da so direkt der wirtschaftliche Erfolg des operativen Geschäfts gemessen werden kann. Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass die EBITDAR-Kennzahl um außerordentliche Posten wie die außerplanmäßige Auflösung von Sonderposten o.ä. bereinigt wurde.

	2002/03	2003/04e	2004/05e	2005/06e
<b>Gesamtumsatz</b>	190,0	221,9	289,3	335,3
<b>EBITDAR</b>	56,7	68,4	97,7	117,3
<b>operative Marge</b>	29,8%	30,8%	33,8%	35,0%

Quelle: Prognose Marseille-Kliniken AG

Während Marseille-Kliniken Mitte der 90er Jahre noch mit einer EBITDAR-Marge im Bereich von 25 Prozent operierte, konnte diese in den Folgejahren auf Werte jenseits der 30-Prozent-Marke verbessert werden. Bedingt durch die Schwierigkeiten im Segment Reha in den vergangenen zwei Geschäftsjahren entwickelte sich die Marge leicht rückläufig und erreichte Werte von jeweils 29,8 Prozent in den Geschäftsjahren 2001/02 und 2002/03.



Im laufenden Jahr nannte Marseille-Kliniken zuletzt, nicht zuletzt aufgrund der erwarteten „schwarzen Null“ im Segment Reha, eine geplante Verbesserung der Konzern-Marge auf wieder über 30 Prozent, die bis zum Geschäftsjahr 2005/06 einen Zielwert von rund 35 Prozent erreichen sollte. Bei diesen Angaben ist jedoch zu berücksichtigen, dass ein möglicher Verkauf der Reha-Aktivitäten angesichts des unklaren Zeithorizonts bis zur eventuellen Umsetzung einer solchen Transaktion nicht in den Zahlen enthalten ist.

### **Pflege im ersten Halbjahr 2003/04 weiter gewachsen**

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres konnte Marseille-Kliniken die Umsatzerlöse insgesamt um 5,1 Prozent auf 102,1 (Vj. 97,2) Mio. Euro steigern und verbesserte das Ergebnis nach DVFA/SG um 0,6 Mio. Euro auf 4,9 Mio. Euro, entsprechend einem Anstieg von 0,35 auf 0,40 Euro beim Ergebnis je Aktie.

Das Wachstum wurde dabei ausschließlich vom Bereich Pflege getragen. Hier stieg der Umsatz von 65,3 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf nun 73,9 Mio. Euro (+13,2%). Das Ergebnis legte stark überproportional um 26,1 Prozent auf 5,8 Mio. Euro zu und zeigte damit erste positive Auswirkungen der durch das Wachstum erreichten Skaleneffekte.

Zu berücksichtigen ist, dass die Bettenzahl in den ersten sechs Monaten um 883 Betten auf 7.455 gesteigert werden konnten, was sich jedoch noch nicht in vollem Umfang auswirkte, da die üblichen Auslastungsgrade innerhalb des Marseille-Kliniken-Konzerns noch nicht erreicht wurden. Hieraus wird sich im zweiten Halbjahr eine weitere spürbare Ergebnissteigerung ergeben.

### **Verlust in der Reha belastet Halbjahresergebnis**

Nach wie vor recht schwierig gestaltet sich hingegen die Situation im Geschäftsfeld Reha, das einen konjunkturbedingten Umsatzrückgang um 3,7 auf 28,2 Mio. Euro (-11,6%) zu verkraften hatte. Das Ergebnis verschlechterte sich gegenüber dem Vorjahr von annähernd ausgeglichenen -0,3 auf nunmehr -0,85 Mio. Euro. Im Vorjahr hatten sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen allerdings erst ab dem zweiten Quartal 2002/03 negativ ausgewirkt, wodurch der Vergleich nur geringe Aussagekraft besitzt.

Angesichts der gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 6,8 Prozentpunkte von 85,6 auf nur noch 78,8 Prozent gesunkenen Auslastungsquote sowie der enthaltenen Sonderbelastungen für Waldkirch ist das Ergebnis als gute Leistung, wenn auch mit unbefriedigendem Ergebnis einzustufen. Im zweiten Halbjahr wird der Verlust zumindest deutlich geringer ausfallen.

### **Erreichen der Planzahlen nur noch schwer zu schaffen**

Vergleicht man die Halbjahreszahlen mit dem geplanten Gesamtjahresumsatz von 221,9 Mio. Euro und einem Ergebnis von 14,4 Mio. Euro, so ergibt sich wie von Marseille-Kliniken geplant eine Zielerreichung von 46 Prozent beim Umsatz und 34 Prozent beim Ergebnis. Ein Blick auf das Vorjahr im Konzern zeigt, dass dort im ersten Halbjahr 51,1 Prozent der Umsatzerlöse und 50,6 Prozent des Gesamtjahresergebnisses erwirtschaftet werden konnten.

Ausgehend von diesem Vergleich, der bezogen auf das Vorjahr durch die noch gute Auslastung der Reha im ersten Quartal verzerrt wird, wird klar, dass zum Erreichen der Planzahlen 2003/04 neben einem weiteren Wachstum der Pflegebetten und der daraus resultierenden Umsätze weitere Impulse auf der Ergebnisseite nötig sind, um das angestrebte Ergebnis von 14,4 Mio. Euro im laufenden Geschäftsjahr zu erreichen.



### **Eigene Umsatz- und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2003/04**

Ein notwendiger Faktor hierfür wäre ein zumindest ausgeglichenes Ergebnis in der Reha. Dieses ist nach dem Verlauf des ersten Halbjahrs nicht mehr erreichbar. Unter Berücksichtigung der Einmalkosten und angepasster Kostenstrukturen erwarten wir für das Segment einen Umsatz von etwa 59 Mio. Euro und einen Verlust von 1,25 Mio. Euro im Gesamtjahr 2003/04.

Beim Umsatz im Pflegebereich rechnen wir mit einer Zunahme gegenüber dem ersten Halbjahr, wobei das Erreichen des Zielwerts von 155,3 Mio. Euro schwierig sein dürfte. Aus Vorsichtsgründen kalkulieren wir darum lediglich mit einem Umsatz von gut 76 Mio. Euro im zweiten Halbjahr, was zu einem Gesamtumsatz von rund 150 Mio. Euro im Bereich Pflege führt.

Hingegen werden sich schon im zweiten Halbjahr weitere Skaleneffekte durch das Wachstum bei den Betten positiv auf das Ergebnis auswirken, zumal die in den ersten sechs Monaten neu hinzugekommenen Betten erstmals zusätzliche Ergebnisbeiträge liefern werden. Unter Berücksichtigung des leichten Sicherheitsabschlags beim Umsatz erwarten wir daher einen Gewinn von 7,4 Mio. Euro im zweiten Halbjahr bzw. 13,2 Mio. Euro insgesamt in der Pflege.

Auf Konzernebene entspricht dies einem Umsatz von 209 Mio. Euro bei einem Gewinn von knapp 12 Mio. Euro oder 0,98 Euro je Aktie im laufenden Geschäftsjahr 2003/04.

### **Konkrete eigene Prognose für 2004/05 ist aufgrund Abhängigkeit von weiteren Betten und Reha-Ergebnis schwierig**

Maßgeblich für die Entwicklung bei Umsatz und Ergebnis des nächsten Jahres wird die erfolgreiche Übernahme weiterer Betten einerseits und einem besseren Reha-Ergebnis andererseits sein. Beide Faktoren sind aus heutiger Sicht kaum zu beurteilen, weshalb wir die folgende relativ grobe Schätzung in künftigen Updates präzisieren werden.

Im Reha-Bereich kalkulieren wir konservativ und gehen daher von einer Stagnation auf dem niedrigen Niveau des laufenden Jahres aus, wobei wir einen Wegfall der einmaligen Belastungen unterstellen. Daraus resultiert ein Umsatz von 59 Mio. Euro bei einem Verlust von 0,7 Mio. Euro.

Aus den vorhandenen Pflegebetten ist ein Umsatz von etwa 160 Mio. Euro realistisch. Hierzu sollen bis 30.06.2005 weitere gut 2.200 Betten hinzu kommen. Für die Umsatzprognose treffen wir aus Vorsichtsgründen eine konservative Annahme von durchschnittlich nur 1.000 zusätzlichen Pflegebetten in 2004/05, die zu 93 Prozent ausgelastet sind. Dies ergibt auf Basis eines Durchschnittsumsatzes von ca. 28.000 Euro je Bett einen zusätzlichen Jahresumsatz von 26 Mio. Euro bzw. 186 Mio. Euro als Gesamtumsatz im Segment Pflege.

Im Konzern ergibt sich damit ein Gesamtumsatz von 245 Mio. Euro. Legt man diesen Umsatzschätzungen die zu erwartende Margenverbesserung aufgrund der Skaleneffekte zu Grunde, so ergibt sich analog dazu eine deutliche Verbesserung der Gewinnsituation der Marseille-Kliniken AG.

### Deutlicher Ergebnisprung selbst bei vorsichtiger Hochrechnung



Wir erwarten, dass das DVFA-Ergebnis, bezogen auf die bestehenden Betten, aufgrund der dann abgeschlossenen kompletten Integration und entsprechend guter Auslastung leicht über dem Niveau im zweiten Halbjahr 2003/04 bleiben und daher etwa 16 Mio. Euro erreichen wird. Hinzu kommen Beiträge aus den neuen Betten. Laut Vorstand beträgt der Ergebniseffekt etwa 5,8 Mio. Euro vor Steuern pro 1.000 Betten.

Zu berücksichtigen sind teilweise Finanzierungskosten, die wir mit etwa 2 Mio. Euro einkalkulieren. Bei einer Steuerquote von 35 Prozent ergäbe sich entsprechend ein Zusatzgewinn von ca. 2,5 Mio. Euro. Zusammen mit dem Ergebnis aus den bestehenden Betten sowie dem Verlust im Reha-Bereich errechnet sich ein Gesamtergebnis von 17,8 Mio. Euro oder 1,46 Euro je Aktie.

Zusammen gefasst Bei der Ermittlung der nachfolgend genannten Werte für Ergebnis je Aktie und KGV wurde die aktuelle Aktienzahl von 12,15 Mio. Stück zugrunde gelegt.

	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>Umsatz „Pflege“</b>	128,3 Mio. €	150 Mio. €	186 Mio. €
<b>Umsatz „Reha“</b>	62,0 Mio. €	59 Mio. €	59 Mio. €
<b>Konzernumsatz</b>	190,0 Mio. €	209 Mio. €	245 Mio. €
<b>Ergebnis „Pflege“</b>	10,1 Mio. €	13,2 Mio. €	18,5 Mio. €
<b>Ergebnis „Reha“</b>	-1,7 Mio. €	-1,25 Mio. €	-0,7 Mio. €
<b>Konzernergebnis</b>	8,5 Mio. €	11,95 Mio. €	17,8 Mio. €
<b>DVFA-Ergebnis je Aktie</b>	0,70 €	0,98 €	1,46 €
<b>KGv</b>	10,6	7,6	5,1

Quelle: Schätzung GSC Research

### Ergebnisverbesserung eröffnet erhebliche Bewertungsspielräume

Aktuell wird die Marseille-Aktie bei einem Börsenkurs von 7,45 Euro und einem Ergebnis je Aktie von 0,70 Euro im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem KGV von 10,6 bewertet. Bei einem erwarteten Ergebnis je Aktie von 0,98 Euro im laufenden Geschäftsjahr ergibt sich ein KGV von 7,6. Selbst bei einem Kurs der Aktie von 10 Euro – ein Niveau, das wir als mittelfristig durchaus erreichbar erachten – läge das KGV für das laufende Jahr bei immer noch moderaten 10.

Auf Basis der in den letzten Jahren konstanten Dividende von 0,40 Euro je Aktie beträgt die Dividendenrendite derzeit 5,4 Prozent. Selbst bei einem Kurs von 10 Euro ergibt sich noch eine überdurchschnittliche Rendite von 4 Prozent. Zudem halten wir eine Anhebung der Dividende auf etwa 0,50 Euro bei Erreichen der genannten Ergebnisse für wahrscheinlich.

### Marseille-Kliniken-Aktie günstiger bewertet als die Wettbewerber

Charakteristisch für den deutschen Pflegemarkt ist, dass sich nur eine sehr kleine Zahl von Anbietern auf dem Kurszettel der Börse findet. In Deutschland sind als börsennotierte Wettbewerber – die ähnlich wie Marseille schwerpunktmäßig in der Pflege tätig sind – vor allem die **Curanum AG** sowie **Maternus-Kliniken AG** zu nennen. Im internationalen Bereich sind Unternehmen wie **Beverly Enterprises**, **Sunrise Assisted Living** und **Care U.K** betrachtenswert.

Bei Peer-Group Vergleichen anhand von wenigen Kennzahlen, wie in der obigen Tabelle vorgenommen, muss immer die begrenzte Aussagekraft berücksichtigt werden. Dennoch signalisiert die untenige Übersicht, dass die Marseille Aktie mit einem KGV von unter 11 bezogen auf das abgelaufene Geschäftsjahr günstiger bewertet ist als die genannten Wettbewerber.



Unternehmen	Umsatz 2002	Market-Cap	EBITDAR Marge	Erg./Aktie 2002	KGV
Beverly Enterprises	2.494,2	700,5	8,6%	0,31	16,8
Sunrise Assisted Liv.	505,9	750,2	27,6%	2,23	18
Care U.K.	97,8	109,7	11,1%	0,10	22,3
CURANUM AG	176,7	58,8	6,2%	0,11	18
Maternus-Kliniken AG	103,0	6,2	9,3%	-0,45	neg.
<b>Marseille-Kliniken AG</b>	<b>190,0</b>	<b>91,2</b>	<b>19,6%</b>	<b>0,70</b>	<b>10,6</b>

### Internationale Wettbewerber nur eingeschränkt vergleichbar

Grundsätzlich muss beim Vergleich mit ausländischen Unternehmen, unabhängig von deren Größe, immer berücksichtigt werden, dass diese in einem vollkommen anderen Pflegesystem als in Deutschland agieren. Angesichts der stark differierenden Rahmenbedingungen ist der direkte Vergleich mit einem deutschen Unternehmen nicht in seriöser Weise möglich.

Größter börsennotierter Anbieter auf dem US-Markt ist die in Fort Smith, Arkansas, beheimatete **Beverly Enterprises** ([www.beverlycares.com](http://www.beverlycares.com)) die neben Pflegeeinrichtungen auch eine Vielzahl Kliniken der unterschiedlichsten Ausrichtung betreibt. Im Geschäftsjahr 2002 erwirtschaftete der amerikanische Konzern 2,49 Mrd. Euro Umsatz, wovon der größte Teil auf das Klinikgeschäft entfiel. Die EBITDA-Marge lag in 2002 bei rund 8,6 Prozent, das Ergebnis nach EBITDA erreichte einen Wert von rund 214,5 Mio. Euro. Derzeit betreibt Beverly rund 530 Einrichtungen mit annähernd 60.000 Betten. Nach einem längeren und mit Verlusten verbundenen Konsolidierungsprozess schreibt die Firma aus dem mittleren Westen der USA seit 2002 wieder schwarze Zahlen. Die aktuellen Zahlen für das Geschäftsjahr 2003 werden Anfang April 2004 veröffentlicht.

Eine Kategorie kleiner ist die in Westpark, Virginia, ansässige **Sunrise Assisted Living**-Gruppe ([www.sunrise-al.com](http://www.sunrise-al.com)), die auf eine über 20-jährige Historie zurück blickt und neben den USA auch in Großbritannien und Kanada über 180 Senioren-Einrichtungen mit einer Kapazität von 13.000 Betten betreibt. Damit bewegt sich Sunrise in einer Größenordnung, die von Marseille-Kliniken mit einer Perspektive von drei bis vier Jahren ebenfalls angestrebt wird. 2002 erzielte Sunrise Umsatzerlöse von 505,9 Mio. Euro bei einer bemerkenswerten EBITDA-Marge von 27,6 Prozent. Sunrise hat sich nach einer extremen Wachstumsphase in der zweiten Hälfte der 90er Jahre in 2001 von den eigenen Immobilien getrennt, um die Verbindlichkeiten zu senken und weiteren Spielraum für künftige Akquisitionen zu erhalten. Die Geschäftszahlen für das Jahr 2003 werden laut Unternehmensangabe am 26. Februar 2004 bekannt gegeben.

Die schwerpunktmäßig im britischen Markt aktive **Care U.K.** ([www.careuk.com](http://www.careuk.com)) ist mit den Segmenten Altenpflege, Betreuung von Menschen mit psychischen Problemen und Angeboten für Personen mit Lernschwierigkeiten deutlich breiter aufgestellt als andere Unternehmen des Gesundheitssektors, was die Vergleichbarkeit mit der Marseille-Kliniken AG zusätzlich einschränkt. Im Geschäftsjahr 2003 erzielte das britische Unternehmen mit seinen rund 2.300 Betten Umsatzerlöse von 159,1 (Vj. 143,7) Mio. Euro. Das EBITDA legte dabei von 16,7 auf 19,5 Mio. Euro deutlich zu. Die EBITDA-Marge stieg dabei von 11,6 auf 12,2 Prozent.

### **Geringe Zahl an börsennotierten Unternehmen erschwert Vergleich**

Die Vergleichbarkeit mit anderen auf dem deutschen Kurszettel gelisteten Unternehmen der Gesundheitsbranche ist ebenfalls nur mit gewissen Einschränkungen möglich. Das größte Unternehmen aus der Branche in Deutschland ist sicherlich die seit 1989 an der Börse notierte und im MDAX gelistete **Rhön-Klinikum AG**.



In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2003 wuchs Rhön beim Umsatz um 8,9 Prozent auf 710 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich um 12,7 Prozent auf 2,13 Euro. Derzeit verfügt Rhön über insgesamt etwa 10.000 Betten, die zu 90 Prozent auf den Akutbereich und 10 Prozent auf Reha-Aktivitäten entfallen. Aufgrund der starken Dominanz des Akutbereiches ist eine Vergleichbarkeit mit Marseille-Kliniken nur sehr eingeschränkt möglich. Ein direkter Wettbewerb besteht kaum.

### **CURANUM: einziger direkter Wettbewerber wird von Altlasten beeinflusst**

Am ehesten vergleichbar ist aus unserer Sicht die Münchner **CURANUM AG**, die aus der Fusion der Bonifatius Hospital & Seniorenresidenzen AG mit CURANUM im Jahre 2000 hervorging, und aktuell in 43 Einrichtungen über etwas über 5.000 Betten sowie weitere 620 in betreuten Wohneinrichtungen verfügt. Damit ist die CURANUM AG fast exakt genauso groß wie Marseille-Kliniken im Pflegebereich.

Das Zahlenwerk der Münchener ist jedoch noch wesentlich von der Fusion und den Bestandsimmobilien geprägt. Im Jahr 2002 erreichte CURANUM bei einem Umsatz von 176,7 Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 6,2 Prozent einen Jahresüberschuss von 3,4 Mio. Euro, was einem Ergebnis von 0,11 Euro je Aktie entspricht. Mögliche belastende Effekte könnten sich bei CURANUM auch künftig noch aus der kürzlichen Insolvenz der WKM ergeben, eine börsennotierte Bauträgergesellschaft, die 1998 ihre damalige Tochter Bonifatius an die Börse brachte.

CURANUM hat in den ersten neun Monaten 2003 ihre Umsatzerlöse – bereinigt um veräußerte Einrichtungen – von 123,7 Mio. Euro auf 125,0 Mio. Euro gesteigert. Das EBITDA erreichte einen Wert von 7,7 Mio. Euro (Vj.: 8,2 Mio. Euro), womit die EBITDA-Marge von 6,1 Prozent beibehalten werden konnte. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 4,3 auf 4,7 Prozent, Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie wurden im 9Monats-Bericht nicht genannt. Die Verwaltung erwartet im Jahr 2004 eine Fortsetzung der eingeschlagenen Konsolidierungsphase. Die vorläufigen Zahlen für 2003 sollen Anfang April bekannt gegeben werden.

### **Euromed und Eifelhöhen-Klinik: deutlich kleiner und anders ausgerichtet**

In einer deutlich kleineren Größenklasse bewegt sich die **Euromed AG**, die mit 176 Betten im Akutbereich und einem Umsatz von 18,8 Mio. Euro bei einem Verlust von 7,7 Mio. Euro in 2002 der kleinste Betreiber an der Börse ist. Nennenswertes Wachstum ist bei Euromed angesichts der auf das nackte Überleben ausgelegten Strategie auch künftig nicht zu erwarten.

Dagegen dürfte die **Eifelhöhen-Klinik AG** nach 41,1 Mio. Euro Umsatz in 2002 bei einem Gewinn von 1,2 Mio. Euro bzw. 0,41 Euro je Aktie im letzten Jahr einen Sprung auf über 50 Mio. Euro erreicht haben. Für 2003 wurde bereits das Erreichen des geplanten Konzerngewinns von mehr als 0,7 Mio. Euro bestätigt. In 2004 soll das Ergebnis ohne Akquisitionen auf dem gleichen Niveau liegen.

Nach Aussage des Managements auf der vergangenen Hauptversammlung wird bei der Eifelhöhen-Klinik AG ein Zusammengehen mit dem Großaktionär Neue Pergamon geprüft, die ähnlich groß und hauptsächlich im Akutbereich aktiv ist. Damit würde aus der Eifelhöhen-Klinik AG ebenfalls ein Player mit über 100 Mio. Euro Umsatz, jedoch mit Fokus auf andere Segmente als Marseille-Kliniken.

## MediClin und Maternus: Strategie und Perspektiven unklar



Die beiden übrigen Unternehmen, die **MediClin AG** sowie die **Maternus-Kliniken AG** sind zwar deutlich größer als die zuvor genannten Unternehmen, leiden jedoch derzeit an einer unklaren Zukunftsperspektive. Maternus verfügt derzeit über rund 3.000 Betten in der Pflege und etwa 1.000 in der Reha. Der Umsatz im Jahr 2002 lag bei 105,8 Mio. Euro, das Ergebnis fiel mit einem Verlust von 5,5 Mio. Euro bzw. 0,45 Euro je Aktie wie schon in den Vorjahren negativ aus.

Belastend für Maternus wirkt sich der hohe Anteilsbesitz der in erheblichen finanziellen Schwierigkeiten steckenden WCM Grundbesitz- und Beteiligungs AG aus, der nicht nur zu einem sehr schwachen Börsenkurs, sondern auch dazu führt, dass dem Kapitalmarkt seitens des Managements – wohl auch in Ermangelung zusätzlicher finanzieller Mittel – keine klare Perspektive für das Unternehmen vermittelt wird. Erschwerend wirken sich bei Maternus die anhaltenden Verluste aus, auch aufgrund des hohen Eigenimmobilienanteils und entsprechender Schulden.

Etwas anders gelagert ist der Fall im Beispiel der **MediClin AG**, einem Player mit fast 10.000 Betten, von denen sich etwa ein Viertel im Akutbereich und drei Viertel in der Reha befinden. Bei oberflächlicher Betrachtung verfügt das Unternehmen mit namhaften Aktionären wie der Provinzial-Versicherung und verschiedenen Krankenkassen eigentlich über alle wichtigen Voraussetzungen und müsste zum Erfolg verdammt sein.

Die Zahlen sprechen allerdings eine andere Sprache: Im Geschäftsjahr 2002 erzielte MediClin einen Konzernumsatz von 369,0 Mio. Euro, schrieb aber mit einem Jahresfehlbetrag von 13,5 Mio. Euro bzw. 0,43 Euro je Aktie rote Zahlen. Im ersten Halbjahr 2003 sank der Umsatz um 2,4 Prozent auf 180 Mio. Euro, der Konzernfehlbetrag erhöhte sich dagegen von 3,6 auf 10,6 Mio. Euro. Für das Gesamtjahr erwartete das Management zuletzt entgegen früherer Prognosen keine Verbesserung gegenüber dem Vorjahr mehr.

Unlängst überraschte MediClin den Kapitalmarkt mit der Ankündigung, in der Zukunft in den Pflegebereich expandieren zu wollen. Viele Marktteilnehmer vermisten bei MediClin bereits seit längerem eine konsequente Strategie, was die letzte Meldung nochmals bestätigt.

## Refugium: Pleite führte zu „Sippenhaft“ für die ganze Branche

Keine nennenswerte Rolle, weder im Peer-Group noch im sonstigen Vergleich, spielt die seit 2002 in Insolvenz befindliche **Refugium AG**. Die beschlossene Liquidation und der Abverkauf der Einrichtungen ist in den vergangenen Monaten weitgehend umgesetzt worden. Einige ehemalige Refugium-Häuser wurden von Marseille-Kliniken bzw. CURNAUM übernommen.

Die Nennung von Refugium erfolgt an dieser Stelle vor allem deshalb, weil die Pleite von Refugium den Anfang einer ganzen Reihe von Skandale und Firmenzusammenbrüchen im Pflegebereich markiert, die wesentlich für das schlechte Image der gesamten Branche verantwortlich sind.

Ähnliche Entwicklungen sind in der näheren Zukunft ebenfalls leider nicht auszuschließen und dürften auch vor Häusern in gemeinnütziger oder öffentlicher Trägerschaft nicht halt machen. In diesem Umfeld sind börsennotierte Unternehmen wie die Marseille-Kliniken AG besonders gefordert, durch betriebswirtschaftliche Erfolge zu belegen, dass ein wirtschaftlich erfolgreiches Agieren in der Branche sowie das interessante Renditen für Investoren möglich sind.

## 5.) Wettbewerbsumfeld und mögliche Risiken



### **Gesundheitsmarkt ist weiter Spielball der Politik, die Auswirkungen im Pflegebereich sind jedoch überschaubar**

Wie bereits einleitend dargestellt ist und bleibt der Gesundheitsmarkt in hohem Maße abhängig von den Entscheidungen der Politik. Die chronisch leeren Kassen lassen in den kommenden Jahren weitere Stufen der Gesundheitsreform sowie eine Reform der Pflegeversicherung erwarten. Während Marseille-Kliniken im Geschäftsfeld der Rehabilitation in hohem Maße von diesen Entscheidungen betroffen wird, stellt sich die Situation im Hautgeschäftsbereich Pflege glücklicherweise etwas differenzierter dar.

Grundsätzlich kann sich natürlich auch Marseille-Kliniken nicht von der Entwicklung der Pflegesätze abkoppeln, die auch künftig von der Sozialpolitik vorgegeben werden. Dennoch werden die wirtschaftlichen Auswirkungen deutlich geringer sein, als von vielen Beobachtern gemeinhin vermutet. Von Vorteil ist dabei, dass Marseille bei der Belegung seiner Pflegeplätze in hohem Maße auf die kaufkräftige Zielgruppe der Selbstzahler setzt, die ihren Heimplatz vergleichsweise problemlos aus eigenen Mitteln finanzieren können und somit unabhängig von den Entscheidungen der Politik Kapazitäten nachfragen.

Vergleichsweise moderat dürfte auch eine Absenkung der Pflegesätze für die Heimbewohner auf den Pflegeheimbetreiber wirken. Wie bereits in Kapitel 1.) beschrieben, erfolgt die Finanzierung in der Regel aus den drei Komponenten Pflegeversicherung, eigene Renten- und Kapitaleinkünfte und gegebenenfalls einem Zuschuss des Sozialamtes. Fällt nun der Anteil der Pflegeversicherung geringer als in der Vergangenheit aus, muss die Differenz vom Sozialamt ausgeglichen werden, sofern keine Alternative zur Unterbringung in einem Pflegeheim besteht.

Somit erhält der Pflegeheimbetreiber weiter den gesamten Betrag für die Heimunterbringung. Lediglich die Mittelherkunft wird sich verändern, ohne dass dies jedoch Auswirkungen auf das betriebswirtschaftliche Ergebnis haben dürfte. Auch steht aus unserer Sicht nicht zu erwarten, dass in hohem Maße jetzige oder künftige Heimbewohner bei Vorliegen der entsprechenden gesundheitlichen Einschränkungen eine Unterbringung in einem Pflegeheim verwehrt wird.

Bei den bereits im Heim lebenden Personen wird aus rechtlichen Gründen keine Änderung durchsetzbar sein. Auch bei Neufällen ist ab einem bestimmten Punkt eine ambulante Betreuung in den eigenen Räumlichkeiten nicht mehr möglich und würde überdies ähnliche oder gar höhere Kosten wie im Heim verursachen.

### **Spezifische Risiken von Marseille-Kliniken im Auge behalten**

Wenngleich die Auswirkungen der bereits seit Jahren anhaltenden Diskussionen um die Gesundheitsversorgung sowie die Altenpflege in Deutschland die Betreiber von wettbewerbsfähigen Pflegeheimen nach heutigem Erkenntnisstand nur in sehr überschaubarem Umfang treffen, dürften die Anleger weiterhin sehr zurückhaltend in diesem Segment agieren.

Genau beobachten sollte der Anleger jedoch die Fortschritte der Marseille-Kliniken AG bei der geplanten Verbesserung der Bilanzstruktur durch die Veräußerung von Bestandsimmobilien im Rahmen von Sale-and-Lease-Back-Geschäften sowie das geplante weitere Wachstum über angemietete oder gepachtete Immobilien.

Gelingt es der Verwaltung in diesem Punkt die angestrebten Ziele zu realisieren, können nicht nur mögliche außerordentliche Erträge realisiert werden, sondern es wird sich auch das derzeit noch in erheblichem Maße vorhandene Zinsände-



rungsrisiko aus der Fremdkapitalposition weiter relativieren. Dieser Punkt gewinnt vor dem Hintergrund einer aktuell wieder leicht anziehenden Konjunktur verstärkt an Bedeutung, da die Spielräume der Europäischen Zentralbank für eine Beibehaltung des aktuell niedrigen Zinsniveaus zunehmend geringer werden dürften.



### **Besondere Themen sorgen bei Marseille für negative Publicity**

Für regelmäßige Negativ-Berichterstattung in den Medien sorgte in der Vergangenheit das politische Engagement von Großaktionär und Aufsichtsratschef Ulrich Marseille. Besonderes Echo fand im Jahre 2001 die Ankündigung von Herrn Marseille, im Landtagswahlkampf in Sachsen-Anhalt als Spitzenkandidat der Schill-Partei anzutreten.

Aus unserer Sicht muss bei der Beurteilung der Marseille-Aktie als Anlageobjekt klar zwischen den privaten Aktivitäten eines Großaktionärs und Aufsichtsratsvorsitzenden und dem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens differenziert werden. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage der betriebswirtschaftlichen Kennzahlen sowie den Planungen für die kommenden Jahre und der Beurteilung der Wachstumsperspektive erfolgen.

Aus Sicht der Marseille-Kliniken-Aktionäre positiv zu werten ist, dass die Medienpräsenz Ulrich Marseille und damit einher gehende Presseberichte, die einen Bezug zur börsennotierten AG herstellten, in den letzten Monaten weitgehend eingeschlafen sind.

### **Engagement bei TD Trump Deutschland AG soll beendet werden**

Ähnlich gelagert ist auch der Themenkomplex der Beteiligung an der TD Trump Deutschland AG in Höhe von 50 Prozent. Ursprüngliche Zielsetzung des Joint-Ventures mit dem bekannten amerikanischen Immobilientycoon Donald Trump, der u.a. dem Trump Tower in New York seine internationale Bekanntheit verdankt und auch regelmäßiger Gast in den Klatschspalten der Boulevardpresse ist, war die Entwicklung und Errichtung von Hochhäusern auf dem deutschen Markt.

Erstes konkretes Projekt war die Errichtung eines entsprechenden Gebäudes in Stuttgart, das nach anfänglich sehr positiver Beurteilung durch die örtliche Politik und Verwaltung nach den Anschlägen des 11. September 2001 auf das World-Trade-Center in New York nicht umgesetzt werden konnte. Bis heute konnte noch kein weiteres Projekt auf den Weg gebracht werden. Die operative Tätigkeit der TD Trump Deutschland AG ist daher bislang auch unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten erfolglos geblieben. Die Marseille-Kliniken AG beabsichtigt angesichts der unklaren Unternehmensperspektive, sich von dieser Beteiligung zu trennen.

Derzeit steht der 50-Prozent-Anteil mit 2 Mio. Euro in der Bilanz, weitere 2 Mio. Euro sind für Projekte in der Bilanz zurückgestellt. Das maximale Verlustrisiko aus dieser Beteiligung, die in Finanzmarkt- und Pressekreisen immer wieder für Kritik sorgt, beläuft sich im „worst case“ auf 4 Mio. Euro. Das Risiko ist angesichts des Konzern-Eigenkapitals von 75 Mio. Euro damit als vergleichsweise überschaubar einzustufen.

## 6.) Fazit und Anlageempfehlung



### **Durch das weitere Wachstum entstehende Skaleneffekte eröffnen mittelfristig erhebliches Kurspotenzial für die Aktie**

Die Marseille-Aktie ist auch nach dem Kursanstieg der vergangenen Wochen bei einem aktuellen Kurs von 7,45 Euro mit einem KGV bezogen auf das abgelaufene Geschäftsjahr von 10,6 bzw. 7,6 bezogen auf die erwarteten Zahlen für das laufende Geschäftsjahr moderat bewertet. Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende von 0,40 Euro, die in der Zukunft noch Spielraum nach oben haben dürfte, ergibt sich außerdem eine attraktive Dividendenrendite von 5,4 Prozent.

### **Investoren sollten Etappenziele bei der Wachstumsplanung beobachten**

Das geplante Wachstum in den kommenden Jahren, das nahezu ausschließlich aus dem Ausbau der Kapazitäten im Bereich Pflege resultiert, erscheint uns durchaus plausibel. Es muss jedoch in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass die damit einhergehenden Ergebnisverbesserungen von bestimmten Voraussetzungen abhängig sind.

Am wichtigsten ist dabei das Einhalten des selbst gesteckten Zeitplans bei der Eröffnung und der Akquise von Einrichtungen, gefolgt von einer Verbesserung des Marktumfeldes im Reha-Bereich und damit der Chance auf einen wieder deutlich positiven Ergebnisbeitrag aus diesem Segment. Aktionäre sollten die Fortschritte auf dem eingeschlagenen Wachstumspfad daher zeitnah verfolgen und mit den Planungen der Gesellschaft vergleichen.

Positiv zu bewerten ist in diesem Zusammenhang das gerade veröffentlichte Halbjahresergebnis der Marseille-Kliniken AG, das klar erkennen lässt, dass man im für die künftigen Gewinnsteigerungen entscheidenden Pflegebereich auf Kurs liegt, auch wenn das Reha-Geschäft weiter belastet. Nähere Gewissheit und eine Untermauerung der Planzahlen dürften die für den 7. Mai 2004 angekündigten Neun-Monatszahlen vermitteln. Von diesen versprechen wir uns auch eine Tendenz über die weitere Entwicklung der Ertragslage in der Reha.

### **Verkürzung der Bilanz durch Sale-and-Lease-Back wäre wünschenswert**

Handlungsbedarf besteht aus unserer Sicht weiterhin hinsichtlich der langfristigen Verschuldung des Unternehmens. Erste positive Ansätze wie das Wachstum durch Anmietung von neuen Objekten und die Erschließung alternativer Finanzierungsformen wie Modelle mit geschlossenen Fonds sind bereits erkennbar. Dies sollte in den kommenden Jahren zu einer tendenziell abnehmenden Verschuldung bezogen auf das einzelne Bett und den Konzern insgesamt führen.

Wünschenswert aus Sicht des Kapitalmarkts wäre eine möglichst schnelle Lösung für die Bestandsobjekte im Wege einer Sale-and-Lease-Back Transaktion zur Verkürzung der Bilanz. Wir stimmen jedoch mit dem Management überein, dass eine Verringerung des Verschuldungsgrades der Bilanz nicht durch deutlich höhere Finanzierungskosten in Form von Leasing und Pachtraten erkauft werden darf.

### **Sehr begrenzte (gesundheits-)politische Risiken**

Die Risiken aus möglichen Veränderungen der politischen Rahmenbedingungen, die in der Wahrnehmung der Investoren einen vermeintlich großen Einfluss auf die Marseille-Kliniken AG besitzen, halten wir für sehr überschaubar. Im Kerngeschäftsfeld Pflege adressiert Marseille-Kliniken zum einen die kaufkräftige Ziel-

gruppe der Selbstzahler, die auch in Zukunft über ausreichende Mittel verfügen wird, zum anderen ist die möglicherweise bevorstehende Verschiebung von Kosten aus der Pflegeversicherung in die Etats der Sozialämter für Betreiber wie Marseille unproblematisch, da in jedem Fall eine Bezahlung der Leistungen erfolgt.



### **Mittelfristig erhebliches Kurspotenzial**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Aktie der Marseille-Kliniken für Anleger mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont, die zudem Wert auf eine attraktive Dividendenrendite legen, ein interessantes Anlageobjekt darstellt. Ein Erreichen der Zielsetzungen unterstellt, verfügt die Aktie über erhebliches Kurspotenzial, welches auf Sicht von 18 bis 24 Monaten deutlich in den zweistelligen Euro-Bereich hineinreichen kann.

## Quellenverzeichnis



Geschäfts- und Zwischenberichte der Marseille-Kliniken AG zu den Geschäftsjahren 1999/00, 2000/01, 2001/02, 2002/03 und 2003/04

Geschäfts- und Zwischenberichte Rhön-Klinikum, Maternus-Kliniken, Eifelhöhen-Klinik, CURANUM, MediClin und Euromed 2002 und 2003

Präsentation auf dem Investorenmeeting in Düsseldorf am 30. Januar 2003

GSC HV-Berichte der Marseille-Kliniken AG aus den Jahren 2001, 2002, 2003

GSC Event-Berichte über die Bilanzpressekonferenzen in 2002 und 2003

GSC Interviews mit der Marseille-Kliniken AG 2002 bis 2003

GSC HV-Berichte über Rhön-Klinikum, Maternus-Kliniken, Eifelhöhen-Klinik und CURANUM aus 2001 bis 2003 bzw. MediClin und Euromed 2003 und 2003

GSC Event-Berichte über den HPS Gesundheitstag in 2002 und 2003

HPS Research: Gesundheitstag 2003 und Studie vom Januar 2004

DB Research vom 1. Oktober 2003, Präsentation zur Zukunft der Pharmabranche

DB Research vom 30. Juli 2002, „Die demographische Herausforderung“, weitere Folgeveröffentlichungen und Grafiken aus 2002 und 2003

Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), "Auswirkungen der demographischen Alterung auf den Versorgungsbedarf im Krankenhausbereich", 2000 und Folgeveröffentlichungen

## Kontaktadresse

Marseille-Kliniken AG  
Alte Jakobstraße 79/80  
10179 Berlin

Tel.: +49 (0) 30 / 24632-400

Fax: +49 (0) 30 / 24632-401

Email: [info@marseille-kliniken.com](mailto:info@marseille-kliniken.com)

Internet: [www.marseille-kliniken.de](http://www.marseille-kliniken.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Axel Hölzer

Email: [axel.hoelzer@marseille-kliniken.com](mailto:axel.hoelzer@marseille-kliniken.com)

## Haftungsausschluss

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen größtenteils aus Unternehmensangaben. Der interessierte Anleger ist nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Die genutzten Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.