

# Marseille-Kliniken AG



Auch nahe dem Allzeithoch weiterhin aussichtsreich

**Attraktive  
Langfristanlage**

## Executive Summary

**Führender privater Betreiber von Pflegeheimen in Deutschland.** Mit derzeit 50 Einrichtungen und 7.000 Betten ist die Marseille-Kliniken AG einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber. Durch eine Kombination von Übernahmen bestehender Häuser und der Eröffnung neuer Einrichtungen 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 ferner aus den Veränderungen in der bundesdeutschen 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.** Der steigende Kostendruck durch die weiter abnehmende Leistungsfähigkeit der Sozialkassen und der erhebliche Investitionsbedarf in neue Betten, den die leeren öffentlichen Kassen nicht abdecken können, wird zu einem Aufbrechen der stark verkrusteten Strukturen im Pflegebereich führen, der bislang von öffentlichen und gemeinnützigen Anbietern dominiert wird. Die seit dem zweiten Halbjahr 2004 zu beobachtenden Transaktionen, an denen vor allem angelsächsische Investoren beteiligt waren, sind ein klares Indiz für die voranschreitende Konsolidierung und belegen die Attraktivität des deutschen Pflege-, aber auch des Reha-Marktes.

**Restrukturierung des Geschäftsbereiches Reha trägt erste Früchte.** Das Geschäftsfeld Reha als zweites Standbein von Marseille-Kliniken mit aktuell rund 1.500 Betten ist im Gegensatz zur Pflege deutlich stärker von der Binnenkonjunktur und der Bewilligungslage der Krankenkassen abhängig. Besonders betroffen hiervon sind psychosomatische Indikationen. Nach umfangreichen Restrukturierungen sowie der Schließung und Zusammenlegung von Reha-Kliniken rechnen wir – auch dank der seit einigen Quartalen wieder moderat steigenden Belegungsquoten – mit dem Erreichen des Break-Even im kommenden Geschäftsjahr. Einen spürbar positiven Ergebniseffekt erwarten wir auch aus der Veräußerung der Klinikimmobilie in Blankenburg im Zuge der gerade gemeldeten zweiten Sale-and-Lease-Back-Transaktion.

**Sale-and-Lease-Back-Transaktionen schaffen Wachstumsspielraum.** Nach Umsetzung der im Vorjahr erfolgten Veräußerung von sieben Konzernimmobilien (Pflegeeinrichtungen) im Rahmen eines Sale-and-Lease-Backs an ein Unternehmen des General Electric Konzerns konnte pünktlich zur Hauptversammlung der Abschluss einer zweiten Transaktion mit dem britischen Investor CIT Group bekannt gegeben werden. In dem 117-Mio.-Euro-Paket sind erstmals auch zwei Reha-Immobilien enthalten. Die auf unter 100 Mio. Euro reduzierte Konzernverschuldung eröffnet Marseille-Kliniken zusätzlichen Wachstumsspielraum.

**Weiterhin attraktive Bewertung bietet mittelfristig Kurspotential.** Aktuell ist die Marseille-Kliniken-Aktie mit einem 2005/06er-KGV von 15 bewertet, das im Folgejahr auf 11 bis 12 sinken dürfte. Auf Basis der seit Jahren konstanten Dividende von 0,40 Euro ergibt sich zudem eine attraktive Rendite von 3,2 Prozent. Die von angelsächsischen Investoren gezahlten EBITDA-Multiples von bis zu 12 bei nicht notierten Betreibern gegenüber einem Multiple von knapp über 4 bei Marseille-Kliniken unterstreichen das weiter vorhandene Kurspotential.

**Kurs 09.01.2006**  
12,45 Euro

**WKN**  
778300

**Symbol**  
MKA

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

**Börsensegment**  
Amtlicher Markt  
(Prime Standard)

**Marktkapitalisierung**  
151,3 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 und aktuelle Tendenzen

### Gesundheitsmarkt als wichtige Säule unserer Volkswirtschaft



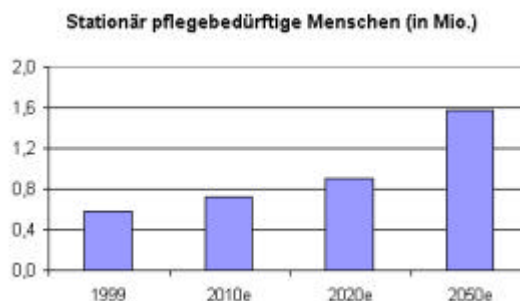
Mit einem Volumen von über 230 Mrd. Euro, entsprechend 11,1 Prozent des Bruttoinlandsproduktes, zählt der Gesundheitsmarkt zu den tragenden Säulen der deutschen Wirtschaft und rangiert damit noch vor der immer wieder in ihrer volkswirtschaftlichen Wichtigkeit hervorgehobenen Automobilbranche. Die Quote von 11,1 Prozent des BIP beschert Deutschland international den dritten Platz in Bezug auf den Anteil des Gesundheitssektors an der Gesamtwirtschaft. Mit 11,5 bzw. 15,1 Prozent ist dieser Anteil nur in der Schweiz und den USA noch höher.

Der stationäre Gesundheitsmarkt – dazu zählen die Segmente Akutkrankenhäuser, Rehabilitation und Pflege – besitzt ein Volumen von gut 80 Mrd. Euro. Hier von entfallen mit 62 Prozent fast zwei Drittel auf die Akutkrankenhäuser, knapp ein Drittel auf die Pflege und der geringe verbleibende Anteil auf die Rehabilitation. Marseille-Kliniken ist bekanntermaßen in den beiden Segmenten Pflege und Reha aktiv, wobei die Pflege erklärtes Kerngeschäftsfeld ist.

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

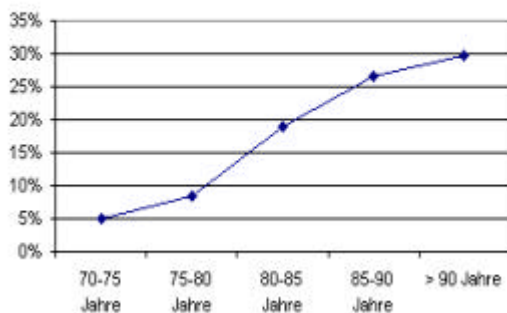
Der gesamte Gesundheitssektor wird durch die immer stärkere Alterung der Gesellschaft sowie die weiter zunehmende Lebenserwartung der Menschen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten weiter zulegen. Im für Marseille-Kliniken relevanten Segment der Altenpflege ist vor diesem Hintergrund mit deutlich steigenden 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 in den vergangenen Jahren alles überlagernde Diskussion über die langfristige Sicherung der Sozialsysteme in Deutschland beinhaltete auch einen Paradigmenwechsel im Bereich der Pflege. Dabei hat sich die zur Entwicklung von Lösungsansätzen eingesetzte „Rürup-Kommission“ erstmals 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 – unter dem Strich kostengünstiger für das Sozialsystem ist als die Einweisung in ein Pflegeheim.

Grundsätzlich erscheint der Lösungsansatz wie so oft auf den ersten Blick sehr attraktiv. Der Teufel steckt jedoch wie immer in derartigen Fällen im Detail, bzw. es ergeben sich im Zuge der Umsetzung 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.

Insgesamt 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 ...**

Bereits vor den vorgezogenen Bundestagswahlen wurden im Rahmen der Reformdiskussionen Stimmen für eine Neuordnung der Leistungen der Pflegeversicherung laut. Ohne an dieser Stelle auf die im Umlauf befindlichen Konzepte der verschiedenen Kommissionen, Wahlprogramme und deren Lösungsansätze im Detail einzugehen, wollen wir exemplarisch darstellen, wie derzeit die Kosten für die Heimunterbringung finanziert werden und wie sich dies künftig 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. unterhaltsverpflichteten 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 der Betroffene sich eine entsprechende Unterbringung leisten kann oder will. So problematisch dies für Betroffene unter finanziellen Gesichtspunkten ist, so einfach 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, sein Ausfallrisiko tendiert jedenfalls 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 Erhebungen 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 – ein Trend, der sich im Jahr 2004 und nach vorläufigen Schätzungen auch 2005 weiter fortgesetzt hat.

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

Im Gegensatz zu den langfristig sehr erfreulichen und von der demographischen Entwicklung unserer Gesellschaft getriebenen Aussichten im Bereich der Pflege stellt sich die Situation im Segment Rehabilitation insbesondere auf kurze Sicht sehr differenziert und weiter problembehaftet dar. Wenngleich wir auf lange Sicht auch hier ein wachsendes Marktvolumen erwarten, überwiegt trotz wieder steigender Auslastungsraten unserer Einschätzung nach auf kurze Sicht weiterhin das Enttäuschungspotenzial.

Bei der Beurteilung des Marktumfeldes muss aus systematischen Erwägungen 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 Anschlussheilbehandlungen nach operativen Eingriffen spezialisierte Kliniken künftig überwiegend positiv entwickeln. Diese Häuser werden vor allem von der Einführung der so genannten Fallpauschalen oder DRGs (Diagnostic Related Groups) profitieren, was zu schnellerem 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 Indikation wird ein Pauschal-Preis zugeordnet, der vom Akutkrankenhaus abgerechnet werden kann. Im Gegensatz zu früher ist 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 Ge-

fäße 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 sehr schlechten gesamtwirtschaftlichen Umfeld in den vergangenen Jahren war vielerorts feststellbar, dass ein Teil der Patienten trotz positivem Bescheid für die Maßnahme seitens Krankenkasse oder Rentenversicherungsträger aus Angst vor dem 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 dieser Effektes unternehmensspezifisch vorgenommen werden muss.

Trotz dieser grundsätzlichen Einschränkung ist festzustellen, dass selbst kleine private Anbieter auf diesen Gebiet meist deutlich weiter fortgeschritten sind als öffentliche oder gemeinnützige Häuser, die vielfach von ihren Gremien dazu angehalten werden, externe Dienstleistungen bei Anbietern aus dem Umfeld ihrer Träger zu beziehen, auch unter bewusster Inkaufnahme eines oft 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 im Prime Standard notierten 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 im Jahr 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 – d.h. inklusive der neuen Einrichtungen in Dresden und Hamburg seit Dezember 2005 – betreibt Marseille-Kliniken 50 Pflegeheime und Senioren-Wohnparks mit insgesamt fast 7.000 stationären Betten. Das Angebot reicht dabei von der ambulanten Pflege über Kurzzeit- und Tagespflege bis hin zur stationären Pflege. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004/05 (30.6.) wurde im Bereich Pflege ein von 140,7 auf 145,6 Mio. Euro gesteigerter Umsatz erwirtschaftet.

| Segm. Pflege | 2000/01      | 2001/02      | 2002/03      | 2003/04      | 2004/05      |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatz       | 105,4 Mio. € | 114,9 Mio. € | 128,3 Mio. € | 140,7 Mio. € | 145,6 Mio. € |
| Mitarbeiter  | 1.690        | 1.883        | 2.105        | 2.277        | 2.407        |
| Standorte    | 37           | 39           | 46           | 47           | 50           |
| Bettenzahl   | 4.453        | 4.736        | 5.460        | 5.740        | 5.901        |
| Auslastung   | 94,9%        | 96,9%        | 95,4%        | 94,3%        | 90,7%        |

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

#### Wachstum durch Strategiemix aus Neueröffnung und Zukauf

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. Hauptvorteile dieser zweigleisigen Strategie sind 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.



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

Würde die Wachstumsstrategie ausschließlich über den Bau und die Eröffnung neuer Standorte umgesetzt, bestünde stets das Risiko, dass bei 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. Allerdings kann sich dieser Zeithorizont bei der Erschließung neuer Regionen auch nach hinten ausdehnen – mit entsprechenden Auswirkungen auf der Ertragsseite. Bei Marseille-Kliniken belegen dies die Beispiele der beiden neuen Standorte in Landshut und Montabaur, die noch immer hinter der ursprünglichen Belegungsplanung zurückliegen. Bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2005/2006 wird jedoch zumindest eine Auslastungsquote von 85 Prozent erwartet.

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 relativ überschaubarer Zeit 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.

### **Nach Stagnation in 2005 wieder auf Wachstumspfad zurückgekehrt**

Nachdem sich die Bettenkapazität des Konzerns im Pflegebereich über einen Zeitraum von gut eineinhalb Jahren (Juli 2003 bis März 2005) nicht erhöht hat, erfolgte mit der Eröffnung des Standorts in Desden mit 128 Betten die Rückkehr auf den Wachstumspfad der vergangenen Jahre. Weitere wichtige Wachstumsschritte stellen die Eröffnung eines speziell auf Demenzkranke ausgerichteten Pflegeheims in Hennigsdorf bei Berlin mit 110 Betten sowie die im Dezember erfolgte Eröffnung des AMARITA-Hauses in Hamburg mit 336 Betten dar.

Ferner stieg das Unternehmen per 01.07.2005 mit dem Erwerb von 756 Apartments am Standort in Halle (Saale) in das Marktsegment „Betreutes Wohnen“ ein. In diesem Subsegment werden den Bewohnern Pflege- und sonstige Dienstleistungen individuell und auf Abruf angeboten. Von der Ausstattung her handelt es sich um Apartments mit eingebauter Küchenzeile. Die Anmietung durch die Senioren erfolgt direkt vom Immobilieneigentümer, Marseille-Kliniken erbringt lediglich die angebotenen Pflege- und sonstigen Dienstleistungen für die Bewohner. Voraussetzung für einen Mietvertrag ist das Vorhandensein einer Pflegestufe. Die Mehrzahl der Bewohner ist in Pflegestufe 1, einige wenige in Stufe 2.



Eine Einbeziehung in die Gesamtbettenzahl des Konzerns ist angesichts der unterschiedlichen Strukturierung der zu erbringenden Leistungen durch Marseille-Kliniken nur schwer möglich. Aufgrund des Wegfalls des Mietanteils und der niedrigeren Pflegestufe ist der Umsatz pro Bett im „Betreuten Wohnen“ deutlich niedriger, margenseitig jedoch deutlich über der aktuellen Ist-Performance in der stationären Pflege. Aufgrund der stark abweichenden bettenbezogenen Kennzahlen haben wir diesen Bereich als „fiktives drittes Segment“ in unsere Kalkulationen einbezogen, rechnen Umsatz und Ergebnis jedoch der Pflege zu.



Der Einstieg in dieses Geschäftsfeld erfolgte über den Erwerb der Pflegedienstleistungsgruppe ADG, die zu einem Kaufpreis von 12,5 Mio. Euro vom Mehrheitsaktionär und Aufsichtsrat Ulrich Marseille übernommen wurde. Die Transaktion, welche sich zum Zeitpunkt des Bilanzstichtages (30.06.2005) bereits in Umsetzung befand, wurde im Rahmen des vorliegenden Jahresabschlusses 2004/05 sowie im zugehörigen Abhängigkeitsbericht seitens der testierenden BDO Deutsche Warentreuhand untersucht und im Bestätigungsvermerk nicht beanstandet.

In der Zukunft soll der Bereich „Betreutes Wohnen“ weiter ausgebaut werden. Unter anderem ist für den Herbst 2006 die Eröffnung eines weiteren Standortes in Potsdam vorgesehen.

### **Standortadäquate Pflegeheimkategorien ...**

Erklärtes Ziel der Marseille-Kliniken AG ist es, sich von der breiten Masse der Angebote im Bereich der Pflege abzuheben und den Kunden hochwertige Pflegeeinrichtungen anzubieten. Auf dem Weg des weiteren Wachstums wird das Unternehmen künftig auf die jeweiligen regionalen Gegebenheiten zugeschnittene Einrichtungskategorien anbieten.

Dabei wird das Spektrum von hochwertigen Senioren-Wohnparks bis hin zu eher einfach gestalteten Pflegeeinrichtungen reichen. Übertragen auf die Kategorisierung in der Hotelbranche wird das Spektrum der Marseille-Einrichtungen sich im zwei- bis vier-Sterne-Bereich bewegen. Hauptkriterium für die Wahl der jeweiligen Pflegeheimkategorie ist dabei die Frage der regional vorhandenen Kaufkraft und Nachfrage. Wachstumsregionen der Zukunft sollen nach der in der Vergangenheit starken Expansion in Ostdeutschland vor allem die Bereiche Nordrhein-Westfalen und Norddeutschland sein.

In der Praxis ist an den Standorten in Ostdeutschland ein hoher Standard zu beobachten. Gründe hierfür sind die dort erhaltene öffentliche Förderung sowie die höheren Rentenbezüge der Frauen und der damit einhergehende geringe Anteil an Sozialhilfefällen unter den Heimbewohnern. In Kaufkraftärmeren Bereichen wie dem Ruhrgebiet erscheint mit Blick auf die Eröffnung neuer Standorte eher das Angebot von Einrichtungen ohne zusätzliche Qualitätsmerkmale (also „2-Sterne“-Häuser) die erfolgversprechendste Vorgehensweise.

### **... und leistungsfähige Software als Erfolgsgarant**

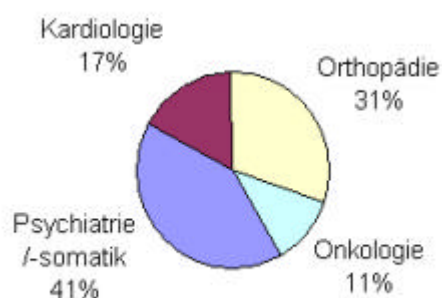
Sehr hohe qualitative Anforderungen stellt Marseille-Kliniken bekanntermaßen im Bereich der Organisation des Konzerns auch an sich selbst. Das Rückgrat bildet dabei eine Software auf der Basis von SAP/R3, die in allen Häusern des Konzerns implementiert ist. Damit können die unabhängig von einander geführten Einrichtungen zentral gesteuert und permanent kontrolliert 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 anhaltend schwierigen Rahmenbedingungen

Im zweiten Geschäftsfeld, den Rehabilitationskliniken, ist Marseille-Kliniken mit aktuell 9 Kliniken an 8 Standorten und 1.508 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 leidet nach wie vor unter den Folgen der so genannten Reha-Krise des Jahres 1997, die seinerzeit durch die dritte Stufe der Gesundheitsreform ausgelöst wurde. Die chronischen Defizite der Sozialkassen sowie die aus Angst vor Arbeitsplatzverlust deutlich gesunkene Zahl der Anwendungen, die von den Patienten selbst beantragt wurden – ein Indiz dafür: der niedrigste Krankenstand seit über 40 Jahren – führten auch aufgrund weiterhin bestehender Überkapazitäten noch nicht zu einer spürbaren Verbesserung des Umfeldes.

Immerhin deuten erste Indizien, nicht zuletzt in Folge des Rückbaus von Kapazitäten, auf eine Konsolidierung der Fallzahlen auf einem niedrigen Level und ein Ende der in den Vorjahren zu beobachtenden rückläufigen Entwicklung.

## 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 bestehenden Überkapazitäten sind einige mittelständische Anbieter durch Insolvenz aus dem Markt ausgeschieden. Seit Beginn des Jahres 2005 ist eine Stagnation der Nachfrage am Markt auf niedrigem Niveau erkennbar. Aus Sicht der Anbieter ist damit zumindest die schmerzliche Talfahrt der Auslastungsquoten gestoppt.

Wie groß inzwischen in diesem Segment der Druck geworden ist, zeigt auch der Umstand, dass im Jahre 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 können der nachfolgenden Tabelle entnommen werden.

| Segm. Reha   | 2000/01     | 2001/02     | 2002/03     | 2003/04     | 2004/05     |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz       | 62,7 Mio. € | 66,0 Mio. € | 62,0 Mio. € | 53,1 Mio. € | 50,5 Mio. € |
| Mitarbeiter  | 706         | 764         | 790         | 727         | 639         |
| Standorte    | 11          | 11          | 11          | 11          | 11          |
| Bettenanzahl | 1.801       | 1.801       | 1.801       | 1.772       | 1.672       |
| Auslastung   | 89,2%       | 88,1%       | 83,0%       | 76,6%       | 76,6%       |

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

Wir gehen unverändert davon aus, dass im Zuge der beschriebenen Entwicklung weitere Reha-Kapazitäten vom Markt verschwinden werden, was den nach Abbau verbliebenen Anbietern mittelfristig eine bessere Auslastung der Betten ermöglichen sollte.



Die jüngst von Marseille-Kliniken gemeldeten Zahlen für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2005/06 belegen diese Erwartung. Im Vergleich zum Tiefpunkt mit einer Belegungsquote um die 72 Prozent konnte die Auslastung von 75,6 Prozent im ersten Quartal des Vorjahres auf nunmehr 79,2 Prozent gesteigert werden. Für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres rechnen wir mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung.

### **Ab 2006/07 sollte eine „rote Null“ in der Reha erzielbar sein**

Entscheidend für die Beurteilung der Reha-Sparte ist unseres Erachtens die Entwicklung des Segmentergebnisses. Hier zeigt die im ersten Quartal gemeldete Verringerung des Fehlbetrages von 0,8 auf 0,6 Mio. Euro in die richtige Richtung. Im laufenden Geschäftsjahr werden sich unserer Einschätzung nach neben der weiterhin verbesserten Belegung auch die Effekte der bereits in unserer letztjährigen Studie beschriebenen umfangreichen Restrukturierungsmaßnahmen mit der Schließung von zwei Einrichtungen positiv auf der Ergebnisseite auswirken. In konkreten Zahlen gesprochen, sollte beim Ergebnis etwa eine Halbierung des Fehlbetrages auf dann 1,8 Mio. Euro möglich sein.

Aktuell haben noch zwei Einrichtungen wesentlichen Anteil an der nach wie vor unbefriedigenden Entwicklung des Segmentes Reha. Die Verluste der Einrichtung Blankenburg resultieren jedoch schwerpunktmäßig aus den aus heutiger Sicht sehr teuren Finanzierungsbedingungen der Immobilie aus dem Jahr 1997. Diese werden sich nach Auslauf der Zinsbindung Anfang 2006 aber deutlich verbessern und das Erreichen einer „roten Null“ im Geschäftsjahr 2006/07 möglich machen, wenn dieser Effekt ganzjährig zum Tragen kommt.

### **Überschaubare Restrisiken bei Reha-Immobilien**

Für die operative Qualität des Standortes spricht nicht zuletzt, dass die Klinik in Blankenburg eine der beiden an den Investor CIT Group veräußerten Reha-Immobilien ist. Nicht erfolgreich sind hingegen bislang die Bemühungen zur Verbesserung der Auslastung der Klinik in Schömburg durch Einbeziehung der in Bad Herrenalb untergebrachten Abteilungen verlaufen. Gescheitert sind diese vor allem an der fehlenden Akzeptanz der Belegungsträger.

Sollte sich das Problem der geringen Auslastungsquote entgegen unserer derzeitigen Einschätzung als langwieriger erweisen und dauerhaft zu Belegungsquoten von deutlich unter 80 Prozent führen, muss das mögliche Risiko von weiteren Wertberichtigungen bei den Wertansätzen einzelner Reha-Objekte und damit Belastungen für die Zahlen des Konzerns im Auge behalten werden.

Derzeit halten wir dieses Szenario jedoch für eher theoretisch. Die erfolgreiche Veräußerung von zwei Reha-Kliniken im Rahmen des Sale-and-Lease-Back-Geschäfts mit der CIT Group bestätigt die zumindest außerhalb Deutschlands vorhandene tendenziell positive Beurteilung auch dieses Segments. Nach der vollständigen Umsetzung der CIT-Transaktion wird sich das Reha-Sachanlagevermögen von 131 Mio. Euro per 30. September 2005 auf 79 Mio. Euro reduzieren. In Bezug auf das Gesamtsachanlagevermögen von dann 181 Mio. Euro entspricht dies einem prozentualen Anteil von etwa 44 Prozent.

### **Verkauf der Reha-Sparte weiterhin ein denkbares Szenario**

Die bereits in den Vorjahren geäußerte Überlegung des Managements, sich mittelfristig komplett aus dem Reha-Geschäft zurückzuziehen und die Kliniken zu veräußern bzw. in eine Partnerschaft mit einem anderen Unternehmen einzubringen, halten wir weiterhin für richtig. In der erstmaligen Einbeziehung von zwei Reha-Immobilien in ein Sale-and-Lease-Back-Geschäft auf dem deutschen Markt sehen wir ein Anzeichen für eine verbesserte Wahrnehmung des Reha-Segments zumindest bei ausländischen Investoren. Verbunden mit wieder steigenden Auslastungsquoten eröffnet dies auf Sicht reale Exitmöglichkeiten.

Eine ebenso denkbare Variante ist die Veräußerung einzelner Standorte und/oder Immobilien an einen Investor. Bis zur Vermeldung von Fortschritten in diesem Bereich erwarten wir eine Fortsetzung der Konzentration der Einrichtungen im Konzern auf wenige große Standorte. Die für das kommende Geschäftsjahr in Aussicht stehende Beendigung der Verlustphase in der Reha wird die Attraktivität der Assets für einen Partner und/oder Investor weiter erhöhen.



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



#### **Bevorstehender Turnaround der Reha-Sparte und anhaltendes Wachstum der Pflege eröffnet weiteres Potenzial**

Nach dem Ende der Konsolidierungsphase im Kerngeschäftsfeld Pflege ist Marseille-Kliniken zu Beginn des Jahres 2005 mit der Eröffnung einer Einrichtung in Dresden auf den Wachstumspfad früherer Jahre zurückgekehrt. Bis zum Ende des Geschäftsjahres 2008/2009 plant das Unternehmen die Ausweitung der Bettenzahl in der Pflege von aktuell 7.000 auf gut 10.500; bezogen auf die Gesamtbettenzahl im Konzern inklusive der Reha-Sparte entspricht dies einem Zuwachs von aktuell 8.500 auf dann 12.000 Betten. Erreicht werden sollen die Zuwächse durch die bekannte und bewährte Kombination aus Neueröffnungen und Übernahmen bestehender Häuser.

Erreichbar ist diese Zielvorgabe unserer Einschätzung nach vor allem dann, wenn Marseille-Kliniken, wie zuletzt auch andere Wettbewerber, künftig wieder externes Wachstum – also die Übernahme bestehender Häuser – realisiert. Je nach Größe des Zielobjekts kann die Zielvorgabe auch deutlich schneller erreicht werden, da aktuell am Markt durchaus auch größere Einheiten verfügbar sind, wie beispielsweise die zum Verkauf stehende „Pflege- und Wohnen“-Gruppe in Hamburg zeigt.

Potenzielle Problemfelder sind neben der mangelnden Verfügbarkeit geeigneter Objekte und/oder Standorte in Bezug auf das bestehende Portfolio auch die in der Vergangenheit öfter festgestellten starken Diskrepanzen hinsichtlich der Vorstellungen über die Konditionen zwischen Marseille-Kliniken und dem Verkaufsinteressenten. Unter der Voraussetzung, dass sich externe Wachstumschancen bieten und diese realisiert werden können, halten wir die Zielsetzung des Unternehmens im genannten Zeithorizont für realisierbar.

#### **Bevorstehende Marktberreinigung eröffnet externe Wachstumschancen**

Interessante Wachstumsperspektiven ergeben sich unseres Erachtens durch den nach wie vor zunehmenden Druck auf zahlreiche gemeinnützige Anbieter im Markt. 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 ab der zweiten Jahreshälfte 2004 eine ganze Reihe von Transaktionen mit ausländischen Investoren umgesetzt. Zuletzt ist insbesondere von Seiten kommunaler Träger eine steigende Abgabebereitschaft von Pflege- und sonstigen Gesundheitseinrichtungen zu beobachten. Eines der bekannteren Beispiele ist die Hamburgische Gesellschaft „Pflegen und Wohnen“.

Für Marseille-Kliniken sind im Rahmen der externen Wachstumsstrategie jedoch ausschließlich Häuser als Übernahmekandidaten interessant, die keine größeren Verluste erwirtschaften und zeitnah auf das konzernübliche Renditeniveau gehoben werden können.

#### **Vorsichtige Prognose lässt noch Spielraum nach oben**

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 der durchschnittlichen Bettenzahlen. Vor dem Hintergrund der Wachs-

tumpause der Pflege in 2003 und 2004 haben wir für den Planungszeitraum bewusst vorsichtig kalkuliert und ein Wachstum von lediglich 10 Prozent in der Pflege und – nach einer konstanten Entwicklung in 2005/06 – von 3 Prozent in der Reha zugrunde gelegt.



Mit den vorsichtigen Schätzungen insbesondere im Kerngeschäftsfeld tragen wir den bereits dargelegten Unwägbarkeiten in Bezug auf die Verfügbarkeit geeigneter Akquisitionsobjekte in den adressierten Kernmärkten Rechnung.

|                            | 2004/05      | 2005/06e     | 2006/07e     | 2007/08e     |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Bettenzahl (gesamt)</b> | <b>7.573</b> | <b>8.213</b> | <b>8.914</b> | <b>9.681</b> |
| <b>Umsatz „Reha“</b>       | <b>50,7</b>  | <b>51,0</b>  | <b>52,5</b>  | <b>54,1</b>  |
| <b>Umsatz „Pflege“</b>     | <b>150,7</b> | <b>165,8</b> | <b>182,3</b> | <b>200,6</b> |
| <b>Gesamtumsatz</b>        | <b>201,4</b> | <b>216,8</b> | <b>234,9</b> | <b>254,7</b> |

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

### **Skaleneffekte bei Umsatzausweitung als zusätzlicher Ergebnishebel**

Die erwartete Umsatzausweitung in den kommenden Geschäftsjahren wird nach unserer Einschätzung von einer deutlichen Verbesserung der erzielten Margen begleitet sein. Wesentliche Gründe hierfür sind zum einen die Realisierung von Skaleneffekten bei der Ausweitung des Geschäftsvolumens im Bereich Pflege, zum anderen der von uns erwartete Break-Even des Reha-Bereichs im laufenden Geschäftsjahr und der Wegfall der dort zuvor hinzunehmenden Verluste.

Als Bezugsgröße für die Ermittlung der Marge verwenden wir das 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 diese Kennzahl um außerordentliche Posten wie die außerplanmäßige Auflösung von Sonderposten o.ä. bereinigt wurde.

|                     | 2004/05      | 2005/06e     | 2006/07e     | 2007/08e     |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Gesamtumsatz</b> | <b>201,4</b> | <b>216,8</b> | <b>234,9</b> | <b>254,7</b> |
| <b>EBITDAR</b>      | <b>57,8</b>  | <b>65,0</b>  | <b>71,6</b>  | <b>79,0</b>  |
| <b>Marge</b>        | <b>28,7%</b> | <b>30,0%</b> | <b>30,5%</b> | <b>31,0%</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 sank die Marge in den vergangenen Jahren wieder und erreichte im Geschäftsjahr 2003/2004, dem Höhepunkt der „Reha-Krise“, ein zwischenzeitliches Tief von 25,2 Prozent.

Trotz der anhaltend schwierigen Situation in der Reha und der weiter unter Plan liegenden Auslastung der Pflegeeinrichtungen in Montabaur und Landshut, die sich noch in der Anlaufphase befinden, verbesserte sich die EBITDAR-Marge im vergangenen Geschäftsjahr auf 28,7 Prozent. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir bei einer „roten Null“ in der Reha und einer zunehmend verbesserten Auslastung der beiden Pflegestandorte in Montabaur und Landshut mit einer nochmals erhöhten Marge, welche die 30-Prozent-Marke erreichen sollte.

Mittelfristig sollte sich die Margensituation weiter verbessern und bei über 30 Prozent einpendeln. Im Fall einer vollständigen Trennung vom Segment Reha, einer Rückkehr der Belegungsrate im Pflegesegment auf die in der Vergangenheit erreichten Quoten von 95 Prozent und der planmäßigen Umsetzung der erläuterten Wachstumsstrategie in der Pflege sehen wir eine EBITDAR-Marge von 35 Prozent als langfristig erreichbaren Zielwert an.



### **Erstes Quartal 2005/06: Pflege weiter auf Wachstumskurs**

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte Marseille-Kliniken die Umsatzerlöse von 50,8 auf 51,5 Mio. Euro ausweiten, das Ergebnis nach DVFA/SG (IFRS) bewegte sich mit 3,2 Mio. Euro auf dem Niveau des Vorjahresquartals. Durch Sondereffekte aus der Sale-and-Lease-Back-Transaktion mit General Electric kletterte das Ergebnis je Aktie auf 0,54 (0,23) Euro.

Im Segment Pflege hat sich der Wachstumskurs aus dem Vorjahr fortgesetzt, die Zahl der Betten erhöhte sich um 937 oder 16 Prozent auf 6.660. Zum Ende des Geschäftsjahres 2004/05 (30.6.) waren es erst 5.723 Betten. Wachstumsbedingt ging die Auslastungsquote von 94,8 auf 91,7 Prozent zurück. Bei einem von 37,2 auf 39,3 Mio. Euro ausgeweiteten Umsatz konnte ein Segmentergebnis von unverändert 3,9 Mio. Euro erzielt werden.

In die richtige Richtung geht der Trend im weiterhin mit einem schwierigen Umfeld kämpfenden Segment Reha. Nach der konsequenten Umsetzung der im Vorjahr eingeleiteten Restrukturierung, in deren Verlauf unter anderem zwei besonders problembehaftete Kliniken geschlossen wurden, zeichnet sich dank der von 75,6 auf 79,2 Prozent verbesserten Auslastung der von uns erwartete Turnaround des Geschäftsfeldes ab.

Der von 13,6 auf 12,2 Mio. Euro rückläufige Umsatz resultiert aus der bereits angesprochenen Schließung von zwei Kliniken. Trotz Belastungseffekten aus den Umstrukturierungen konnte ein um 0,2 auf 0,6 (Vorjahr: 0,8) Mio. Euro gesunkener Periodenfehlbetrag verzeichnet werden. Für das Gesamtjahr sollte unserer Einschätzung nach eine „rote Null“ beim Ergebnis erreichbar sein.

### **Zweite Sale-and-Lease-Back-Transaktion im Volumen von 117 Mio. Euro ...**

Schneller als in unserer Studie vom März 2005 erwartet, konnte Marseille-Kliniken Anfang Dezember den Abschluss einer zweiten Sale-and-Lease-Back-Transaktion im Gesamtvolumen von 117 Mio. Euro mit dem britischen Investor CIT Group Europe vermelden. Im Zuge der Transaktion wurden insgesamt 10 Bestandsimmobilien mit etwa 1.550 Betten verkauft, darunter erstmals auch zwei Reha-Kliniken, und langfristig zurück gepachtet.

Mit dieser zweiten Maßnahme innerhalb von 12 Monaten hat Marseille-Kliniken erhebliche Fortschritte auf dem eingeschlagenen Weg der Konzentration auf das Kerngeschäft, den operativen Betrieb von Pflege- und Rehaeinrichtungen, erzielt. Auch in Bezug auf die Wahrnehmung am Kapitalmarkt erwarten wir positive Auswirkungen aus der Reduktion des Eigenimmobilienbestands, da es dies erleichtert, sich als Gesundheitsdienstleister und weniger als Immobilienverwalter zu präsentieren. Auch unter Risikogesichtspunkten werten wir die deutliche Reduktion des von möglichen Abschreibungen betroffenen Gesamtbestandes sehr positiv.

### ...führt zu weiterer Verbesserung der Bilanzstruktur

Nach Umsetzung des Deals mit CIT Group erreicht Marseille-Kliniken schneller als erwartet das Ziel, nur noch etwa 30 Prozent der Einrichtungen im Eigenbesitz zu halten und die restlichen Kapazitäten anzumieten. Mit der nun erreichten 30:70-Quote bewegt sich das Unternehmen auf dem in weiterentwickelten Märkten wie den USA üblichen Niveau. Im Vergleich zur Situation im November 2004 bedeutet dies eine Umkehrung der quotalen Verhältnisse.



Aus der Umsetzung des Immobiliendeals erwarten wir eine weitere spürbare Entlastung der Unternehmensbilanz. Insgesamt ergeben sich aus der Umsetzung der beiden Transaktionen, bei denen zusammen 17 Immobilien veräußert wurden, Mittelzuflüsse von 189 Mio. Euro. Die Nettokonzernverschuldung dürfte von 181 Mio. Euro per Ende September 2005 in Folge der jüngsten Maßnahme künftig auf unter 100 Mio. Euro sinken, bei einer dann deutlich gesteigerten Eigenkapitalquote im Bereich um die 30 Prozent.

### Wachstum der Pflege und Skaleneffekte als zusätzliche Ergebnistreiber

Ausgehend von der Rückkehr auf den Wachstumspfad der Jahre vor 2003 sowie der zu erwartenden Verbesserung im Segment Reha erwarten wir für das laufende wie auch die Folgejahre ein jährliches Wachstum von 10 Prozent in der Pflege und etwa 3 Prozent in der Reha. Das von uns auf dieser Basis entwickelte Szenario stufen wir als eher konservativ ein, womit wir den Unwägbarkeiten in Bezug auf die Umsetzung externer Wachstumsschritte Rechnung tragen. Wie bereits ausgeführt, kann Marseille-Kliniken das Angebot geeigneter Einrichtungen in den gewünschten Zielregionen selbst nicht aktiv beeinflussen, mit entsprechenden Rückwirkungen auf das Wachstumstempo.

Auf der Ergebnisseite erwarten wir in der Zukunft in Folge realisierbarer Skaleneffekte in der Tendenz überproportionale Ergebnisverbesserungen. Vor dem Hintergrund des aktiv vorangetriebenen Wachstums wird dieser Effekt kurz- und mittelfristig jedoch möglicherweise von Anlaufkosten für neue Häuser oder Aufwendungen im Zusammenhang mit externen Wachstumsschritten überlagert. Durch diesen Ergebnishebel erwarten wir über den von uns gewählten Prognosezeitraum hinaus unter der Prämisse einer Fortsetzung des Bettenwachstums auch weiterhin erheblich steigende Gewinne.

Bei unserer Prognose haben wir leicht unterproportional zum Umsatz steigende Material-, Personal- und sonstige Aufwendungen unterstellt. Ferner gehen wir von einer ergebnisneutralen Wirkung der beiden Sale-and-Lease-Back-Transaktionen sowie einer Steuerquote von konstant 35 Prozent aus. Zusätzliches Upside-Potenzial könnte sich vor allem noch aus einer unter unserer Erwartung liegenden Steuerquote ergeben.

|                          | 2004/05           | 2005/06e           | 2006/07e           | 2007/08e           |
|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Konzernergebnis</b>   | <b>7,6 Mio. €</b> | <b>10,1 Mio. €</b> | <b>13,2 Mio. €</b> | <b>16,8 Mio. €</b> |
| <b>Ergebnis je Aktie</b> | <b>0,63 €</b>     | <b>0,83 €</b>      | <b>1,09 €</b>      | <b>1,39 €</b>      |
| <b>KGV</b>               | <b>19,8</b>       | <b>15,0</b>        | <b>11,4</b>        | <b>8,9</b>         |

Quelle: Schätzungen GSC Research

Aktuell wird die Marseille-Aktie bei einem Börsenkurs von 12,45 Euro und einem Ergebnis je Aktie von 0,63 Euro im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem KGV von 19,8 bewertet. Bei einem erwarteten Ergebnis je Aktie von 0,83 Euro für das laufende Geschäftsjahr ergibt sich ein KGV von 15. Je nach der weiteren Ent-



wicklung in den verbleibenden drei Quartalen und dem tatsächlichen Ergebnis der Reha-Sparte halten wir angesichts der unseres Erachtens eher konservativen Schätzung auch etwas höhere Ergebnisse für erreichbar.



|                          | 2004/05       | 2005/06e      | 2006/07e      | 2007/08e      |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ergebnis je Aktie</b> | <b>0,63 €</b> | <b>0,83 €</b> | <b>1,09 €</b> | <b>1,39 €</b> |
| <b>Dividende</b>         | <b>0,40 €</b> | <b>0,40 €</b> | <b>0,50 €</b> | <b>0,50 €</b> |
| <b>Dividendenrendite</b> | <b>3,2%</b>   | <b>3,2%</b>   | <b>3,9%</b>   | <b>3,9%</b>   |

Quelle: Schätzungen GSC Research

Auf Basis der in den letzten Jahren konstanten Dividende von 0,40 Euro je Aktie beträgt die Dividendenrendite derzeit 3,2 Prozent und liegt damit nur knapp unter der durchschnittlichen Rendite 10-jähriger Bundesanleihen. Bei einem Erreichen der geplanten Ergebnisziele und nach den deutlichen Fortschritten bei der Reduzierung der Nettofinanzschulden in Folge der beiden Immobilientransaktionen halten wir nach Rückkehr der Reha-Sparte in die schwarzen Zahlen eine Anhebung der Dividende für denkbar.

Vor diesem Hintergrund haben wir in der Planung ab dem Geschäftsjahr 2006/07 eine Erhöhung unterstellt, wodurch sich die Dividendenrendite auf fast 4 Prozent stellen würde. Bei planmäßiger Gewinnentwicklung sehen wir in der Folge weitere Dividendenerhöhungspotenzial, wobei aus heutiger Sicht angesichts der geplanten Investitionen in weiteres Wachstum nicht mit Ausschüttungsquoten von über 50 Prozent des Ergebnisses zu rechnen ist.

## 4.) Wettbewerbsumfeld



### Marseille-Kliniken-Aktie auch nach starkem Anstieg weiter tendenziell günstiger bewertet als die Wettbewerber

Obwohl in den vergangenen Monaten erhebliche Bewegungen in Bezug auf die Eigentümerstruktur im deutschen Gesundheitswesen zu beobachten waren – als Beispiel sei hier die Privatisierung des Landesbetriebskrankenhauses der Hansestadt Hamburg (LBK) genannt – und weitere laufende Ausschreibungen zur Privatisierung von in öffentlicher Hand befindlicher Akut-, Reha- und Pflegekliniken laufen, ist der Kurszettel der deutschen Börse in diesem Segment weiterhin ungewöhnlich kurz.

In Deutschland sind als börsennotierte Wettbewerber, die ähnlich wie Marseille schwerpunktmäßig in der Pflege tätig sind, vor allem die Curanum AG sowie die Maternus-Kliniken AG zu nennen, im internationalen Bereich sind Unternehmen wie Beverly Enterprises, Sunrise Assisted Living und Care U.K. betrachtenswert.

#### Internationale Wettbewerber nur eingeschränkt vergleichbar

Wie bereits ausgeführt, ist die Auswahl an vergleichbaren Unternehmen auf dem deutschen Kurszettel sehr eingeschränkt. Daher bietet sich ein Blick nach Großbritannien und in die USA an, die über deutlich weiter entwickelte Gesundheitsmärkte verfügen. Bei derartigen Vergleichen muss aber unbedingt berücksichtigt werden, dass diese angesichts der völlig unterschiedlichen Rahmenbedingungen auf dem Pflegesektor nur sehr eingeschränkte Aussagekraft besitzen. Ein 1:1-Vergleich mit diesen Firmen ist daher nicht in seriöser Weise möglich.

Größter börsennotierter Anbieter auf dem US-Markt ist weiterhin die in Fort Smith, Arkansas, beheimatete **Beverly Enterprises** ([www.beverlycares.com](http://www.beverlycares.com) und [www.beverlycorp.com](http://www.beverlycorp.com)). Beverly Enterprises ist neben der Tätigkeit im Segment Pflege auch als Klinikbetreiber mit Häusern unterschiedlichster Ausrichtung aktiv. Im Geschäftsjahr 2004 erwirtschaftete der amerikanische Konzern umgerechnet 1,65 (Vorjahr: 1,51) Mrd. Euro Umsatz, wovon jedoch der ganz überwiegende Teil nach wie vor auf das Klinikgeschäft entfiel. Bei einem EBITDA von 159,4 (130,5) Mio. Euro konnte eine EBITDA-Marge von 9,7 (8,7) Prozent erwirtschaftet werden, das Ergebnis je Aktie erreichte im Geschäftsjahr 2004 einen Wert von 0,30 (Vorjahr: 0,22) Euro. Aktuell betreibt Beverly Enterprises USA-weit gut 530 Einrichtungen mit rund 60.000 Betten.

Im November 2005 gab Beverly den erfolgreiche Abschluss des Mergers mit der North American Senior Care Inc. bekannt. In diesem Rahmen wird die Aktie von Beverly Enterprises mit 12,50 US-Dollar (oder 10,44 Euro) bewertet; auf Basis des Geschäftsjahres 2004 entspricht dies einem KGV von 3,8. Bezogen auf 110 Mio. ausstehende Aktien ergibt sich eine Unternehmensbewertung von knapp 1,15 Mrd. Euro, was auf Basis der 2004er-Zahlen einem EBITDA-Multiple von 7,2 entspricht. Für das laufende Geschäftsjahr lassen die aus Sicht von Marktbeobachtern als realistisch einzuschätzenden Firmenprognosen Umsatzerlöse in einer Größenordnung zwischen 2,25 und 2,3 Mrd. Euro sowie ein Ergebnis je Aktie im Bereich von 0,95 Euro oder leicht darüber erwarten.

Ein weiterer wichtiger Player mit starkem Kapazitätswachstum in der jüngeren Vergangenheit ist die **Sunrise Assisted Living-Gruppe** ([www.sunrise-al.com](http://www.sunrise-al.com)) mit Sitz in Westpark Virginia. Das Unternehmen blickt auf eine über 20-jährige Historie zurück und betreibt neben den USA in Großbritannien, Kanada und neuerdings auch auf dem deutschen Markt (zwei Häuser) derzeit etwa 380 Senioren-Einrichtungen mit einer Bettenkapazität von 43.000 Plätzen. Inzwischen ist Sunrise damit zum zweitgrößten Player auf dem US-Markt aufgestiegen.

Im Geschäftsjahr 2004 erzielte Sunrise Umsatzerlöse von 1,22 (Vorjahr: 0,99) Mrd. Euro sowie ein EBITDA von 76,1 (86,9) Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 6,2 Prozent. Das Ergebnis je Aktie beläuft sich für das Geschäftsjahr 2004 auf 1,89 nach zuvor 2,22 Euro. Sunrise hat sich nach einer extremen Wachstumsphase in der zweiten Hälfte der 90er Jahre in 2001 von den eigenen Immobilien getrennt, um Schulden abzubauen und sich Spielraum für das anorganische Wachstum der letzten Zeit zu verschaffen. Die Unternehmensplanung und Analystenschätzungen gehen für 2005 von etwa 1,73 Mrd. Euro Umsatz sowie einem Ergebnis von rund 1 Euro je Aktie aus.



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 kürzlich beendeten Geschäftsjahr 2004/2005 (30.09.) erzielte das britische Unternehmen mit seinen rund 2.300 Betten nach vorläufigen Zahlen einen Umsatz von 249,6 (Vj. 207,4) Mio. Euro sowie ein EBITDA von 27,7 (23,1) Mio. Euro. Die EBITDA-Marge verbessert sich von 7,4 auf rund 11 Prozentpunkte. Das Ergebnis je Aktie beträgt 0,26 (0,22) Euro, das KGV stellt sich auf 28,6.

### **Deutscher Kurszettel bietet weiterhin kaum Vergleichsunternehmen**

Auf dem Kurszettel der deutschen Börse ist der Gesundheitssektor im Verhältnis zur inzwischen erreichten volkswirtschaftlichen Bedeutung, die in den kommenden Jahrzehnten angesichts der fortschreitenden Alterung der Bevölkerung noch weiter zunehmen dürfte, nach wie vor unterrepräsentiert. Angesichts unterschiedlicher strategischer Ausrichtungen und adressierter Segmente des Gesundheitsmarktes ist ein Kennzahlenvergleich ebenfalls nur mit gewissen Einschränkungen möglich.

Das größte Unternehmen aus der Klinik-Branche in Deutschland ist sicherlich die seit 1989 an der Börse notierte, inzwischen im MDAX gelistete **Rhön-Klinikum AG**. In den ersten neun Monaten 2005 konnte Rhön den Wachstumstrend der vergangenen Jahre unvermindert fortschreiben und die Umsatzerlöse um 34,9 Prozent auf 1,04 Mrd. Euro steigern. Das starke Wachstum resultierte überwiegend aus der Übernahme weiterer Kliniken mit insgesamt über 2.600 Betten. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich von 1,09 auf 1,23 Euro.

Derzeit verfügt Rhön über 41 Kliniken mit 12.200 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. Da Rhön – wenngleich in einem anderen Segment – in derselben Branche und mit einer ähnlichen Strategie aktiv ist, ist die Aktie als Orientierung für die Bewertung dennoch geeignet.

### **CURANUM einziger direkter Wettbewerber an der Börse**

Als Vergleichsunternehmen auf dem deutschen Kurszettel durchaus geeignet 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. Die Unternehmensgruppe verfügt aktuell in 45 Einrichtungen über 5.641 Pflegeplätze sowie weitere 686 Betten in Einrichtungen für „Betreutes Wohnen“. Durch die Übernahme von sieben Pflegeeinrichtungen der Dr. Lohbeck-Gruppe an Standorten in NRW wird sich die Zahl der Pflegeplätze ab dem 1. Januar 2006 um weitere 890 erhöhen. CURANUM ist im Pflegebereich somit fast genauso groß wie Marseille-Kliniken.

Im Jahr Geschäftsjahr 2004 konnte CURANUM bei einem Umsatz von 189,5 (Vj.: 182,3) Mio. Euro ein EBITDA von 15,6 (12,5) Mio. Euro erzielen, was einer

EBITDA-Marge von 8,2 Prozent entspricht. Der Jahresüberschuss von 5,2 (3,6) Mio. Euro entspricht einem Ergebnis von 0,18 (0,12) Euro je Aktie. Durch die genannte Akquisition erwartet CURANUM für 2006 zusätzliche Umsätze von 23,2 Mio. Euro und einen EBITDA-Beitrag von 2 Mio. Euro.



In den ersten neun Monaten 2005 steigerte CURANUM die Umsätze von 134,2 auf 141,1 Mio. Euro bei einem auf 19,8 (15,0) Mio. Euro verbesserten EBITDA. Die EBITDA-Marge verbesserte sich damit von 11,1 auf 14,0 Prozent. Aus dem Periodenüberschuss von 7,1 (4,1) Mio. Euro ergibt sich ein Ergebnis je Aktie von 0,24 Euro. Die Verwaltung bekräftigte im Neun-Monatsbericht die Erwartung, das selbst gesteckte Ziele eines Ergebnis von mindestens 0,30 Euro je Aktie in 2005 zu erreichen. Beim aktuellen Kurs von 6,38 Euro ergibt sich ein erwartetes 2005er-KGV von 21,3.

### Strategie und Perspektiven weiterer Klinikwerte bleibt unklar

Neben den bereits vorgestellten Gesellschaften werden auf dem deutschen Kurszettel auch die Aktien der Eifelhöhen-Klinik AG, der **MediClin AG**, der **Maternus-Kliniken AG** sowie der inzwischen insolventen **Euromed AG** notiert. Aufgrund der Insolvenz fällt die angesichts ihrer geringen Größe an der Börse ohnehin schon immer unbedeutende Euromed AG aus der Liste der Peer-Group Werte heraus. Schon seit Jahren insolvent ist auch die vormals im Pflegebereich agierende **Refugium Holding**.

Die drei erstgenannten Firmen leiden – nicht allein nach unserer Einschätzung – derzeit unter einer unklaren Zukunftsperspektive. Seit Jahren wenig erfreuliche Ergebnisse liefert **MediClin** als Betreiber von Akutkliniken mit rund 10.000 Betten. MediClin kündigte 2004 unter anderem den Einstieg in das Segment Pflege an. Bei einem Konzernumsatz von 276 Mio. Euro in den ersten neun Monaten 2005 machte die Sparte mit 4,5 Mio. Euro jedoch erst einen Anteil von 1,6 Prozent am Umsatz aus; das Segmentergebnis fiel mit minus 0,5 Mio. Euro negativ aus. Aktuell verfügt MediClin im Konzern über sechs Pflegeeinrichtungen. Nachdem 2004 ein Verlust von 13,6 Mio. Euro anfiel, ist im laufenden Jahr ein mindestens ausgeglichenes Ergebnis geplant.

### Endlich Licht am Ende des Tunnels bei Maternus?

Nach Jahren der Stagnation, auch aufgrund erdrückend hoher Verbindlichkeiten, zeichnet sich bei **Maternus** nach der jüngsten außerordentlichen Hauptversammlung im November hingegen eine Lösung der bilanziellen Probleme ab. Neben einem Forderungsverzicht seitens des ebenfalls in schwierigerem Fahrwasser befindlichen Mehrheitsaktionär WCM über insgesamt 17,5 Mio. Euro sollen weitere Forderungen in einer Größenordnung von 24,2 Mio. Euro im Zuge einer Sachkapitalerhöhung eingebracht werden; zudem werden aktuell weitere Aktien im Rahmen einer begleitenden Barkapitalerhöhung zum Bezug angeboten.

Bei vollständiger Platzierung erwartet die Gesellschaft eine Verbesserung der Vermögensposition um 46,2 Mio. Euro, die Eigenkapitalquote soll sich nach Abschluss der Kapitalmaßnahmen aus dem aktuell negativen Bereich auf dann etwa 25 Prozent verbessern. Auch wenn dies mit Blick auf die weitere Entwicklung des Unternehmens positiv zu werten ist, besteht die größte Herausforderung zunächst darin, die anhaltende Verlustsituation und den Kapitalverzehr zu beenden.

Aktuell verfügt das Unternehmen über 3.771 Betten in den Bereichen Pflege und Reha, von denen etwa drei Viertel auf die Pflege entfallen. Der Umsatz im Jahr 2004 lag bei 99 Mio. Euro, der Verlust bei 7 Mio. Euro. Im ersten Halbjahr 2005 konnten die Umsätze von 48,8 auf 50,1 Mio. Euro ausgeweitet und der Fehlbetrag von über 4 auf 2,9 Mio. Euro vermindert werden. Trotz der operativen Fortschritte rechnet Maternus für das laufende Jahr erneut mit einem Fehlbetrag, der jedoch deutlich unterhalb des Vorjahreswertes liegen soll.

Belastend für Maternus wirkt sich unseres Erachtens weiterhin der hohe Anteilsbesitz der in erheblichen finanziellen Schwierigkeiten steckenden WCM sowie die anhaltend defizitäre Reha-Sparte aus. Die in Umsetzung befindliche bilanzielle Sanierung sollte jedoch mittelfristig eine Verminderung der anhaltenden Verluste und in dessen Folge einen Eigentümerwechsel des Unternehmens erhöhen. Eine Prognose, zu welchem Zeitpunkt mit einer Rückkehr in die Gewinnzone gerechnet werden kann, erscheint uns derzeit noch verfrüht.



### Eifelhöhen-Klinik: weitere Strategie noch immer unklar

Kein Erkenntnisgewinn für die Bewertung der Marseille-Aktie ergibt sich aus dem Vergleich mit der auf das Segment Rehabilitation fokussierten **Eifelhöhen-Klinik AG**, die im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 39,1 Mio. Euro Umsatz und einen Gewinn von 0,95 Mio. Euro bzw. ein Ergebnis je Aktie von 0,24 (0,14) Euro erzielte. Im ersten Halbjahr hat die Gesellschaft jedoch spürbar mit dem schwierigen Umfeld in der Reha zu kämpfen: Nach einem Vorjahresüberschuss von rund 800 TEUR musste nun ein Fehlbetrag von 692 TEUR verkraftet werden.

Für das Gesamtjahr 2005 hat die Verwaltung im aktuellen Aktionärsbrief eine deutliche Ergebnisverbesserung in der zweiten Jahreshälfte in Aussicht gestellt, welche unter dem Strich ein ausgeglichenes Ergebnis auf Jahresbasis ermöglichen soll. Nach den Anfang 2005 abgebrochenen Verhandlungen zur Übernahme der Neue Pergamon Krankenhaus Management GmbH ist die strategische Ausrichtung des Unternehmens weiterhin unklar; zudem ist die Kapitalausstattung nicht gerade als opulent zu bezeichnen.

### Kennzahlen-Überblick zeigt relative Unterbewertung der Marseille-Aktie

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 und Curanum die sehr positive Kursentwicklung beider Aktien auffällig.

Obwohl das abweichende Geschäftsjahr von Marseille-Kliniken verzerrend wirkt, ist die tendenziell niedrigere Bewertung der Aktie erkennbar. Auf Basis von „Als-ob-2005er-Zahlen“ mit gemittelten Ist-Werten des Geschäftsjahres 2004/05 und unseren Schätzungen für das angelaufene Geschäftsjahr 2005/06 wird die relative Unterbewertung im Peer-Group-Vergleich noch deutlicher.

| Unternehmen             | Umsatz 2005e<br>(in Mio. €) | Marktkap.<br>(in Mio. €) | EBITDA-<br>Marge | Erg./Aktie<br>2005e | KGV  |
|-------------------------|-----------------------------|--------------------------|------------------|---------------------|------|
| Beverly Enterprise      | 2.270,0                     | 1.073,6                  | 4,6%             | 0,95                | 10,3 |
| Care U.K.*)             | 249,6                       | 248,4                    | 11,0%            | 0,26                | 28,6 |
| Curanum AG              | 188,3                       | 189,8                    | 13,63%           | 0,30                | 21,3 |
| Maternus-Kliniken AG    | 110,0                       | 25,5                     | 12,9%            | k.A.                | neg. |
| MediClin AG             | 358,1                       | 90,7                     | 4,5%             | 0,03                | 96,7 |
| Rhön-Klinikum AG        | 1.400,00                    | 1.705,6                  | 14,27%           | 1,65                | 19,9 |
| Sunrise Assisted Living | 1.730,0                     | 1.224,2                  | 2,8%             | 1,00                | 28,5 |
| Marseille Kliniken AG*) | 201,4                       | 151,3                    | 15,7%            | 0,63                | 19,8 |

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen, Schätzungen GSC Research

\*) Zahlen für GJ 2004/2005 (bei Marseille-Kliniken 30.06.2005, bei Care U.K. 30.09.2005)

## 5.) Fazit und Anlageempfehlung



### Auch nahe dem Allzeithoch weiter langfristig kaufenswert

Beim aktuellen Kursniveau von 12,45 Euro wird die Marseille-Aktie mit einem KGV von 15 bezogen auf die von uns erwarteten Zahlen für das laufende Geschäftsjahr bewertet. 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 Rendite von aktuell 3,2 Prozent.

### Investoren sollten Etappenziele bei der Wachstumsplanung beobachten

Das mittelfristig geplante Wachstum wird nahezu ausschließlich aus dem Ausbau der Kapazitäten im Bereich Pflege resultieren; die Planung bewegt sich nach unserer Einschätzung in einer realistischen Größenordnung. Entscheidend für das Erreichen der selbstgesteckten Ziele ist aber die Verfügbarkeit entsprechender Standorte sowohl beim externen wie auch dem organischen Wachstum. Mögliche Verzögerungen, vor allem bei Akquisitionen, müssen ebenso wie daraus entstehende Effekte auf der Ertragsseite einkalkuliert werden.

Noch wichtiger ist unseres Erachtens jedoch, dass die im vorvergangenen Geschäftsjahr eingeleitete Restrukturierung im Bereich der psychosomatischen Reha bereits im Geschäftsjahr 2004/05 greifbare Erfolge gezeitigt hat. Auch die Tendenz im ersten Quartal 2005/06 ist vielversprechend, so dass bei planmäßigem Verlauf ein Segmentergebnis im Bereich einer „roten Null“ erreichbar erscheint. Zuversichtlich stimmt uns hierbei die inzwischen wieder von 75,6 auf 79,2 Prozent angestiegene Auslastungsquote.

### Mittel- und langfristig weiteres Kurspotenzial

Angesichts der aus unserer Sicht insgesamt geringen Einflüsse der politischen Rahmenbedingungen auf das Kerngeschäftsfeld Pflege halten wir die Marseille-Kliniken-Aktie längerfristig weiterhin für sehr aussichtsreich, insbesondere wenn die Problematik in der Reha nachhaltig bereinigt werden bzw. ein Käufer für diese Aktivitäten gefunden werden kann. Für die Aktie sprechen ferner die mit 3,2 Prozent noch immer attraktive Dividendenrendite sowie die in Relation zur Peer Group weiterhin tendenziell niedrigere Bewertung.

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Wachstums, des starken Ergebnishebels aus zusätzlichen Betten sowie einer Verbesserung der mit 90,7 Prozent für Marseille-Kliniken historisch gesehen eher niedrigen Belegungsquote sowie der guten langfristigen Perspektiven des Pflegemarktes erscheint uns das langfristige Wertsteigerungspotenzial der Aktie noch nicht ausgereizt. Wir halten daher unsere positive Einschätzung weiterhin aufrecht und rechnen auf Sicht von einem Jahr mit Kursen im Bereich von 16 Euro, was einem konservativ geschätzten aktuellen KGV von dann 15 sowie einer Rendite von 3,2 Prozent – bezogen auf die von uns erwartete konstante Ausschüttung – entspricht.

Weitere Fantasie auf der Bewertungsseite könnte sich aus den seit der zweiten Jahreshälfte 2004 verstärkt zu beobachtenden Übernahmen von Pflegeheimbetreibern durch ausländische Investoren ergeben, bei denen EBITDA-Multiples von bis zu 12 gezahlt wurden. Die Marseille-Kliniken-Aktie wird an der Börse hingegen aktuell mit nur knapp dem 4-fachen EBITDA bewertet. Dass die Aktionärsstruktur auch eine Übernahme grundsätzlich möglich erscheinen lässt, erhöht den Reiz der Aktie zusätzlich. Trotz des starken Kursanstiegs der letzten Monate bleibt die Marseille-Kliniken-Aktie daher kaufenswert.

## 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)

## Quellenverzeichnis

Geschäfts- und Zwischenberichte der Marseille-Kliniken AG zu den Geschäftsjahren 1999/00, 2000/01, 2001/02, 2002/03, 2003/04 und 2004/2005

Geschäfts- und Zwischenberichte Rhön-Klinikum, Maternus-Kliniken, Eifelhöhen-Klinik, CURANUM, MediClin und Euromed 2002 bis 2005

GSC Studien und Updates zur Marseille-Kliniken AG aus Jahren 2002 bis 2005

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 2005 bzw. MediClin und Euromed 2003 bis 2005

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, 4, 5, 7        |
| Rhön-Klinikum AG      | 4                 |

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 Euro).
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.