

# Marseille-Kliniken AG



Starker Ergebnishebel aus zusätzlichen Betten

Attraktive  
Langfristanlage

## Executive Summary

**Führender privater Betreiber von Pflegeheimen in Deutschland.** Mit derzeit 47 Einrichtungen und 5.740 Betten ist die Marseille-Kliniken AG einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber. Durch eine Kombination von Übernahmen bestehender Häuser und weiteren Neueröffnungen will das Unternehmen seine Bettenkapazität in den nächsten Jahren zusätzlich deutlich steigern.

**Mindestens 10.000 neue Betten jährlich erforderlich.** Um mit der Alterung der bundesdeutschen Gesellschaft Schritt halten zu können, ist nach Einschätzung von Marktbeobachtern in den kommenden Jahrzehnten die Schaffung von 10.000 Betten pro Jahr erforderlich. Zusätzlicher Nachfragedruck ergibt sich überdies aus den 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 nur durch private Anbieter zu schultern.** Mit Blick in die Zukunft erwarten wir ein Aufbrechen der stark verkrusteten und von öffentlichen und gemeinnützigen Trägern geprägten Anbieterstruktur im Pflegebereich. Haupttreiber hierfür werden der anhaltend steigende Kostendruck durch die weiter abnehmende Leistungsfähigkeit der Sozialkassen und der erhebliche Investitionsbedarf in neue Betten sein, den die leeren öffentlichen Kassen nicht abdecken können. Die im zweiten Halbjahr 2004 zu beobachtenden Transaktionen – vor allem unter Beteiligung ausländischer Investoren – sind ein klares Indiz für die voranschreitende Konsolidierung und belegen die Attraktivität des deutschen Pflegemarkts für wachstumsorientierte Anleger.

**Restrukturierung des Geschäftsbereiches Reha belastet.** Das Geschäftsfeld Reha, zweites Standbein von Marseille-Kliniken ist im Gegensatz zur Pflege deutlich stärker von der Binnenkonjunktur und der Bewilligungslage der Krankenkassen abhängig. Während Indikationen wie Orthopädie, Kardiologie und Onkologie vergleichsweise stabil waren, lag die Belegung der Betten bei psychosomatischen Indikationen deutlich unter dem Schnitt der vergangenen Jahre, was vor allem in Arbeitsplatzsorgen begründet ist. Nach umfangreichen Restrukturierungen und der Zusammenlegung von Kliniken rechnen wir erst im Geschäftsjahr 2005/2006 mit einem Break-Even in diesem Segment.

**Sale-and-Lease-Back-Transaktion schafft Wachstumspielraum.** Positiv werten wir die Veräußerung von 12 Konzernimmobilien im Rahmen einer Sale-and-Lease-Back an ein Konzernunternehmen des General Electric Konzerns. Durch die Reduzierung der Konzernverschuldung wird die Eigenkapitalquote von zuletzt 17,6 Prozent nach unserer Berechnung auf etwa 24 Prozent zum Ende des laufenden Geschäftsjahres steigen. Dadurch hat sich Marseille-Kliniken erheblichen Spielraum zur aktiven Teilnahme an der Branchenkonsolidierung geschaffen.

**Niedrige Bewertung eröffnet mittelfristig erhebliches Kurspotenzial.** Aktuell ist die Marseille-Kliniken-Aktie mit einem 2004/05er-KGV von 12,8 bewertet. Da diese Kennzahl schon im kommenden Geschäftsjahr auf 10,5 sinken wird, besitzt die Aktie mittelfristig weiteres Kurspotenzial. Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende von 0,40 Euro, die bei einem Break-Even in der Reha noch Spielraum nach oben haben dürfte, ergibt sich zudem eine attraktive Dividendenrendite von 3,7 Prozent. Ein Blick auf die zuletzt von angelsächsischen Investoren gezahlten Preise mit EBITDA-Multiples von bis zu 12 bei nicht notierten Betreibern gegenüber einem Multiple von gut 4 bei Marseille-Kliniken verdeutlicht das Potenzial.

Kurs 03.03.2005  
10,76 Euro

WKN  
778300

Symbol  
MKA

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

Börsensegment  
Amtlicher Markt  
(Prime Standard)

Marktkapitalisierung  
130,7 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)

## Inhaltsverzeichnis



<b>Executive Summary</b>	<b>1</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>2</b>
<b>1.) Marktumfeld und Tendenzen</b>	
Gesundheitsmarkt als wichtige Säule unserer Volkswirtschaft	4
Wachstum wird auch in den kommenden Jahrzehnten weiter anhalten	4
Gesundheitspolitik wird Trend nicht stoppen können	5
Diskussion über die Zukunft der Pflegeversicherung	5
... dürfte kaum Auswirkungen für Pflegeheimbetreiber haben	5
Prognose für den Reha-Bereich deutlich differenzierter	6
Anschlussheilbehandlung profitiert von Einführung der Fallpauschalen	6
Medizinischer Wandel macht Reha bei bestimmten Krankheiten überflüssig	6
Psychosomatische Indikationen sind konjunkturanfällig	7
Privatisierungstrend wird anhalten und ermöglicht Effizienzgewinne	7
Erfolgsfaktor: Wer bietet die höchste Lebensqualität für`s gleiche Geld?	8
<b>2.) Die Marseille-Kliniken AG</b>	
Nach 20 Jahren Wachstum einer der größten privaten Anbieter von Pflegeheimen in Deutschland	9
Segment Pflege ist erklärtes Kerngeschäft	9
Wachstum durch Strategiemix aus Neueröffnungen und Zukäufen	9
Verringertes Risiko durch Kombination aus Neueröffnungen und Zukäufen	10
Hohe qualitative Standards und leistungsfähige Software als Erfolgsgarant	10
Segment Reha leidet unter schlechtesten Rahmendaten seit Mitte der 90er Jahre	11
Überkapazitäten und Nachfrageschwäche stoßen Marktbereinigung an	11
Schwieriges Umfeld erfordert umfangreiche Restrukturierungen	12
...und Exit-Überlegungen	12
<b>3.) Bewertung der Marseille-Kliniken-Aktie</b>	
Verringerung der Verluste aus der Reha-Sparte und anhaltendes Wachstum der Pflege eröffnet weiteres Potenzial	13

<b>Bevorstehende Marktberreinigung eröffnet externe Wachstumschancen</b>	<b>13</b>
<b>Vorsichtige Prognose beinhaltet noch Potenzial</b>	<b>13</b>
<b>Umsatzzuwächse werden begleitet von Verbesserung der Marge</b>	<b>14</b>
<b>Halbjahresergebnis 2004/05: Pflege weiter auf Wachstumskurs</b>	<b>14</b>
<b>Ergebnishebel aus höherer Bettenzahl kommt mittelfristig zum Tragen</b>	<b>15</b>
<b>Turnaround der Reha würde zusätzliches Kurspotenzial eröffnen</b>	<b>16</b>
<b>Erfolgreicher Abschluss der Sale-and-Lease-Back-Transaktion</b>	<b>16</b>
<b>...wirkt sich positiv auf die Bilanzstruktur des Unternehmens aus</b>	<b>16</b>



#### **4.) Wettbewerbsumfeld und mögliche Risiken**

<b>Gesundheitsmarkt ist weiter Spielball der Politik, die Auswirkungen im Pflegebereich sind jedoch überschaubar</b>	<b>17</b>
<b>Starke Fokussierung auf Selbstzahler mindert Einfluss der Sozialpolitik</b>	<b>17</b>
<b>...andererseits sichert das Sozialamt vielfach mögliche Risiken ab</b>	<b>17</b>
<b>Spezifische Risiken von Marseille-Kliniken im Auge behalten</b>	<b>17</b>
<b>Besondere Themen sorgen bei Marseille-Kliniken für negative Publicity</b>	<b>18</b>
<b>Marseille-Kliniken weiterhin günstiger bewertet als die Wettbewerber</b>	<b>19</b>
<b>Internationale Wettbewerber nur eingeschränkt vergleichbar</b>	<b>19</b>
<b>Deutscher Kurszettel bietet wenig geeignete Vergleichsunternehmen</b>	<b>20</b>
<b>CURANUM: einziger direkter Wettbewerber von Altlasten beeinflusst</b>	<b>20</b>
<b>Eifelhöhen-Klinik: weitere Strategie unklar</b>	<b>21</b>
<b>Strategie und Perspektiven weiterer Klinikwerte bleibt unklar</b>	<b>21</b>
<b>Pleite von Refugium in 2002 hängt der Branche noch immer nach</b>	<b>21</b>

#### **5.) Fazit und Anlageempfehlung**

<b>Aus dem weiteren Wachstum entstehende Skaleneffekte eröffnen mittelfristig erhebliches Kurspotenzial für die Aktie</b>	<b>22</b>
<b>Investoren sollten Etappenziele bei der Wachstumsplanung beobachten</b>	<b>22</b>
<b>Verkürzung der Bilanz durch Sale-and-Lease-Back sehr positiv</b>	<b>22</b>
<b>Mittel- und langfristig großes Kurspotenzial</b>	<b>23</b>
<b>Kontaktadresse</b>	<b>24</b>
<b>Quellenverzeichnis</b>	<b>24</b>
<b>Haftungsausschluss</b>	<b>25</b>

## 1.) Marktumfeld und Tendenzen

### Gesundheitsmarkt als wichtige Säule unserer Volkswirtschaft



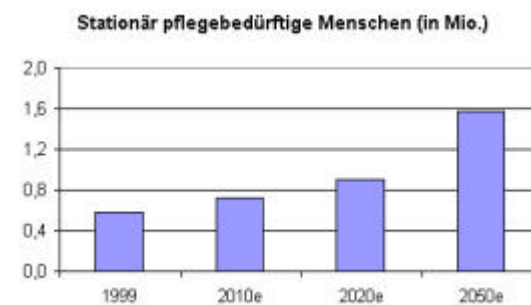
Mit einem Volumen von über 226 Mrd. Euro, entsprechend 10,9 Prozent des Bruttoinlandsproduktes, zählt der Gesundheitsmarkt zu den tragenden Säulen der deutschen Wirtschaft und rangiert damit noch vor der immer wieder in ihrer volkswirtschaftlichen Wichtigkeit hervorgehobenen Automobilbranche.

Der stationäre Gesundheitsmarkt – dazu zählen die Segmente Akutkrankenhäuser, Rehabilitation sowie Pflege – besitzt ein Volumen von gut 80 Mrd. Euro. Hiervon entfallen mit 62 Prozent nahezu zwei Drittel auf die Akutkrankenhäuser, knapp ein Drittel auf die Pflege und der geringe verbleibende Anteil auf die Rehabilitation. Die Marseille-Kliniken AG ist in den zwei letztgenannten Segmenten Pflege und Reha aktiv.

### Wachstum wird auch in den kommenden Jahrzehnten weiter anhalten

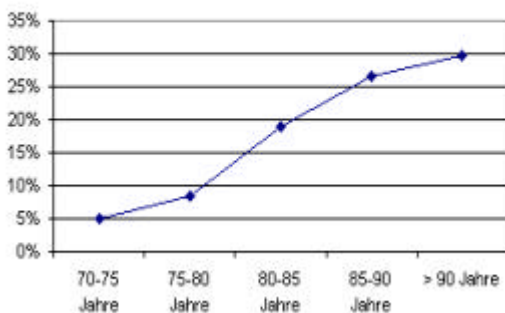
Der gesamte Gesundheitssektor wird durch die immer stärkere Alterung der Gesellschaft sowie die weiter zunehmende Lebenserwartung der Menschen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten weiter zulegen. Im für Marseille-Kliniken relevanten Segment der Altenpflege ist vor diesem Hintergrund mit deutlich steigenden 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 Jahr 1999 auf 2,94 Mio. in 2020 und 4,73 Mio. im Jahr 2050 steigen. Zusätzliche Nachfrage nach Pflegeleistungen für ältere Menschen wird sich aus den Veränderungen in unserer Gesellschaft ergeben – insbesondere durch die seit Jahren stetig steigende Zahl von Single-Haushalten, nicht nur bei jüngeren Menschen – und zu einer überproportionalen Zunahme des Anteils stationär aufzunehmender Personen führen.



Quelle: DIW-Studie 2001

Der Anteil der pflegebedürftigen Menschen steigt mit zunehmendem Alter



Quelle: DIW-Studie 2001

Ein weiterer Trend ist die zunehmende Bereitschaft vieler betroffener älteren Menschen, für eine qualitativ hochwertige Betreuung und Pflege auch in nennenswertem Umfang in die eigene Tasche zu greifen. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte prognostiziert das DIW eine Zunahme bei den Heimbewohnern von rund 580.000 im Jahr 1999 auf 1,57 Mio. bis im Jahr 2050. Dies entspricht einer Steigerung von 172 Prozent bzw. 2 Prozent pro Jahr.

## **Gesundheitspolitik wird Trend nicht stoppen können**

Die im vergangenen Jahr 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 stationärer Einrichtungen ausgesprochen.

Beweggrund für die Politik ist natürlich, dass eine ambulante Pflege der alten Menschen – optimalerweise noch durch Angehörige, die hierfür 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 auf Dauer durch Angehörige oder ambulante Pflegedienste zu betreuen.

Ingesamt gehen wir davon aus, dass diese Initiative vielleicht eine gewisse Verzögerung der Gesamtentwicklung bewirken, aufhalten oder gar umkehren wird man sie jedoch 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, wollen wir exemplarisch darstellen, wie derzeit die Kosten für die Heimunterbringung finanziert werden und wie sich dies in der Zukunft ändern könnte.

Nach der aktuell gültigen Rechtslage wird etwa die Hälfte der Kosten für die Heimunterbringung von der Pflegeversicherung getragen. Die zum 1. Januar 2005 eingeführte höhere Belastung kinderloser Versicherter verschafft allenfalls eine kurze Verschnaufpause, ist zur dauerhaften Absicherung der Leistungsfähigkeit jedoch nicht geeignet.

Die verbleibende 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. unterhaltspflichtigen Personen wird sich jedoch nichts daran ändern, dass Menschen ab einem bestimmten Grad der Pflegebedürftigkeit (zumeist ab der so genannten „Pflegestufe II“) dauerhaft in einem Heim untergebracht werden müssen.

Der Bedarf nach Pflegeplätzen ist somit 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 die Situation hingegen für den Heimbetreiber. Dem kann es ja letztlich egal sein, aus welchem Topf (Pflegeversicherung, Pflegebedürftiger oder Sozialamt) er sein Geld erhält, das Ausfallrisiko tendiert hierdurch für den Heimbetreiber gegen Null.



Auch durch eine mögliche Verlagerung von jetzigen Heimbewohnern zurück in die ambulante Pflege wird sich allenfalls eine vorübergehende Verlangsamung der Zuwachsraten bei der Nachfrage nach Heimplätzen ergeben. Angesichts des Angebotsmangels erwarten wir aber keine Auswirkung auf die Auslastungssituation der Branche.



Gestützt wird unsere Prognose unter anderem durch eine weitere Erhebung des DIW, laut der die Ausgaben der Pflegeversicherung für stationär untergebrachte Personen mit 8,4 Mrd. Euro die Ausgaben für die ambulante und häusliche Pflege von 8,2 Mrd. Euro bereits im Jahr 2003 übertrafen.

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

Im Gegensatz zu den langfristig sehr erfreulichen Aussichten im Bereich der Pflege stellt sich die Situation im Segment Rehabilitation insbesondere auf kurze Sicht sehr differenziert und alles andere als unproblematisch dar, wengleich wir auf lange Sicht auch hier ein wachsendes Marktvolumen erwarten.

Bei der Beurteilung des Marktumfeldes muss zwischen der so genannten Anschlussheilbehandlung, die nach dem stationären Aufenthalt des Patienten in einem Akutkrankenhaus quasi „automatisch“ erfolgt, und anderen Formen der Rehabilitation vornehmlich im psychosomatischen Bereich unterschieden werden.

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

Trotz der anhaltenden Einsparbemühungen der Krankenkassen und Rentenversicherungsanstalten dürften sich auf die Anschlussheilbehandlungen nach operativen Eingriffen spezialisierte Kliniken künftig überwiegend positiv entwickeln. Diese Häuser werden dabei vor allem von der Einführung der so genannten Fallpauschalen oder DRGs (Diagnostic Related Groups) profitieren, was zu einem schnelleren Verlassen der Akutkrankenhäuser führt – zugunsten der anschließenden Rehabilitation.

Diese Fallpauschalen, die bis 2008 flächendeckend im deutschen Krankenhauswesen eingeführt werden, sollen nach dem Willen der Gesundheitspolitik zur Kostenbegrenzung beitragen. Der Ansatz der DRGs ist denkbar einfach: Jeder möglichen Indikation wird ein Pauschal-Preis zugeordnet, der vom Akutkrankenhaus abgerechnet werden kann. Im Gegensatz zu früher ist nun nicht mehr die Verweildauer des Patienten im Krankenhaus wesentliches Kriterium für den wirtschaftlichen Erfolg, sondern schlicht die Anzahl der behandelten Patienten.

### **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 ganz 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.

Vergleichbare Entwicklungen sind auch bei orthopädischen Indikationen zu nennen, in denen der Trend immer stärker in Richtung ambulanter Operationen und im Anschluss daran ambulanter Rehabilitation geht.



### **Psychosomatische Indikationen sind 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 ein Teil der Patienten trotz positivem Bescheid für die Maßnahme seitens Krankenkasse oder Rentenversicherungsträgers aus Angst vor einem möglichen Arbeitsplatzverlust ihre Reha-Maßnahme 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. Entsprechend werden Reha-Kliniken nur bei einem nachhaltig stabilen Arbeitsmarktumfeld hohe Auslastungsgrade erzielen. Von dieser Entwicklung sind alle Anbieter betroffen, also sowohl private wie auch in öffentliche oder gemeinnützige.

Seit einigen Monaten ist insbesondere ein zunehmender Konsolidierungs- und Schließungsdruck bei Einrichtungen der LVAs bzw. der BfA zu beobachten. Mittelfristig ist diese Entwicklung positiv zu werten, da hierdurch die nach wie vor im Markt vorhandenen Überkapazitäten abgebaut werden und der daraus resultierende Preisdruck abgemildert wird.

### **Privatisierungstrend wird weiter anhalten und ermöglicht Effizienzgewinne**

Anhalten und vermutlich beschleunigen wird sich nach unserer Einschätzung auch der anhaltende Trend zu Privatisierungen von Kliniken und Pflegeheimen. Hauptgrund sind hier neben den eingeschränkten finanziellen Möglichkeiten von Häusern in öffentlicher oder gemeinnütziger Trägerschaft vor allem deutliche Effizienz- und Kostenvorteile in den von privaten Betreibern geführten Häusern.

Von uns befragte Marktbeobachter beziffern diese Kostenvorteile auf zwischen 20 und 30 Prozent – und das, obwohl die privaten Anbieter seit je her ihre Investitionskosten in vollem Umfang in den Pflegesätzen berücksichtigen. Als Hauptgründe für Kostenunterschiede gelten eine erhöhte Flexibilität der Strukturen und die konsequente Nutzung von Skaleneffekten bei den privaten Playern.

Unter die Rubrik „erhöhte Flexibilität“ fällt beispielsweise das Outsourcing von bestimmten Dienstleistungen, um hierdurch 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. Vereinfacht gesagt, verdienen Hausmeister in privaten Einrichtungen nicht genauso viel wie Pflege-Fachkräfte.

Der zweite wichtige Aspekt ist die konsequente Nutzung von Skaleneffekten, insbesondere bei den größeren privaten Anbietern. Dies wurde in den letzten Jahren konsequent vorangetrieben und führt zu entsprechenden Vorteilen beim Einkauf, der Verwaltung und in anderen Bereichen. Entscheidend für die Bemessung etwaiger Skaleneffekten ist die Firmengröße, weshalb die Beurteilung dieses Effektes unternehmensspezifisch vorgenommen werden muss.

Trotz dieser grundsätzlichen Einschränkung ist festzustellen, dass selbst kleine private Anbieter auf diesem Gebiet meist deutlich weiter fortgeschritten sind als öffentliche oder gemeinnützige Häuser, die vielfach von ihren Gremien dazu an-

gehalten werden, externe Dienstleistungen bei Anbietern aus dem Umfeld ihrer Träger zu beziehen, auch unter bewusster Inkaufnahme eines suboptimalen Preis-Leistungs-Verhältnisses.



### **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 aufgrund effizienter Strukturen in der Lage sind, ein attraktives Preis-Leistungs-Verhältnis anzubieten, werden sich am Markt dauerhaft und auch betriebswirtschaftlich erfolgreich behaupten können. Kurz gesagt werden diejenigen Häuser, die zum gleichen Preis eine höhere Lebensqualität ermöglichen als Wettbewerber in der Umgebung, stets die bessere Auslastung und damit die höheren Renditen erreichen.



## 2.) 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 ins 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 der Produktion von Dachziegeln und ähnlichen Produkten tätig.

Völlig unabhängig von der TIW gründeten die Brüder Theo und Ulrich Marseille 1984 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 Jahr 1991.

Im Jahre 1994 übernimmt Marseille-Kliniken die Mehrheit an der inzwischen zu einem Börsenmantel gewordenen TIW AG und führt nach der Akquisition der KASANAG (Karlsruher Sanatorium AG) im Februar 1996 noch im gleichen Jahr über diesen Mantel den Börsengang des Unternehmens durch. Heute notiert die Marseille-Kliniken Aktie im Prime Standard der deutschen Börse.

#### Segment Pflege ist erklärtes Kerngeschäft

Hauptgeschäftsfeld der Marseille-Kliniken AG ist das Segment (Alten-)Pflege. In geringerem Umfang ist die Gesellschaft auch im Bereich Reha-Kliniken aktiv. Die deutlich überwiegende Bedeutung des Geschäftsbereiches Pflege ergibt sich aus dem Anteil dieses Segmentes von zuletzt gut 75 Prozent an der Gesamtleistung des Konzerns.

Aktuell betreibt Marseille-Kliniken 47 Pflegeheime und Senioren-Wohnparks mit insgesamt 5.740 Betten. Das Angebot reicht dabei von der ambulanten Pflege über Kurzzeit- und Tagespflege bis hin zur stationären Pflege. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2003/04 (30.6.) wurde im Bereich Pflege ein von 128,3 auf 140,7 Mio. Euro gesteigerter Umsatz erwirtschaftet. Das Geschäftsvolumen konnte damit seit dem Geschäftsjahr 1997/98 nahezu verdoppelt werden.

Segm. Pflege	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04
Umsatz	98,8 Mio. €	105,4 Mio. €	114,9 Mio. €	128,3 Mio. €	147,0 Mio. €
Mitarbeiter	1.491	1.690	1.883	2.105	2.277
Standorte	35	37	39	46	47
Bettenzahl	4.165	4.453	4.736	5.460	5.740
Auslastung	92,9%	94,9%	96,9%	95,4%	94,3%

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

#### Wachstum durch Strategiemix aus Neueröffnungen und Zukäufen

Grundlage des Erfolges der vergangenen Jahre im Segment Pflege war neben einer kontinuierlichen Verbesserung des Auslastungsgrades der vorhandenen Häuser auch die Schaffung zusätzlicher Kapazitäten. Im Schnitt kamen in den letzten Jahren 2 bis 3 neue Häuser pro Geschäftsjahr hinzu.

Bei der Kapazitätsausweitung verfolgt die Marseille-Kliniken AG einen Strategiemix aus Neueröffnungen sowie der Übernahme bereits am Markt befindlicher Häuser von Dritten. Hauptvorteil dieser zweigleisigen Strategie ist unserer Ansicht nach die Abfederung möglicher Risiken aus dem Wachstum sowie die Beibehaltung von insgesamt sehr hohen Auslastungsquoten auf Konzernebene, verbunden mit entsprechend deutlich positiven Ergebnissen.



### **Verringerter Risiko durch Kombination aus Neueröffnungen und Zukäufen**

Würde die Wachstumsstrategie ausschließlich über den Bau und die Eröffnung neuer Standorte umgesetzt, besteht stets das Risiko, dass bei den neuen Standorten in einem überschaubaren Zeitraum noch kein Auslastungsgrad erreichbar ist, der zumindest den kostendeckenden Betrieb ermöglicht.

Im Regelfall schreiben neu eröffnete Häuser in den ersten 12 bis 18 Monaten rote Zahlen, da die Belegungsquote nicht reicht, um den weitgehend fixen Kostenblock abzudecken. Bei Marseille-Kliniken belegen dies die Beispiele der beiden neuen Standorte in Landshut und Montabaur. Allerdings kann sich dieser Zeithorizont bei der Erschließung neuer Regionen auch nach hinten ausdehnen, was entsprechende Auswirkungen auf der Ertragsseite mit sich bringt.

Auch ein rein über Akquisitionen gesteuertes Wachstum ist unseres Erachtens nicht risikolos möglich. Neben der Verfügbarkeit von geeigneten Objekten an interessanten Standorten ist bei der Übernahme bestehender Häuser eine genaue Due-Diligence-Prüfung entscheidend, um keine unkalkulierbaren Risiken einzukaufen. Im Falle einer erfolgreichen Prüfung lassen sich im Regelfall in einem relativ überschaubaren Zeitraum mit begrenztem Einsatz von Kapital und Management-Kapazität deutliche Verbesserungen der betriebswirtschaftlichen Daten erzielen.

Übliche und schnell umsetzbare Maßnahmen sind beispielsweise die Steigerung der Auslastungsquote, die Realisierung von Synergien durch die Einbindung in die Marseille-Kliniken-Gruppe sowie die Ausschöpfung möglicher Outsourcing-Potenziale. Bei Maßnahmen im Bereich des Personals – insbesondere der Zuordnung zu den jeweils branchenüblichen Tarifen – ist dagegen mit einem Vorlauf von bis zu einem Jahr zu rechnen.

### **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 beispielsweise Einzelzimmer mit separatem Bad und begrünte Innenhöfe zum gefahrlosen Spazierengehen 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 kann das Management nicht nur bei Fehlentwicklungen sehr zeitnah reagieren, es entstehen auch deutliche Effizienzvorteile im Verwaltungsbereich.

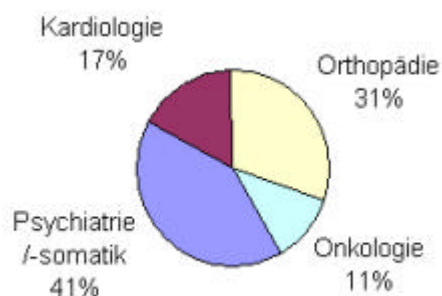
Der jetzige Ausbaustatus des Softwaresystems ist bereits auf das geplante deutliche Wachstum der Marseille-Kliniken AG in den kommenden Jahren ausgelegt. Daher ist auch auf mittlere Sicht nicht mit außergewöhnlich hohen Belastungen in diesem Bereich zu rechnen.

## Segment Reha leidet unter schlechtesten Rahmendaten seit Mitte der 90er



Im zweiten Geschäftsfeld, den Rehabilitationskliniken, ist Marseille-Kliniken mit zuletzt 11 Einrichtungen mit insgesamt 1.676 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 Reha-Betten nach Indikation



Quelle: Marseille-Klinken AG

Der Bereich Reha litt Ende der 90er Jahre unter den Folgen der so genannten Reha-Krise des Jahres 1997, die seinerzeit durch die dritte Stufe der Gesundheitsreform des damaligen Ministers Horst Seehofer ausgelöst wurde. Zielsetzung dieser Maßnahme war, durch Einschränkungen im Leistungskatalog und die Einführung der Patientenselbstbeteiligung die Sozialkassen zu entlasten. Die weitere Verschärfung der dortigen Defizite sowie die aus Angst vor Arbeitsplatzverlust deutliche gesunkene Zahl von den Patienten selbst beantragten Anwendungen – ein Indiz dafür ist der niedrigste Krankenstand seit über 40 Jahren – hat in Verbindung mit den nach wie vor bestehenden Überkapazitäten zu einer weiteren Verschärfung der Branchensituation im Geschäftsjahr 2003/2004 geführt.

## Überkapazitäten und Nachfrageschwäche stoßen Marktberreinigung an

Analog zur Bereinigung der Kapazitäten im Anschluss an die Gesundheitsreform von 1995, durch die etwa 40 Prozent der damaligen Kapazität am Markt keine dauerhafte Chance hatte, war in der zweiten Jahreshälfte 2004 eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Durch den spürbaren Wegfall von Geschäft und die nach wie vor nicht bestehende Unterversorgung mit Kapazitäten sind einige mittelständische Anbieter durch Insolvenz aus dem Markt ausgeschieden.

Wie groß inzwischen in diesem Segment der Druck geworden ist, zeigt auch der Umstand, dass in 2004 erstmals auch direkt von der BfA bzw. den LVAs betriebene Einrichtungen geschlossen oder eine deutliche Verringerung der Kapazitäten vorgenommen haben. Die zahlenmäßigen Auswirkungen bei Marseille-Kliniken sind in der nachfolgenden Tabelle in der Entwicklung von Auslastungsquote und Umsatz erkennbar.

Segm. Reha	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04
Umsatz	54,4 Mio. €	62,7 Mio. €	66,0 Mio. €	61,7 Mio. €	53,1 Mio. €
Mitarbeiter	653	706	764	790	727
Standorte	10	11	11	11	11
Bettenanzahl	1.632	1.801	1.801	1.801	1.772
Auslastung	82,9%	89,2%	88,1%	83,0%	77,0%

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

Wir gehen davon aus, dass im Zuge der beschriebenen Entwicklung weitere Kapazitäten vom Markt verschwinden werden. Durch den Abbau der vorhandenen Überkapazitäten sollte den im Markt verbleibenden Anbietern mittelfristig eine bessere Auslastung der Betten möglich sein. Die jüngst von Marseille-Kliniken gemeldeten Zahlen für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2004/05 belegen diese Erwartung. Im Vergleich zum Tiefpunkt bei rund 72 Prozent konnte die Auslastung über 75,6 Prozent im ersten auf 77,1 Prozent im traditionell eigentlich schwachen zweiten Quartal verbessert werden.



Auch bei einer Fortsetzung dieses positiven Trends erwarten wir im laufenden Jahr noch einen – wenn auch deutlich geringeren – Fehlbetrag aus der Rehabilitation. Eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen sollte jedoch im kommenden Geschäftsjahr 2005/06 möglich sein. Erweist sich das Problem der geringen Auslastungsquote entgegen unserer derzeitigen Einschätzung als langwieriger und bringt dauerhaft Belegungsquoten von deutlich unter 80 Prozent, könnte sich jedoch die Notwendigkeit weiterer Wertberichtigungen bei den Wertansätzen einzelner Reha-Objekte und damit Belastungen für die Zahlen des Konzerns ergeben.

### **Schwieriges Umfeld erfordert umfangreiche Restrukturierungen ...**

Um dieses Risiko zu minimieren, hat Marseille-Kliniken ausgehend vom anhaltend schwierigen Marktumfeld bereits im Geschäftsjahr 2003/2004 mit einer umfassenden Restrukturierung der Reha-Aktivitäten im Konzern begonnen. Betroffen von diesen Maßnahmen sind insbesondere die drei kleineren der insgesamt fünf Kliniken mit dem Schwerpunkt psychosomatische Rehabilitation.

Bereits in unserer letztjährigen Studie wiesen wir auf die bevorstehende Schließung der kardiologischen Klinik Waldkirch hin, die nötig wurde, da im Nachbarort eine neue Klinik der BFA eröffnet worden ist und daher kaum mehr Zuweisungen in das Marseille-Haus erfolgt sind. Nach Einstellung der dortigen Reha-Aktivitäten wird das Gebäude mit einem neuen Konzept aus Medizin in Verbindung mit Wellness-Reisen zu attraktiven Preisen als alternative Nutzungsform betrieben.

Der Standort Bad Herrenalb soll per 1.7.2005 nach Schömberg verlagert werden, wie dies mit Rheinerzau bereits per 1.10.2004 erfolgreich umgesetzt wurde. Die Räumlichkeiten in Bad Herrenalb werden nach der inzwischen vorliegenden Zustimmung der Behörden zur Nutzungsänderung als Pflegeheim genutzt; in Rheinerzau ist eine Vermietung und der mittelfristige Verkauf an den neuen Betreiber vorgesehen. Der Standort Zell ist derzeit erfolgreich tätig; auch hier gibt es jedoch Überlegungen hinsichtlich der künftigen Ausrichtung.

Die genannten Maßnahmen bzw. deren Vorbereitung haben das abgelaufene Geschäftsjahr mit Restrukturierungskosten im Volumen von rund 12,5 Mio. Euro belastet, im laufenden Jahr sollen etwaige Strukturmaßnahmen jedoch nur noch in vergleichsweise überschaubarem Umfang anfallen.

### **... und Exit-Überlegungen**

Grundsätzlich positiv bewerten wir die anhaltenden Bemühungen der Verwaltung, sich mittelfristig komplett aus dem Reha-Geschäft zurückzuziehen und die Kliniken zu veräußern bzw. in eine Partnerschaft mit einem anderen Unternehmen einzubringen. Angesichts der anhaltend schwierigen Rahmenbedingungen und dementsprechend faktisch nicht vorhandener Nachfrage auf der Investorenseite gehen wir nicht von der zeitnahen Umsetzung einer solchen Transaktion aus.

Bis zu einer etwaigen Marktbelebung und sich dann möglicherweise bietender Exit-Chancen ist die vom Vorstand verfolgte Strategie der konsequenten Restrukturierung und weitgehenden Verlustminimierung aus unserer Sicht zwar nicht vergnüglich, jedoch ohne Alternative.

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



#### Verringerung der Verluste aus der Reha-Sparte und anhaltendes Wachstum der Pflege eröffnet weiteres Potenzial

Die bereits im vorigen Kapitel näher erläuterten mittelfristigen Planungen der Marseille-Kliniken AG beinhalten eine deutliche Ausweitung der Bettenkapazität im Geschäftsfeld Pflege. Bis Ende des Geschäftsjahres 2008/09 will Marseille-Kliniken die Bettenzahl im Segment Pflege von derzeit 5.740 auf über 10.000 erhöhen. Erreicht werden soll dies durch eine Kombination aus Neueröffnungen und Übernahmen.

Nach unserer Einschätzung ist die angestrebte Ausweitung nicht ohne etliche Akquisitionen von bereits bestehenden Häusern am Markt erreichbar. Hinsichtlich des Zeithorizonts zur Zielerreichung ist eine externe Wachstumsstrategie jedoch naturgemäß mit Risiken behaftet, da entsprechende Häuser nicht immer im gewünschten Umfang bzw. an den favorisierten Standorten im Angebot sind.

Insoweit halten wir den angestrebten Ausbau der Bettenkapazitäten für ambitioniert, bei ausreichend Akquisitionsobjekten jedoch durchaus für erreichbar.

#### Bevorstehende Marktberreinigung eröffnet externe Wachstumschancen

Interessante Wachstumsperspektiven könnten sich unseres Erachtens durch den nach wie vor zunehmenden Druck auf zahlreiche gemeinnützige Anbieter im Markt ergeben. Nach übereinstimmender Einschätzung von Branchenbeobachtern und dem Marseille-Kliniken-Management werden mittelfristig rund 2.000 bis 3.000 Heime den Betrieb aufgeben bzw. finanzstarke Partner finden müssen.

Nachdem es in der Vergangenheit trotz der bekannten Problemsituation noch vergleichsweise wenig Bewegung im Markt gab, wurden insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2004 eine ganze Reihe von Transaktionen mit ausländischen Investoren umgesetzt. Für Marseille-Kliniken sind ausschließlich Häuser als Übernahmekandidaten interessant, die keine größeren Verluste erwirtschaften und zeitnah auf das konzernübliche Renditeniveau gehoben werden können.

#### Vorsichtige Prognose beinhaltet noch Potenzial

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. Hierbei haben wir für das laufende Jahr sehr vorsichtig kalkuliert und ein Wachstum von 10 Prozent in der Pflege und eine leicht rückläufige Entwicklung in der Reha zugrundegelegt.

Ab dem Geschäftsjahr 2005/2006 erwarten wir in der Pflege ein jährliche Umsatzausweitung von jeweils rund 12 Prozent, bei einer ebenfalls wieder besseren Umsatzentwicklung im Segment Reha.

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
<b>Bettenzahl (gesamt)</b>	7.512	7.900	8.400	9.000
<b>Umsatz „Reha“</b>	53,1	52,6	55,2	58,0
<b>Umsatz „Pflege“</b>	147,0	161,7	181,1	202,8
<b>Gesamtumsatz</b>	200,1	214,3	236,3	260,8

Prognose: Marseille-Kliniken AG, ergänzende Schätzungen GSC Research

## Umsatzzuwächse werden begleitet von Verbesserung der Marge



Die erwartete Umsatzausweitung in den kommenden Geschäftsjahren wird nach unserer Einschätzung von einer deutlichen Verbesserung der erzielten Margen begleitet sein. Grund hierfür ist einerseits die Realisierung von Skaleneffekten bei der Ausweitung des Geschäftsvolumens im Bereich Pflege, zum anderen der von uns erwartete Break-Even des konjunktursensitiven Reha-Bereichs ab dem Geschäftsjahr 2005/06. Für das laufende Geschäftsjahr bleiben wir angesichts der anhaltenden Verlustsituation in der Reha sowie bislang nicht realisierter nennenswerter Akquisitionen noch zurückhaltend.

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.

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>200,1</b>	<b>214,3</b>	<b>236,3</b>	<b>260,8</b>
<b>EBITDAR</b>	<b>53,4</b>	<b>58,9</b>	<b>66,2</b>	<b>74,3</b>
<b>Marge</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,5%</b>	<b>28,0%</b>	<b>28,5%</b>

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

Historisch betrachtet haben sich die EBITDAR-Margen im Konzern von rund 25 Prozent in der Mitte der 90er Jahre in den Folgejahren auf Werte jenseits der 30-Prozent-Marke verbessert. Bedingt durch die schwierige Situation auf dem Reha-Markt entwickelte sich die Marge wieder rückläufig und erreichte in den Geschäftsjahren 2001/02 und 2002/03 Werte von jeweils 29,8 Prozent. Durch den Einbruch der Reha im vergangenen Geschäftsjahr und länger als ursprünglich prognostizierte Anlaufverluste der Häuser in Landshut und Montabaur hat sich diese auf 26,7 Prozent reduziert.

Trotz erster Anzeichen einer Verbesserung in der Reha im ersten Halbjahr 2004/2005 gehen wir im laufenden Jahr vorsichtig von einer nur leicht auf 27,5 Prozent steigenden Marge aus, die sich ab dem kommenden Geschäftsjahr konstant weiter verbessern dürfte. Mittelfristig sollte sich die Margensituation insbesondere bei einem möglichen vollständigen Rückzug aus der Reha wieder deutlich verbessern und Werte von klar über 30 Prozent erreichen. Als langfristigen Zielwert sehen wir hier nach wie vor etwa 35 Prozent.

### Halbjahresergebnis 2004/05: Pflege weiter auf Wachstumskurs

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres konnte Marseille-Kliniken die Umsatzerlöse leicht von 102,1 auf 102,4 Mio. Euro ausweiten und das Ergebnis nach DVFA/SG um von 4,9 auf 5,2 Mio. Euro verbessern können. Der Gewinn je Aktie verbesserte sich von 0,40 Euro im Vorjahr auf jetzt 0,43 Euro je Aktie. Die Auslastung lag auf Konzernebene zum Halbjahr bei 89,6 (90,6) Prozent.

Die positiven Impulse auf der Umsatz und der Ergebnisseite gehen dabei allein auf den Bereich Pflege zurück, dort stieg der Umsatz von 72,8 auf 75,4 Mio. Euro. Das Ergebnis verbesserte sich erneut überproportional von 5,8 auf 6,9 Mio. Euro. Wegen Umbaumaßnahmen an den Standorten Belzig und Leipzig lag die Auslastungsquote mit 93,8 Prozent leicht unter dem Vorjahreswert (94,5%).

Anhaltend schwierig gestaltet sich weiterhin die Lage im Geschäftsfeld Reha, das erneut einen Umsatzrückgang von 28,2 auf 26,1 Mio. Euro zu verkräften hatte. Das Ergebnis verschlechterte sich gegenüber dem Vorjahr von -0,9 auf aktuell -1,7 Mio. Euro. Ein Lichtblick ist die leichte Verbesserung der Auslastung im traditionell eigentlich schwachen zweiten Quartal von 75,6 auf 77,1 Prozent. Bei einem Anhalten dieses Trends erwarten wir für das Gesamtjahr analog zum Vorstand eine Reduzierung der Belastungen aus der Rehabilitation.



### Ergebnishebel aus höherer Bettenzahl kommt mittelfristig zum Tragen

Insgesamt gehen wir davon aus, dass Marseille-Kliniken im zweiten Halbjahr ein ähnliches Ergebnis wie in den ersten sechs Monaten erreicht. Durch geringere Belastungen aus dem Reha-Bereich und das weitere Wachstum im Segment Pflege erwarten wir im kommenden Jahr eine weitere Umsatzsteigerung und ein deutlich besseres Ergebnis.

In den Folgejahren werden sich Skaleneffekte immer stärker auf das Ergebnis durchschlagen und zu weit überproportionalen Gewinnsteigerungen führen. Dieser Effekt wird in unserer Schätzung für 2006/07 erstmals sichtbar, dürfte jedoch in der Zukunft noch deutlich stärker zutage treten. Durch diesen Ergebnishebel erwarten wir über den Prognosezeitraum hinaus unter der Prämisse einer Fortsetzung des Bettenwachstums auch weiterhin erheblich steigende Gewinne.

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

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
<b>Ergebnis DVFA/SG</b>	<b>7,5 Mio. €</b>	<b>10,2 Mio. €</b>	<b>12,4 Mio. €</b>	<b>16,1 Mio. €</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,62 €</b>	<b>0,84 €</b>	<b>1,02 €</b>	<b>1,32 €</b>
<b>KGV</b>	<b>16,9</b>	<b>12,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,0</b>

Quelle: Schätzungen GSC Research

Aktuell wird die Marseille-Aktie bei einem Börsenkurs von 10,76 Euro und einem Ergebnis je Aktie von 0,62 Euro im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem KGV von 17,3 bewertet. Bei einem erwarteten Ergebnis je Aktie von 0,84 Euro im laufenden Geschäftsjahr ergibt sich ein KGV von 12,8. Je nach Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte halten wir angesichts unserer eher konservativen Schätzung auch ein leicht höhere Ergebnis je Aktie für erreichbar, mit entsprechenden Effekten beim KGV.

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>	<b>1,02</b>	<b>1,32</b>
<b>Dividende</b>	<b>0,40</b>	<b>0,40</b>	<b>0,50</b>	<b>0,60</b>
<b>Dividendenrendite</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,7%</b>

Quelle: Schätzungen GSC Research

Auf Basis der in den letzten Jahren konstanten Dividende von 0,40 Euro je Aktie beträgt die Dividendenrendite derzeit 3,7 Prozent und liegt damit knapp über der durchschnittlichen Rendite 10 jähriger Bundesanleihen. Selbst bei einem Kurs von 13 Euro ergibt sich noch eine ansehnliche Rendite von über 3 Prozent. Zudem erachten wir bei Erreichen der geplanten Ergebnisziele eine Anhebung der Dividende spätestens für das Geschäftsjahr 2005/2006 als wahrscheinlich.

**Turnaround der Reha würde zusätzliches Kurspotenzial eröffnen**

Im den vergangenen Jahren mussten die Ergebnisse von Marseille-Kliniken durch die anhaltend schwierige Situation auf dem Reha-Markt deutliche Kratzer verkraften, die sich naturgemäß auch auf die Bewertung an der Börse auswirkten. Entsprechend ergibt sich unseres Erachtens bei einem Erreichen des Turnaround in der Reha im kommenden Geschäftsjahr trotz der bereits sehr erfreulichen Performance in den letzten Monaten noch weiteres Kurspotenzial.



Mittelfristig erscheint uns auch eine Dividendenerhöhung möglich. Berücksichtigt werden muss jedoch die Dividendenkontinuität für das Geschäftsjahr 2003/04 trotz des Verlusts im Konzern; die entsprechenden Gewinnrücklagen werden vermutlich zunächst wieder aufgefüllt, bevor eine höhere Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt.

**Erfolgreicher Abschluss der Sale-and-Lease-Back Transaktion ...**

Positiv werten wir den kurz vor Weihnachten gemeldeten erfolgreichen Abschluss des Verkaufs von 12 Pflegeeinrichtungen im Rahmen einer Sale-and-Lease-Back-Transaktion mit einer gleichzeitigen langfristigen Anmietung der Objekte durch Marseille an die GE Commercial Finance, ein Unternehmen des renommierten General Electric Konzerns.

Laut Unternehmensangabe besitzt die Transaktion ein Volumen von rund 100 Mio. Euro. Der erzielte Erlös soll vor allem zur Verbesserung der Finanzstruktur des Konzerns und der Reduktion der langfristigen Fremdverbindlichkeiten eingesetzt werden. Nach unseren Berechnungen wird sich die Eigenkapitalquote im Konzern hierdurch von 17,6 Prozent zum letzten Bilanzstichtag auf etwa 24 Prozent zum Geschäftsjahresende verbessern.

**... wirkt sich positiv auf die Bilanzstruktur des Unternehmens aus**

Neben den bilanziellen Auswirkungen verringert sich die Quote der im Eigenbesitz befindlichen Immobilien von zuletzt 70 auf nunmehr etwa 50 Prozent und unterstreicht damit die bereits seit längerem propagierte Strategie, zuallererst als Betreiber von Gesundheitseinrichtungen und nicht als Immobilienverwalter am Markt wahrgenommen zu werden.

In diesem Zusammenhang erinnern wir an unsere letztjährige Betrachtung aus der Studie vom 16. Februar 2004 zu den Vor- und Nachteilen von eigenen Immobilien und können festhalten, dass eine Quote von 50:50 bereits deutlich schneller als in dem von uns erwarteten Zeitraum von 2 bis 3 Jahren erreicht wurde.

Wenngleich wir derzeit keinen zeitnahen Abschluss einer weiteren ähnlich gelagerten Transaktion erwarten dürfte sich die Quote bei Marseille-Kliniken analog zur Entwicklung auf dem bereits deutlich weiter entwickelten US-Markt mittel- bis langfristig weiter reduzieren und im Ziel ein Verhältnis von 30 Prozent Eigen- und 70 Prozent Fremdbesitz erreichen.



## 4.) Wettbewerbsumfeld und mögliche Risiken



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

Trotz verschiedenster Reformbemühungen in der Vergangenheit wird der Gesundheitsmarkt auch in den kommenden Jahren weiterhin in einem sehr hohen Maße von den Entscheidungen der Politik abhängig bleiben. Wenngleich die chronisch leeren Kassen in den kommenden Jahren weitere Stufen der Gesundheitsreform und eine Reform der Pflegeversicherung erwarten lassen, sehen wir derzeit noch nicht die Kraft bei den politisch Verantwortlichen, hier zu langfristig tragfähigen Lösungen zu gelangen. Die Marseille-Kliniken AG wird durch diese „Politik-Komponente“ vor allem im Geschäftsfeld „Rehabilitation“ betroffen.

### **Starke Fokussierung auf Selbstzahler mildert Einfluss der Sozialpolitik ...**

Im deutlich wichtigeren Segment Pflege sind die Einflüsse aus dem politischen Bereich erfreulicherweise deutlich differenzierter zu betrachten. Wenngleich sich Marseille-Kliniken natürlich nicht von der Entwicklung der Pflegesätze abkoppeln kann, die von der Sozialpolitik vorgegeben werden, sind die wirtschaftlichen Auswirkungen unserer Ansicht nach deutlich geringer als von vielen Beobachtern gemeinhin angenommen.

Vorteilhaft für Marseille-Klinken ist, dass das Unternehmen 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. Eine Absenkung der Pflegesätze für die Heimbewohner würde sich demnach wohl nur vergleichsweise moderat auswirken.

### **...andererseits sichert das Sozialamt vielfach mögliche Risiken ab**

Hinzu kommt ein weiterer wenig beachteter Faktor. Die Finanzierung der Heimplätze setzt sich in der Regel aus den drei Komponenten Pflegeversicherung, eigene Renten- und Kapitaleinkünfte und gegebenenfalls einem Zuschuss des Sozialamtes zusammen. Fällt nun künftig der Anteil der Pflegeversicherung geringer aus als in der Vergangenheit, muss die Differenz vom Sozialamt gezahlt werden, sofern keine Alternative zur Unterbringung in einem Pflegeheim besteht.

Hierdurch erhält der Pflegeheimbetreiber weiter den vollen Betrag für die Heimunterbringung; lediglich bei der Mittelherkunft wird sich eine Änderung ergeben, ohne dass dies Auswirkungen auf das betriebswirtschaftliche Ergebnis hat. Sofern die entsprechenden gesundheitlichen Einschränkungen bestehen, ist nicht zu erwarten, dass das Sozialamt den Betroffenen eine Unterbringung in einem Pflegeheim verwehrt.

Risiken bestehen unseres Erachtens jedoch möglicherweise hinsichtlich der in Anspruch genommenen Zahlungsziele – in diesem Punkt sind öffentliche Institutionen unlängst in die Kritik geraten.

### **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 sollten Anleger die Fortschritte der Marseille-Kliniken AG bei der laufenden Restrukturierung der Reha-Aktivitäten. Insbesondere ist wichtig zu sehen, inwieweit die anfallenden Verluste hier im laufenden Geschäftsjahr deutlich reduziert werden können und ob 2005/2006 planmäßig der Break-Even erreicht wird. Aus Risikoaspekten würden wir eine Veräußerung der Reha-Aktivitäten sehr begrüßen, angesichts des anhaltend schwierigen Marktumfeldes halten wir hier jedoch eine zeitnahe Umsetzung einer solchen Transaktion für eher unwahrscheinlich.



Positiv beurteilen wir die im vergangenen Dezember abgeschlossene Sale-and-Lease-Back Vereinbarung mit einem GE Konzernunternehmen. Hierdurch wird sich nicht nur die Eigenkapitalquote verbessern, sondern es konnte auch das zuvor in erheblichem Maße vorhandene Zinsänderungsrisiko aus der Fremdkapitalposition reduziert werden. Dieser Punkt gewinnt vor dem Hintergrund der aktuell wieder leicht anziehenden Konjunktur sowie sicherlich nicht als unterbewertet zu charakterisierender Rentenmärkte weiter an Bedeutung.

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

Für regelmäßige Negativ-Berichterstattung in den Medien sorgte in der Vergangenheit das politische Engagement des Großaktionärs und Aufsichtsratsvorsitzenden 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, den Planungen für die kommenden Jahre und der Beurteilung der Wachstumsperspektive erfolgen.

Dennoch muss dieser Faktor auch weiterhin beachtet werden, da viele Anleger eben keine Trennung zwischen Firma und Person vornehmen – nicht zuletzt aufgrund der auch in der Presse vorgenommenen Vermischung beider Themen. Positiv werten wir hier eine deutlich abnehmendes Interesse der Presse in den vergangenen 12 bis 18 Monaten.

Zwischenzeitlich beendet wurde das in der letzten Studie noch als mögliches Risiko gewertete Engagement bei der TD Trumpf Deutschland AG. Hieraus entstand eine Einmal-Belastung von 4,5 Mio. Euro auf die Beteiligung und mit diesem Projekt zusammenhängende Forderungen.

## Marseille-Kliniken-Aktie weiterhin 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 Enterprise, Sunrise Assisted Living und Care U.K. betrachtenswert.

Unternehmen	Umsatz 2003 (in Mio. €)	Market-Cap. (in Mio. €)	EBITDA- Marge	EpS 2003	KGV
<b>Beverly Enterprise</b>	<b>1.622,7</b>	<b>930,9</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,61</b>	<b>14,6</b>
<b>Sunrise Assisted Living</b>	<b>1.188,0</b>	<b>800,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>2,60</b>	<b>13,5</b>
<b>Care U.K.</b>	<b>155,7</b>	<b>299,1</b>	<b>7,4%</b>	<b>0,12</b>	<b>49,8</b>
<b>Curanum AG</b>	<b>170,2</b>	<b>73,9</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,12</b>	<b>20,7</b>
<b>Maternus-Kliniken AG</b>	<b>105,4</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9%</b>	<b>-0,35</b>	<b>neg.</b>
<b>Marseille Kliniken AG</b>	<b>200,1</b>	<b>127,7</b>	<b>15,7%</b>	<b>0,79</b>	<b>13,3</b>

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen, Kennzahlen basiert auf Kursen vom 28.2.

Bei Peer-Group-Vergleichen anhand von wenigen Kennzahlen, wie in der obigen Tabelle vorgenommen, muss immer die begrenzte Aussagekraft berücksichtigt werden. Im Vergleich zum Vorjahr ist insbesondere bei den beiden deutschen Unternehmen Marseille-Kliniken AG sowie der Curanum AG die deutlich positive Kursperformance beider Unternehmen in den letzten Monaten auffällig.

### Internationale Wettbewerber nur eingeschränkt vergleichbar

Wie bereits einleitend ausgeführt, ist die Auswahl an vergleichbaren Unternehmen auf dem deutschen Kurszettel sehr eingeschränkt, weshalb sich ein Blick nach Großbritannien und in die USA anbietet. Hierbei muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Vergleichbarkeit angesichts der vollkommen anderen Rahmenbedingungen auf dem Pflegesektor nur sehr eingeschränkte Aussagekraft besitzt. Ein 1:1-Vergleich mit diesen Unternehmen ist daher unserer Ansicht nach nicht in seriöser Weise möglich.

Größter börsennotierter Anbieter auf dem US-Markt ist die in Fort Smith, Arkansas, beheimatete **Beverly Enterprise** ([www.beverlycares.com](http://www.beverlycares.com)). Beverly Enterprise ist neben der Tätigkeit im Segment Pflege auch als Klinikbetreiber mit Häusern unterschiedlichster Ausrichtung aktiv. Im Geschäftsjahr 2003 erwirtschaftete der amerikanische Konzern 1,62 Mrd. Euro Umsatz, wovon jedoch der ganz überwiegende Teil nach wie vor auf das Klinikgeschäft entfiel. Die EBITDA-Marge lag bei 3,5 Prozent nach 8,6 Prozent im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Aktuell werden von Beverly Enterprises USA-weit gut 530 Einrichtungen mit rund 60.000 Betten betrieben. Die aktuellen Zahlen für das Geschäftsjahr 2004 sollen im April 2005 veröffentlicht werden.

Ein deutliches Umsatz- und Kapazitätswachstum legte in den vergangenen 18 Monaten die **Sunrise Assisted Living**-Gruppe ([www.sunrise-al.com](http://www.sunrise-al.com)) mit Sitz in Westpark Virginia vor. Die Gesellschaft blickt auf eine über 20-jährige Historie zurück und betreibt neben den USA auch in Großbritannien, Kanada und neuerdings auch auf dem deutschen Markt derzeit etwa 380 Senioren-Einrichtungen mit einer Bettenkapazität im Volumen von 43.000 Plätzen. Inzwischen ist das Unternehmen damit zum größten Player auf dem US-Markt aufgestiegen.

Im Geschäftsjahr 2003 erzielte Sunrise Umsatzerlöse von 1,18 Mrd. Euro bei einer bemerkenswerten EBITDA-Marge von 10,9 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 sich Spielraum für das anorganische Wachstum der letzten Zeit zu verschaffen. Die Geschäftszahlen für das Jahr 2004 sollten laut Unternehmensangabe am 24. Februar 2005 bekannt gegeben werden, lagen bis zur Fertigstellung dieser Studie aber noch nicht vor.



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 155,7 (Vj. 159,1) Mio. Euro. Die EBITDA-Marge verringerte sich von 12,2 auf 7,4 Prozentpunkte.

### **Deutscher Kurszettel bietet wenig geeignete Vergleichsunternehmen**

Auf dem Kurszettel der deutschen Börse ist der Gesundheitssektor nach wie vor unterrepräsentiert in Bezug auf seine volkswirtschaftliche Bedeutung, die in den kommenden Jahrzehnten angesichts der fortschreitenden Alterung der Bevölkerung noch weiter erhöhen dürfte. Angesichts unterschiedlicher strategischer Ausrichtungen und adressierter Segmente des Gesundheitsmarktes ist ein Kennzahlenvergleich 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**. Im Geschäftsjahr 2004 wuchs Rhön beim Umsatz um 9,3 Prozent auf 1,045 Milliarden Euro. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich um 4,5 Prozent auf 2,95 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 gegeben.

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

Am ehesten als Vergleichsunternehmen ist aus unserer Sicht die Münchner **CURANUM AG**, die aus der Fusion der Bonifatius Hospital & Seniorenresidenzen AG mit der zuvor nicht börsennotierten CURANUM im Jahre 2000 hervorging. Das Unternehmen verfügt aktuell in 45 Einrichtungen über etwas über 5.000 Betten sowie weitere 620 in betreuten Wohneinrichtungen. Damit ist CURANUM annähernd genauso groß wie Marseille-Kliniken im Pflegebereich.

Das Zahlenwerk der Münchener ist jedoch noch wesentlich von der Fusion und den Bestandsimmobilien geprägt. Im Jahr 2003 erreichte CURANUM bei einem Umsatz von 170,2 Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 7,2 Prozent einen Jahresüberschuss von 3,6 Mio. Euro, was einem Ergebnis von 0,12 Euro je Aktie entspricht. Inwieweit sich aus der Insolvenz der Bauträgergesellschaft WKM AG, die 1998 ihre damalige Tochter Bonifatius an die Börse brachte in der Zukunft noch etwaige Belastungen ergeben, bleibt abzuwarten.

CURANUM hat in den ersten neun Monaten 2003 ihre Umsatzerlöse – bereinigt um veräußerte Einrichtungen – von 127,1 auf 137,8 Mio. Euro gesteigert. Das EBITDA erreichte einen Wert von 9,4 (7,7) Mio. Euro, woraus sich eine EBITDA-Marge von 6,8 Prozent errechnet. Der Periodenüberschuss stieg von 2,5 auf 3,6 Mio. Euro, der Gewinn je Aktie stieg analog von 0,08 auf 0,12 Euro. Für das Jahr 2005 schätzt Performaxx einen Anstiegs des Ergebnisses auf 0,22 Euro je Aktie, woraus sich ein KGV von rund 11 errechnet.

### Eifelhöhen-Klinik: weitere Strategie unklar

Die auf das Segment Reha fokussierte **Eifelhöhen-Klinik AG** hat im Geschäftsjahr 2003 bei einem Umsatz von 39,4 Mio. Euro Umsatz und einem Gewinn von 0,8 Mio. Euro ein Ergebnis je Aktie von 0,14 (0,41) Euro ausgewiesen. In den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2004 wurde ein Ergebnis von 986 TEUR erzielt, eine Steigerung von fast 25 Prozent gegenüber den 790 TEUR im Vorjahreszeitraum.



Für das Gesamtjahr 2004 hat die Verwaltung im Neun-Monatsbericht ein Ergebnis auf Vorjahresniveau in Aussicht gestellt. Die weitere strategische Ausrichtung und Entwicklung der Eifelhöhen-Klinik AG ist durch die Anfang 2005 abgebrochenen Verhandlungen zur Übernahme der Neue Pergamon Krankenhaus Management GmbH unklar. Die weitere Entwicklung bleibt abzuwarten.

### Strategie und Perspektiven weiterer Klinikwerte bleibt unklar

Neben den bereits vorgestellten Gesellschaften werden auf dem deutschen Kurszettel auch die Aktien der **MediClin AG**, der **Maternus-Kliniken AG** sowie der **Euromed AG** notiert. Alle drei Unternehmen leiden – nicht allein nach unserer Einschätzung – derzeit unter einer unklaren Zukunftsperspektive.

Maternus verfügt derzeit über 3.771 Betten in den Bereichen Pflege und Reha, von denen etwa drei Viertel auf die Pflege entfallen. Der Umsatz im Jahr 2003 lag bei 105,4 Mio. Euro, der Verlust lag bei 4,5 Mio. Euro. Im ersten Halbjahr 2004 ging der Umsatz auf 73,4 (Vj.: 78,4) Mio. Euro zurück, einmal mehr fiel ein Verlust von 4,1 Mio. Euro nach minus 3,4 Mio. Euro im Vorjahr an. Belastend für Maternus wirkt sich nach wie vor der hohe Anteilsbesitz der in erheblichen finanziellen Schwierigkeiten steckenden WCM aus. Dieser führt neben einem sehr schwachen Börsenkurs auch dazu, dass dem Kapitalmarkt seitens des Managements – wohl auch in Ermangelung zusätzlicher finanzieller Mittel – keine klare Perspektive für das Unternehmen vermittelt wird. Erschwerend wirken sich die anhaltenden Verluste bei Maternus aus, auch aufgrund des hohen Anteils an Immobilien im Eigenbestand und entsprechender Schulden.

Unklar sind weiterhin auch die Perspektiven von MediClin, einem Betreiber von Akutkliniken mit rund 10.000 Betten. MediClin kündigt im vergangenen Jahr unter anderem den Einstieg in das Segment Pflege an, hat diesen aber bislang nicht umgesetzt. Als Betreiber einer einzigen kleineren Akuteinrichtung im Raum Nürnberg nicht wirklich börsenfähig erscheint uns die Euromed AG. Angesichts der nicht gegebenen Vergleichbarkeit mit Marseille-Kliniken soll an dieser Stelle auf eine nähere Beschreibung beider Unternehmen verzichtet werden.

### Pleite von Refugium in 2002 hängt der Branche noch immer nach

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.

Dennoch steht der Name Refugium am Kapitalmarkt leider nach wie vor für den Anfang einer ganzen Reihe von Skandale und Firmenzusammenbrüchen im Pflegebereich, die wesentlich für das schlechte Image der gesamten Branche bei deutschen Investoren verantwortlich sind.

## 5.) Fazit und Anlageempfehlung



### **Aus dem weiteren Wachstum entstehende Skaleneffekte eröffnen mittelfristig erhebliches Kurspotenzial für die Aktie**

Seit unserer ersten Empfehlung der Marseille-Aktie im April 2002 hat sich der Kurs nach zwischenzeitlichen Tiefstständen bei unter 4 Euro von 9,60 auf aktuell 10,51 Euro verbessert. Unter Einbeziehung der in den Jahren 2002 bis 2005 vereinnahmten Dividenden von dreimal jeweils 0,40 Euro ergibt sich ein Zugewinn von 25 Prozent gegenüber einer Performance des DAX von minus 15 Prozent und des SDAX von plus 45 Prozent.

Die Bewertung der Marseille-Aktie beträgt nach dem Kursanstieg der vergangenen Wochen bei einem aktuellen Kurs von 10,76 Euro auf Ebene des KGVs 12,8 bezogen auf die von uns erwarteten Zahlen für das laufende Geschäftsjahr. Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende von 0,40 Euro, die bei einer Rückkehr des Reha-Bereichs in die schwarzen Zahlen in der Zukunft noch Spielraum nach oben haben dürfte, ergibt sich eine vorzeigbare Dividendenrendite von 3,7 Prozent, die sich mit der gegenwärtigen Verzinsung von 10-jährigen Bundesanleihen messen kann.

### **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, ist unseres Erachtens erreichbar. Entscheidend für ein Erreichen der gesteckten Ziele ist aber die Verfügbarkeit entsprechender Standorte sowohl beim externen wie auch dem organischen Wachstum. Mögliche Verzögerungen, die insbesondere im Bereich der Akquisitionen entstehen können, müssen ebenso wie daraus entstehende Effekte auf der Ertragsseite einkalkuliert werden. Aktionäre sollten die Fortschritte auf dem eingeschlagenen Wachstumspfad daher zeitnah verfolgen und mit den Planungen der Gesellschaft vergleichen.

Noch wichtiger ist unseres Erachtens, dass die im vergangenen Geschäftsjahr eingeleitete Restrukturierung im Bereich der psychosomatischen Reha im laufenden Jahr weiter vorangetrieben wird und die erwarteten Erfolge zeitigt. Hier sollte der interessierte Investor insbesondere im Auge behalten, ob die Verluste in diesem Segment deutlich reduziert werden können, damit im kommenden Geschäftsjahr planmäßig ein zumindest wieder ausgeglichenes Ergebnis erreicht werden kann. Die zum Halbjahr leicht verbesserte Auslastungsquote lässt hoffen, dass die Talsohle im Reha-Markt durchschritten ist.

### **Verkürzung der Bilanz durch Sale-and-Lease-Back sehr positiv**

Positiv werten wir den erfolgreichen Abschluss der Sale-and-Lease-Back-Transaktion im Volumen von rund 100 Mio. Euro im vergangenen Dezember. Damit wird sich die Fremdverschuldung im Konzern reduzieren und die Eigenkapitalquote von zuletzt 17,6 Prozent nach unserer Berechnung zum Geschäftsjahresende auf rund 24 Prozent ansteigen. Durch die geringeren Finanzschulden sinkt das bislang nicht unerhebliche Zinsänderungsrisiko deutlich.

Die Konditionen sind so gestaltet, dass sich die Höhe der bisherigen Finanzierungskosten nicht nennenswert vom Umfang der künftig zu entrichtenden Leasing- und Pachtraten unterscheidet. Ferner können die freigewordenen Mittel neben der Reduzierung von Verbindlichkeiten auch für das weitere externe Wachstum sowie erforderliche Mietereinbauten in den langfristig gepachteten Objekten verwendet werden.

**Mittel- und langfristig großes Kurspotenzial**

Angesichts der aus unserer Sicht bereits dargelegten vergleichsweise geringen Einflüsse der politischen Rahmenbedingungen auf das Kerngeschäftsfeld Pflege halten wir die längerfristigen Potenziale der Marseille-Kliniken Aktie weiterhin für exzellent, insbesondere wenn die Problematik in der Reha nachhaltig bereinigt werden kann bzw. sich ein Käufer für diese Aktivitäten finden lässt. Für die Marseille-Kliniken-Aktie spricht ferner die mit 3,7 Prozent im Vergleich zu Anlagen auf dem Rentenmarkt attraktive Dividendenrendite.

Wir halten unsere positive Einschätzung für die Aktie daher weiterhin aufrecht und rechnen auf Sicht von zwei Jahren mit Kursen im Bereich von 16 Euro, was einem konstanten KGV von gut 12 sowie einer – auf Basis unserer Erwartung mittelfristig höherer Dividendenausschüttungen – ähnlichen Rendite entspricht. Angesichts des anhaltenden Wachstums, des starken Ergebnishebels aus zusätzlichen Betten und der guten langfristigen Perspektiven des Pflegemarktes wäre eine höhere Bewertung ebenfalls zu rechtfertigen.

Auch sei hierzu auf die Bewertung anderer Pflegeheimbetreiber im Rahmen von Übernahmen durch ausländische Investoren hingewiesen, bei denen Erwerbe mit EBITDA-Multiples um 12 stattfanden. Marseille-Kliniken wird derzeit an der Börse mit etwas mehr als dem 4-fachen dieser Kennzahl bewertet. Ferner sehen wir eine gewisse Fantasie aus einer möglichen SDAX-Aufnahme der Aktie (Ranking per 31.01.2005: Marktkapitalisierung Platz 117, Turnover Platz 110), die eine verstärkte Aufmerksamkeit seitens institutioneller Anleger bringen könnte.



## Kontaktadresse

Marseille-Kliniken AG  
Alte Jakobstraße 79/80  
D-10179 Berlin

Tel.: +49 (0) 30 / 246 32 - 400  
Fax: +49 (0) 30 / 246 32 - 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)

Christian Hillermann

Email: [c.hillermann@hillermann-consulting.com](mailto:c.hillermann@hillermann-consulting.com)

## Quellenverzeichnis

Geschäfts- und Zwischenberichte der Marseille-Klinken 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 bis 2004

GSC Studien und Updates zur Marseille-Kliniken AG aus Jahren 2002 bis 2004

GSC HV-Berichte der Marseille-Kliniken AG aus den Jahren 2001 bis 2005

GSC Interviews mit der Marseille-Kliniken AG 2003 und 2004

GSC HV-Berichte über Rhön-Klinikum, Maternus-Kliniken, Eifelhöhen-Klinik und CURANUM aus 2001 bis 2004 bzw. MediClin und Euromed 2003 und 2004

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

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



## Haftungsausschluss / Disclaimer

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. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Von uns genutzte Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag des analysierten Unternehmens erstellt.

## Disclosures

Zu Unternehmen, auf die in dieser Studie näher eingegangen wird, können aus den folgenden Faktoren mögliche Interessenkonflikte resultieren:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Marseille-Kliniken AG	1, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 EUR).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.