

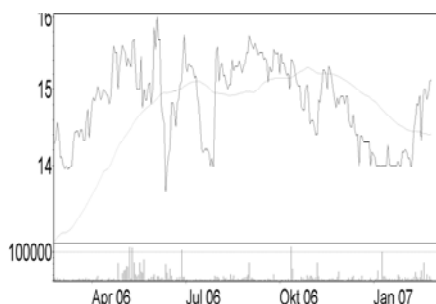
Akt. Kurs (27.02., 10:21, Xetra.): 15,01 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **17,50 (16,00) EUR**

Branche: Pharma (Gesundheitswesen)
Land: Deutschland
ISIN: DE0007783003
Reuters: MKAG.DE
Bloomberg: MKA

Executive Summary

Führender privater Betreiber von Pflegeheimen in Deutschland. Mit derzeit 53 Einrichtungen und 7.289 Betten ist die Marseille-Kliniken AG einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber. Durch eine Kombination von Übernahmen bestehender Häuser und Neueröffnungen will der Konzern seine Bettenkapazität in den nächsten Jahren zusätzlich deutlich steigern.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	16,10 €	12,60 €
Aktueller Kurs:	15,01 €	
Aktienzahl ges.:	12.150.000	
Streubesitz:	40,0%	
Marktkapitalis.:	182,37 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

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 notwendig. Zusätzlicher Nachfragedruck ergibt sich ferner aus den Veränderungen in der hiesigen 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.

Reha sollte nach erfolgreicher Restrukturierung Break-Even schaffen. Das Geschäftsfeld Reha als zweites Standbein der Marseille-Kliniken ist mit aktuell rund 1.500 Betten sowie der Akutklinik in Büren 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 und Umsatzerlösen – mit dem Erreichen einer „roten Null“ im laufenden Geschäftsjahr.

Spezialisierung und Ausbau des 2-Sterne-Segments. Künftig wird Marseille-Kliniken im Kerngeschäft neben der bereits in der Vergangenheit vorgebrachten Spezialisierung einzelner Häuser auf bestimmte Indikationsschwerpunkte auch verstärkt im „2-Sterne-Segment“ wachsen. Angesichts der angespannten Finanzlage der Kostenträger (Pflegeversicherung und Sozialamt) sehen wir hier erhebliches Wachstumspotenzial. Erreicht wird das kostengünstige Angebot von Pflegeplätzen durch den Erwerb preiswerter Objekte, die einen geringen Investitionskostenanteil für die Immobilie pro Bett erlauben. Potenzial sehen wir darüber hinaus auch für auf spezielle Zielgruppen zugeschnittene Angebote, wie die jüngst eröffnete erste Einrichtung speziell für muslimische Senioren am Standort in Berlin-Kreuzberg.

Bewertung und gestiegener Free-Float bieten mittelfristig Kurspotenzial. Aktuell wird die Marseille-Kliniken-Aktie an der Börse mit einem 2006/07er-KGV von 15,1 bewertet, das nach unserer Schätzung im Folgejahr auf unter 11 sinken wird. Auf Basis der von uns erwarteten Ausschüttung von 0,35 Euro ergibt sich zudem eine attraktive Rendite von 2,3 Prozent. Die von angelsächsischen Investoren gezahlten EBITDA-Multiples von bis zu 12 bei nicht notierten Betreibern gegenüber einem Multiple von knapp über 4,5 bei Marseille-Kliniken unterstreichen das weiter vorhandene Kurspotenzial. Nachdem die Aktie von ihren Hochs zeitweise etwas zurückgekommen ist, empfehlen wir das Papier erneut zum Kauf und sehen auf Jahressicht ein Kursziel von 17,50 Euro.

Kennzahlen

	05/06	06/07e	07/08e	08/09e
Umsatz	210,4	224,1	247,5	268,7
<i>bisher</i>	216,8	234,9	254,7	---
EBIT	25,8	26,4	33,9	42,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	9,7	12,1	17,2	23,0
<i>bisher</i>	10,3	13,2	16,8	---
Erg./Aktie	0,76	0,99	1,41	1,90
<i>bisher</i>	0,83	1,09	1,39	---
Dividende	0,45	0,35	0,42	0,50
<i>bisher</i>	0,40	0,50	0,50	---
KGV	19,8	15,1	10,6	7,9
Div.rendite	3,0%	2,3%	2,8%	3,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

1.) Marktumfeld und aktuelle Tendenzen

Gesundheitsmarkt als wichtige Säule unserer Volkswirtschaft

Mit einem Volumen von über 240 Milliarden Euro, entsprechend 12,2 Prozent des Bruttoinlandsproduktes, zählt der Gesundheitsmarkt laut Daten des statistischen Bundesamtes (DESTATIS) zu den tragenden Säulen der deutschen Wirtschaft und rangiert damit noch vor der immer wieder in ihrer volkswirtschaftlichen Wichtigkeit hervorgehobenen Automobilbranche. Die Quote von 12,2 Prozent des BIP besichert Deutschland international den dritten Platz in Bezug auf den Anteil des Gesundheitssektors an der Gesamtwirtschaft. Mit 12,3 bzw. 15,3 Prozent ist dieser Anteil gegenwärtig nur in der Schweiz sowie den USA noch höher.

Der stationäre Gesundheitsmarkt – dazu zählen die Segmente Akutkrankenhäuser, Rehabilitation und Pflege – besitzt ein Volumen von gut 85 Mrd. Euro. Hiervon 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.

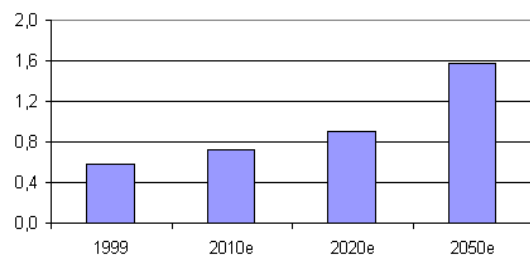
Wachstum wird auch in den kommenden Jahrzehnten weiter anhalten

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) aus dem Jahr 2001 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.

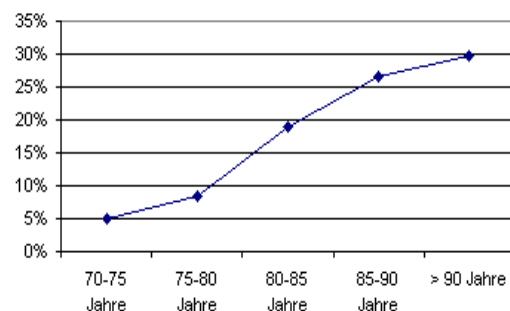
Ein weiterer Trend ist die zunehmende Bereitschaft vieler betroffener älteren Menschen, für eine qualitativ hochwertige Betreuung und Pflege auch in nennenswertem Umfang in die eigene Tasche zu greifen. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte prognostiziert das DIW eine Zunahme bei den Heimbewohnern von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

Stationär pflegebedürftige Menschen (in Mio.)



Quelle: DIW-Studie 2001

Der Anteil der pflegebedürftigen Menschen steigt mit zunehmendem Alter



Quelle: DIW-Studie 2001

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 der Gesetzgeber auf Basis der von der zu diesem Zweck eingesetzte „Rürup-Kommission“ entschieden, auf eine Stärkung der ambulanten Pflege zu Lasten stationärer Angebote festgelegt. Ausschlaggebend für diese Entscheidung seitens der Politik war dabei, dass die ambulante Pflege der alten Menschen – optimalerweise noch durch Angehörige – für die ohnehin stark beanspruchten Sozialsysteme unter dem Strich kostengünstiger ist als die Einweisung in ein Pflegeheim.

Grundsätzlich erscheint dieser Lösungsansatz auf den ersten Blick sehr attraktiv. Der Teufel steckt jedoch auch hier wie so oft im Detail, bzw. es ergeben sich im Zuge der Umsetzung neue 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 gar nicht möglich, die Pflegebedürftigen auf Dauer durch Angehörige oder ambulante Pflegedienste zu betreuen.

Letztgenannte Entwicklungstendenzen lassen sich zwischenzeitlich auch bei in der Vergangenheit als familienorientiert geltenden Einwanderern aus „klassischen Gastarbeiternationen“ der 1950er und 1960er Jahre erkennen. Ausgehend hiervon dürften auch von dieser Bevölkerungsgruppe künftig verstärkt Angebote für die stationäre Pflege ihrer Angehörigen nachgefragt werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die auf den Weg gebrachte Gesetzgebung allenfalls eine verzögernde Wirkung auf die erwartete langfristige Entwicklung ausüben kann, aufhalten oder gar umkehren können wird man sie jedoch angesichts der demographischen Rahmendaten nicht.

Diskussion über die Zukunft der Pflegeversicherung ...

Als eines der großen Reformprojekte des Jahres 2007 setzte die großkoalitionäre Bundesregierung in Berlin die Pflegeversicherung auf die Tagesordnung. Angesichts der zum Teil erheblichen Misstöne im Rahmen der unlängst festgezurrten Gesundheitsreform müssen wir uns nach unserer Einschätzung auch hier in den kommenden Monaten auf eine langatmige Debatte einstellen.

Die Notwendigkeit für die Reform ist angesichts der seit einigen Jahren bestehenden Unterdeckung bei den Beitragseinnahmen und der immer weiter schmelzenden Rücklage klar erkennbar. Auch die zum 1. Januar 2005 eingeführte höhere Belastung kinderloser Versicherter sowie die in 2006 erfolgte Umstellung der Zahltermine für die Sozialversicherungsbeiträge, in deren Folge einmalig 13 Beitragsmonate angefallen sind, haben dem System, wie von nahezu allen Experten schon im Vorfeld erwartet, nur eine kurze Verschnaufpause verschafft. Zur dauerhaften Absicherung der Leistungsfähigkeit der Pflegeversicherung sind jedoch grundlegende Änderungen erforderlich.

Ohne im Rahmen dieser Studie auf die verschiedenen möglichen Lösungsansätze näher eingehen zu wollen, wird es im Ergebnis sicherlich Veränderungen auf der Finanzierungsseite geben. Ein Ergebnis der Reform dürfte unserer Einschätzung nach sein, dass man dort zumindest teilweise vom bisher praktizierten reinen Umlageverfahren – d.h. die Einnahmen werden direkt für die Ausgaben verwendet – auf ein kapitalgedecktes Verfahren umstellt. Ziel ist hierbei, die künftig zu erwartenden steigenden Inanspruchnahmen und Aufwendungen gegenüber einer sinkenden Zahl an Beitragszahlern besser abzufedern und entsprechende Rücklagen für die Zukunft zu bilden. Inwieweit dies im Rahmen der für 2007 angekündigten Reform Beachtung findet, bleibt abzuwarten.

Unabhängig hiervon gehen wir jedoch davon aus, dass die derzeit geltenden Regelungen in Bezug auf die Übernahme der Kosten für die Heimunterbringung weiterhin grundsätzlich zumindest teilweise von der Pflegeversicherung getragen werden. 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 jedoch 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 nach unserer Überzeugung 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 die von der Politik eingeleiteten Anstrengungen, die Möglichkeiten für die ambulante Pflege bzw. die Betreuung von pflegebedürftigen Personen durch Familienangehörige zu forcieren, wird sich unseres Erachtens maximal eine vorübergehende Verlangsamung der Zuwachsraten bei der Nachfrage nach Heimplätzen ergeben. Angesichts des nach wie vor im Markt bestehenden Angebotsmangels erwarten wir daraus jedoch keine Auswirkung auf die Auslastungssituation der Branche.

Gestützt wird unsere Prognose unter anderem durch Verlautbarungen des für die Pflegeversicherung zuständigen Gesundheitsministeriums. Ausweislich des Finanzergebnisses 2005 der sozialen Pflegeversicherung lagen deren Ausgaben für stationär untergebrachte Personen mit 8,51 Mrd. Euro über denen für die ambulante und häusliche Pflege mit 8,23 Mrd. Euro. Dieser Trend dürfte sich auch im Jahr 2006 weiter fortgesetzt haben.

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 sehen, besteht nach der aktuell zu beobachtenden Bodenbildung in diesem Markt nach wie vor ein gewisses Rückschlagsrisiko.

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 auf Seiten der Kostenträger wie 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 unserer insgesamt positiven Prognose für das Segment Anschlussheilbehandlung muss zur Beurteilung der weiteren Branchenaussichten jedoch der medizinische Fortschritt der vergangenen Jahre mit berücksichtigt 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 schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfelds in den letzten Jahren war vielerorts feststellbar, dass ein Teil der Patienten trotz positivem Bescheid für eine psychosomatische Reha-Maßnahme seitens Krankenkasse oder Rentenversicherungsträger aus Angst vor dem möglichen Verlust ihres Arbeitsplatzes ihre Reha-Behandlung 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 private Anbieter ebenso betroffen wie auch öffentliche oder gemeinnützige. Es bleibt abzuwarten, inwieweit sich das seit einigen Monaten auch in der öffentlichen Wahrnehmung verbesserte wirtschaftliche Umfeld hier belebend auf die Nachfrage auswirkt.

Seit einigen Monaten ist insbesondere bei Einrichtungen der LVAs bzw. der BfA ein zunehmender Konsolidierungs- und Schließungsdruck 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...

Weiter fortsetzen und vermutlich sogar noch beschleunigen wird sich nach unserer Einschätzung der anhaltende Trend zu Privatisierungen von Kliniken und Pflegeheimen. Ein Beleg für diese Entwicklung ist beispielsweise die kürzlich in Hessen erfolgte Privatisierung einer Universitätsklinik (Gießen/Marburg), die viele Marktbeobachter als Testlauf für weitere ähnlich gelagerte Transaktionen in anderen Bundesländern werteten.

Hauptgrund für die Privatisierung von Einrichtungen ist neben den eingeschränkten finanziellen Möglichkeiten von Häusern in öffentlicher oder gemeinnütziger Trägerschaft vor allem die damit verbundene Chance, deutliche Effizienz- und Kostenvorteile zu realisieren, wie diese in den von privaten Betreibern geführten Häusern gegeben sind.

... und ermöglicht Effizienzgewinne

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 die Kostenunterschiede gelten eine erhöhte Flexibilität der Strukturen sowie 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) bzw. dessen Nachfolger TVöD 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 führt zu 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 auch kleine private Anbieter auf diesem Gebiet häufig deutlich weiter fortgeschritten sind als öffentliche oder gemeinnützige Häuser. Diese leiden zudem häufig darunter, dass sie 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 nach unserer Überzeugung 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 Pflegeheimbetreiber in Deutschland

Die Historie der im Prime Standard notierten Marseille-Kliniken AG reicht bis ins vorletzte Jahrhundert, genauer gesagt das Jahr 1897 zurück. Damals wurde die Gesellschaft unter dem Namen „Tonwaren-Industrie Wiesloch GmbH“ gegründet und im Jahre 1900 in eine Aktiengesellschaft (kurz: TIW AG) umgewandelt. Geschäftlich war man seinerzeit, wie bereits der Name andeutet, noch nicht im Gesundheitsbereich, sondern in der Produktion von Dachziegeln und ähnlichen Produkten aktiv.

Völlig unabhängig von der TIW AG 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.

Nach der mehrheitlichen Übernahme der inzwischen operativ nicht mehr aktiven TIW AG sowie der Akquisition der KASANAG (Karlsruher Sanatorium AG) im Februar 1996 erfolgte ebenfalls im Jahre 1996 der Börsengang der Gesellschaft durch Nutzung des TIW-Börsenmantels. 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 geringem 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 82 Prozent an der Gesamtbettenleistung des Konzerns.

Aktuell – d.h. inklusive der jüngst neu eröffneten Einrichtungen in Berlin-Kreuzberg im Dezember 2006 – betreibt Marseille-Kliniken 53 Pflegeheime und Senioren-Wohnparks mit insgesamt 7.289 stationären Betten. Das Angebot reicht dabei von der ambulanten Pflege über Kurzzeit- und Tagespflege bis hin zur stationären Pflege. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005/06 (30.6.) konnten die Umsatzerlöse im Bereich Pflege von 150,7 auf 162,7 Mio. Euro ausgeweitet werden.

Segm. Pflege	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06
Umsatz	114,9 Mio. €	128,3 Mio. €	140,7 Mio. €	150,7 Mio. €	162,7 Mio. €
Mitarbeiter	1.883	2.105	2.277	2.407	2.407
Einrichtungen	39	46	47	49	52
Bettenzahl	4.736	5.460	5.740	5.901	7.134
Auslastung	96,9%	95,4%	94,3%	90,7%	91,6%

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 seit Jahren einen aus unserer Sicht durchdachten Strategiemix aus Neueröffnungen sowie der Übernahme bereits am Markt befindlicher Häuser von Dritten. Hauptvorteile dieser zweigleisigen Strategie sind die Abfederung möglicher Risiken aus dem organischen 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, 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 die 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 wäre unseres Erachtens nicht ohne Risiken 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 2003 bis 2005 wieder auf Wachstumskurs

Nachdem sich die Bettenkapazität des Konzerns im Pflegebereich über einen Zeitraum von gut eineinhalb Jahren (zwischen Juli 2003 bis März 2005) per Saldo nicht erhöht hat, ist mit der Eröffnung des Standorts in Dresden mit 128 Betten im Jahre 2005 sowie der Einrichtungen in Hamburg mit 376 Betten und Düsseldorf mit 88 Betten zuzüglich 7 Tagespflegebetten in der ersten Baustufe im Jahr 2006 nun die Rückkehr auf den vorherigen Wachstumspfad gelungen.

Ein weiterer auch unter strategischen Gesichtspunkten wichtiger Schritt ist überdies die im Dezember 2006 erfolgte Eröffnung des Pflegeheims „Türk Huzur Evi“ (türk., „Haus zum Wohlfühlen“) in Berlin-Kreuzberg, welches als erste Einrichtung in Deutschland überhaupt speziell auf die spezifischen kulturellen und religiösen Bedürfnisse türkischer bzw. muslimischer Senioren ausgerichtet ist.

Erstes Pflegeheim speziell für muslimische Senioren eröffnet

Dieses Projekt fügt sich in die von Marseille-Kliniken zuletzt verfolgte Strategie der Spezialisierung der einzelnen Einrichtungen auf spezielle Zielgruppen von pflegebedürftigen Senioren ein. Beschränkten sich die bisherigen Spezialisierungsaktivitäten im Konzern darauf, die einzelnen Häuser auf bestimmte Indikationsschwerpunkte bei den zu pflegenden Insassen zu fokussieren, betritt der Konzern mit diesem Pflegeheim erneut Neuland in der Bundesrepublik

In Zusammenarbeit mit der türkischen Gemeinde in Berlin, die auch Minderheitsgesellschaft der Einrichtung ist, wird eine speziell auf muslimische Senioren zugeschnittene Lösung angeboten, die auch den kulturellen, religiösen und sprachlichen Besonderheiten Rechnung trägt. Ermöglicht wird dies nicht zuletzt dadurch, dass die Mitarbeiter in diesem Haus allesamt selbst deutsch-türkischer Herkunft sind, um etwaige Probleme auf der sprachlichen und kulturellen Seite von vornherein zu vermeiden.

Mit diesem Angebot soll speziell eine bislang in den bestehenden Pflegeeinrichtungen noch völlig unterrepräsentierte Zielgruppe angesprochen werden. Wie unterrepräsentiert diese Gruppe ist und welches Potenzial hier schlummert, wird anhand der Tatsache deutlich, dass in den 240 Pflegeheimen in der deutschen Hauptstadt bei über 100.000 türkischen bzw. türkischstämmigen Einwohnern aktuell gerade einmal 4 (!) türkische Patienten untergebracht sind.

Duplizierung der Idee im Erfolgsfall birgt auch Potenzial in anderen Regionen

Galten gerade türkische Mitbürger in der Vergangenheit noch als sehr familienorientiert, steigt infolge der Anpassung der soziokulturellen und familiären Strukturen an die deutsche Gesamtgesellschaft auch hier der Bedarf nach Pflegeplätzen signifikant an. Aktuell wird in diesem speziellen Teilmarkt viel über ambulante Pflegedienste bewerkstelligt, die sich in türkischem Besitz befinden.

Vor dem Hintergrund, dass in der adressierten Zielgruppe in hohem Maße Menschen zu finden sind, deren Rentenzahlungen nicht sonderlich hoch ausfallen, bietet sich hierfür der Einsatz eines 2-Sterne-Konzepts an, welches bezahlbare Pflegeplätze am Markt verfügbar macht. Im ersten Schritt beträgt die Kapazität des „Türk Huzur Evi“ 160 Betten, eine Erweiterung ist je nach Belegungsfortschritt grundsätzlich noch möglich.

Zwar liegen wenige Wochen nach der Eröffnung dieser ersten Einrichtung noch keine belastbaren Informationen über den Erfolg des Konzepts vor; die bundesweite Medienberichterstattung über dieses Thema halten wir aber für eine gute Ausgangsbasis, auch an anderen geeigneten Standorten über ähnlich konzipierte Häuser nachzudenken. Entscheidend für die erfolgreiche Etablierung derartiger auf dem 2-Sterne-Konzept basierender Einrichtungen ist jedoch, dass entsprechende Objekte an den angestrebten Standorten günstig erworben werden können. Denn die dort angebotenen günstigen Konditionen für einen Heimplatz resultieren im Wesentlichen aus dem vergleichsweise geringen Investitionskostenanteil für die Immobilie pro Bett.

Standortadäquate Pflegeheimkategorien ...

Erklärtes Ziel der Marseille-Kliniken AG ist es, sich mit ihrem Angebot von der breiten Masse im Markt 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 2- bis 4-Sterne-Bereich bewegen. Hauptkriterium für die Wahl der jeweiligen Pflegeheimkategorie ist dabei die regional vorhandene 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 kaufkräftigeren Bereichen wie dem Ruhrgebiet erscheint uns mit Blick auf die Eröffnung neuer Standorte eher das Angebot von Einrichtungen ohne zusätzliche Qualitätsmerkmale (also „2-Sterne“-Häuser) als erfolgversprechendste Vorgehensweise.

... und leistungsfähige Software als Erfolgsgarant

Sehr hohe qualitative Anforderungen stellt Marseille-Kliniken 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.

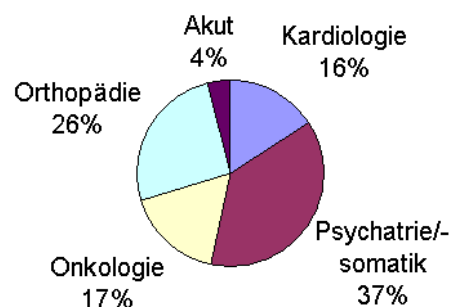
Segment Reha leidet unter anhaltend schwierigen Rahmenbedingungen

Im zweiten Geschäftsfeld, den Rehabilitationskliniken, ist Marseille-Kliniken mit aktuell 1.478 Betten in 9 Kliniken an 8 Standorten sowie der Akutklinik in Büren vertreten. Zur medizinischen Angebotspalette gehören dabei Behandlungsangebote für alle wichtigen Indikationsgebiete wie die Psychiatrie und Psychosomatik, Kardiologie, Orthopädie sowie Onkologie. Darüber hinaus gibt es Spezialangebote in den Segmenten Dermatologie und Dialyse, die besonders attraktive Wachstumsperspektiven aufweisen.

Der Bereich Reha leidet noch unter den Nachwirkungen der so genannten Reha-Krise des Jahres 1997, die seinerzeit durch die dritte Stufe der damaligen Gesundheitsreform ausgelöst wurde. Neben dem Problem der leeren Sozialkassen trug auch ein deutlicher Nachfragerückgang bei den von den Patienten selbst zu beantragenden Maßnahmen in den vergangenen Jahren zur anhaltend schwierigen Lage der Branche bei.

Der Nachfragerückgang betrifft vornehmlich die psychosomatischen Indikationen, da hier die Patienten offenbar aus Angst vor einem Arbeitsplatzverlust sogar vor der Inanspruchnahme bereits genehmigter Maßnahmen oft zurückschrecken und diese nicht antreten. Ähnliche Phänomene sind auch im Zusammenhang mit der Höhe des Krankenstandes zu beobachten, der besonders in Zeiten, da sich viele Menschen um die Sicherheit ihres Arbeitsplatzes sorgen, sehr gering ist.

Anteil Reha-Betten nach Indikation



Quelle: Marseille-Kliniken AG

Inwieweit sich die zuletzt auch in der öffentlichen Wahrnehmung verbesserte wirtschaftliche Lage belebend auf die Nachfrage nach psychosomatischen Maßnahmen auswirkt, bleibt vorerst abzuwarten. In jedem Fall wirkt sich die seit kurzem zu beobachtende Verringerung der Kapazitäten durch Rückbau oder anderweitige Nutzung im Markt entlastend aus und ermöglichen zumindest eine Konsolidierung der Branche auf niedrigem Niveau.

Überkapazitäten und Nachfrageschwäche stoßen Marktberreinigung an

Ähnlich wie nach der Gesundheitsreform von 1995, durch die etwa 40 Prozent der damaligen Kapazität am Markt keine dauerhafte Chance hatte, war die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2004. 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 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. In den letzten Monaten berichten einzelnen Anbieter, darunter auch Marseille-Kliniken, von einer leichten Verbesserung der Auslastungsquoten, wenngleich diese Entwicklung natürlich von einem sehr geringen Niveau ausgeht.

Wie groß inzwischen in diesem Segment der Druck geworden ist, zeigt der Umstand, dass ab dem Jahr 2004 erstmals auch direkt von der BfA bzw. den LVAs betriebene Einrichtungen geschlossen oder zumindest deutliche Verringerungen der Kapazitäten vorgenommen wurden. Die zahlenmäßigen Auswirkungen bei Marseille-Kliniken können der nachfolgenden Tabelle entnommen werden.

Segm. Reha	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06
Umsatz	66,0 Mio. €	62,0 Mio. €	53,1 Mio. €	50,5 Mio. €	47,7 Mio. €
Mitarbeiter	764	790	727	639	627
Einrichtungen	11	11	11	11	10
Bettenanzahl	1.801	1.801	1.772	1.672	1.478
Auslastung	88,1%	83,0%	76,6%	76,6%	74,2%

Quelle: Geschäftsberichte der Marseille-Kliniken AG

Trotz der jüngst zu beobachten leichten Entspannung im Reha-Markt gehen wir unverändert von einem weiteren Abbau der Reha-Kapazitäten im Markt aus. Dieser wird entweder durch die Stilllegung von Kapazitäten oder dem Ausscheiden von einzelnen Anbietern aus dem Markt erfolgen und sollte den verbliebenen Akteuren zumindest mittelfristig wieder eine bessere Auslastung der Betten ermöglichen.

Auch die Zahlen für das erste Quartal 2006/07 stützen unsere These. Zwar sank die Belegungsquote durch den Ärztestreik im Sommer 2006 und in dessen Folge ausgefallener bzw. verschobener Operationen von 79,2 auf 76,7 Prozent. Dennoch bewegt die Auslastung sich damit über dem Durchschnitt des Geschäftsjahres 2005/06 von 74,2 Prozent. Insgesamt bewerten wir diesen Rückgang als einmaligen Sondereffekt und rechnen für das Gesamtjahr mit einer weiter ansteigenden Belegungsquote.

Im laufenden Geschäftsjahr erwarten wir eine „rote Null“ in der Reha

Entscheidend für die Beurteilung der Reha-Sparte ist unseres Erachtens die Entwicklung des Segmentergebnisses. Bedingt durch den Sondereffekt „Ärztestreik“ werden die positiven Auswirkungen der in der Vergangenheit vorgenommenen umfangreichen Restrukturierungsmaßnahmen inklusive der Schließung von zwei Einrichtungen in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2006/07 leider verwässert.

Insgesamt erzielte Marseille-Kliniken im ersten Halbjahr mit einer planmäßig auf 1.478 reduzierten Bettenzahl (inklusive Akut-Klinik in Büren) um 1,7 auf 26,1 Mio. Euro verbesserte Umsatzerlöse. Der Periodenfehlbetrag halbierte sich im Vorjahresvergleich von 1,2 auf nunmehr 0,6 Mio. Euro. Darin enthalten sind jedoch rund 300 TEUR an Belastungen aus dem Ärztestreik, so dass sich das Ergebnis wie von uns erwartet in Richtung der „Null-Linie“ bewegt.

Für das Gesamtjahr 2006/07 halten wir trotz dieser Sonderbelastung an unserer Einschätzung fest, dass Marseille-Kliniken in diesem Segment ein in etwa ausgeglichenes Ergebnis erreicht. Getragen wird diese Prognose zum einen von der zu erwartenden Verschiebung der ausgefallenen Operationen während des Ärztestreiks in die Folge Monate, da die Patienten durch den Streik ja lediglich nicht operiert werden konnten, die vorgesehenen Eingriffe aber weiter notwendig sind und sich nur zeitlich nach hinten verschieben.

Daher rechnen wir in den übrigen drei Quartalen mit einer besseren Auslastungssituation. Ein zusätzlicher Impuls auf der Ergebnisseite sollte sich noch aus dem geplanten Teilumbau der Einrichtung Schömburg in eine Pflegeklinik ergeben, deren Eröffnung für das vierte Quartal 2006/07 geplant ist. Die hierfür erforderlichen Genehmigungen wurden kürzlich erteilt. Bisher lasten die Finanzierungskosten für das zur Hälfte nicht genutzte Objekt auf dem Reha-Betrieb und führen zu einem entsprechenden Verlust, der künftig durch die wieder vollständige Nutzung des Objektes wegfallen soll.

Nur noch überschaubare Restrisiken bei Reha-Immobilien

Angesichts der Konsolidierung der Belegungszahlen auf dem niedrigen Niveau und der sich abzeichnenden Erholung auf der Nachfrageseite halten wir die aus einer anhaltend geringen Auslastungsquote resultierenden Risiken für mögliche Abschreibungen auf die Bilanzbuchwerte der Objekte für überschaubar. Problematisch würde die Situation nach Angaben des Vorstands erst dann, wenn absehbar ist, dass die Auslastung der Einrichtungen dauerhaft deutlich unter 80 Prozent liegen wird.

Bei der zum Verkauf stehenden Immobilie in Waldkirch, welche derzeit nicht leer steht, wurde in der Bilanz eine Abschreibung bis auf den Bodenwert für ein unbebautes Grundstück an diesem Standort vorgesehen. Daher sind auch hier keine stillen Lasten, sondern tendenziell eher noch stille Reserven vorhanden. Aktuell sind die Vermarktungsbemühungen angelaufen; alternativ ist nach Angabe des Vorstandes auch eine Umnutzung des Objektes in eine Pflegeklinik denkbar.

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.

Durch die CIT-Transaktion hat sich das Reha-Sachanlagevermögen von 131 Mio. Euro per 30. September 2005 auf 79 Mio. Euro zum Geschäftsjahresende 2005/06 reduziert. 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 im vergangenen Jahr realisierten 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 den wieder steigenden Auslastungsquoten eröffnet dies auf Sicht reale Exitmöglichkeiten.

Wie Vorstandschef Axel Hölzer im Rahmen des Conference-Calls zu den Halbjahreszahlen am 8. Februar 2007 erläuterte, wird derzeit eine weitere Sale-and-Lease-Back-Transaktion unter Einschluss von Reha-Objekten vorbereitet. Wesentlicher Unterschied zur Transaktionsstruktur der Vergangenheit wird dabei sein, dass seitens der Marseille-Kliniken AG bzw. des Gesamtkonzerns keine Mietgarantien mehr erteilt werden, sondern einzig und allein von der jeweiligen Betreibergesellschaft der Reha-Einrichtung. Aktuell verlaufen die Gespräche aussichtsreich, ein konkreter Zeithorizont bis zum Abschluss der Transaktion kann jedoch noch nicht genannt werden.

Neben einem indirekten Rückzug über eine Sale-and-Lease-Back-Transaktion ist auch die Veräußerung einzelner Standorte und/oder Immobilien an einen Investor denkbar. Die für das laufende Geschäftsjahr von uns erwartete Beendigung der Verlustphase in der Reha wird die Attraktivität der Assets für einen Partner und/oder Investor weiter erhöhen und sollte eine Lösung dieser Thematik in greifbare Nähe rücken.

3.) Prognosen für die kommenden Jahre

Bevorstehender Turnaround der Reha-Sparte und anhaltendes Wachstum der Pflege eröffnet Ergebnispotenzial

Nach Wiederaufnahme des Wachstumskurses seit Anfang 2005 plant Marseille-Kliniken bis zum Ende des Jahres 2008 eine Ausweitung der Bettenzahl im Segment Pflege von aktuell 7.289 auf rund 10.500. Dies entspricht bezogen auf die Gesamtbettenzahl im Konzern inklusive der Reha-Sparte einem Zuwachs von aktuell 8.700 auf dann 12.000 Betten. Zur Realisierung dieser Zielvorgabe setzt die Unternehmensleitung auf die bekannte und bewährte Kombination aus Neueröffnungen sowie Übernahmen bestehender Häuser.

Diese Zielvorgabe ist nach unserer Einschätzung vor allem dann erreichbar, wenn Marseille-Kliniken, wie zuletzt auch andere Wettbewerber, wieder externes Wachstum – also die Übernahme bestehender Häuser – realisiert. Je nach Größe und Struktur einer Akquisition kann die Zielvorgabe auch deutlich schneller erreicht werden, da aktuell am Markt durchaus auch größere Einheiten verfügbar sind. Bei der Identifizierung von Zielobjekten können jedoch Probleme wie die mangelnde Verfügbarkeit geeigneter Objekte und/oder Standorte unter Berücksichtigung des bereits bestehenden Portfolios oder zu stark differierende Vorstellungen über den Kaufpreis auftreten.

Derzeit bewegen sich die Preise, welche im Markt von Verkäufern verlangt werden, bei bis zu 50 TEUR pro Bett – selbst bei Einrichtungen, die kaum oder gar kein positives Ergebnis erwirtschaftet. Zum Vergleich: Die von Marseille-Kliniken für die Neubauten in Leipzig bzw. Potsdam getätigte Investition lag bei 20 bzw. 35 TEUR pro Bett.

Bevorstehende Marktberreinigung eröffnet externe Wachstumschancen

Interessante Wachstumsperspektiven ergeben sich unseres Erachtens nach wie vor durch den zunehmenden wirtschaftlichen Druck auf zahlreiche gemeinnützige Anbieter. 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, um den Fortbestand abzusichern.

Seit der zweiten Jahreshälfte 2004 ist ein deutlicher Anstieg der Transaktionszahl zu beobachten, der nicht zuletzt auf das gestiegene Interesse vor allem angelsächsischer Investoren an diesem Thema getrieben wird. Zuletzt ist insbesondere von Seiten kommunaler Träger eine deutlich gestiegene Abgabebereitschaft von Pflege- und sonstigen Gesundheitseinrichtungen festzustellen. 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, zeitnah auf das konzernübliche Renditeniveau gehoben werden können und natürlich zu vernünftigen Konditionen zu erwerben sind.

Vorsichtige Prognose lässt noch Spielraum nach oben

Ausgehend von den Prognosen bei der Entwicklung der Bettenzahlen im Pflegebereich, der mittel- bis langfristige der einzige Geschäftsbereich sein wird, ergibt sich für die kommenden drei Geschäftsjahre die nachfolgend wiedergegebene Prognose der durchschnittlichen Bettenzahlen. Vor dem Hintergrund der Wachstumspause 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 der rückläufigen Entwicklung in 2005/06 – von unter 3 Prozent in der Reha zugrunde gelegt.

Mit den bewusst vorsichtigen Schätzungen insbesondere im Kerngeschäftsfeld tragen wir den bereits dargelegten Unwägbarkeiten in Bezug auf die Hochrechenbarkeit von Halbjahresergebnissen auf das Gesamtjahr sowie der Verfügbarkeit geeigneter Akquisitionsobjekte in den adressierten Kernmärkten Rechnung.

Insgesamt resultieren daraus die folgenden Werte für die Bettenzahl, den jeweiligen Segment- sowie den Gesamtumsatz:

	2005/06	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Bettenzahl (gesamt)	8.703	9.573	10.530	11.580
Umsatz „Reha“	47,4	52,0	53,2	54,1
Umsatz „Pflege“	162,7	172,1	194,3	214,6
Gesamtumsatz	210,4	224,1	247,5	268,7

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 sowie der Wegfall von Belastungen wie dem Umbau in Leipzig in 2005/06, 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 (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.

	2005/06	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Gesamtumsatz	210,4	224,1	247,5	268,7
EBITDAR	58,0	66,1	75,5	83,3
Marge	27,5%	29,5%	30,5%	31,0%

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 2003/04, dem Höhepunkt der „Reha-Krise“, ein zwischenzeitliches Tief von 25,2 Prozent.

Der Rückgang der EBITDAR-Marge im vergangenen Geschäftsjahr von 28,7 auf 27,5 Prozent resultiert neben der anhaltend schwierigen Situation in der Reha nicht zuletzt aus Einmalaufwendungen wie dem Umbau der Einrichtung in Leipzig und der nach wie vor niedriger als ursprünglich erwarteten Belegung der Häuser Montabaur und Landshut. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir bei einer „roten Null“ in der Reha und einer erhöhten Auslastung in Montabaur und Landshut sowie der neuen Einrichtungen

in Leipzig und Hamburg eine Verbesserung der Marge auf 29,5 Prozent. Allein durch den Wegfall der Aufwendungen für den Umbau in Leipzig wird sich nach Angaben des Vorstands ein Ergebniseffekt in einer Größenordnung von 1,7 Mio. Euro ergeben.

Mittelfristig wird sich die Margensituation nach unserer Überzeugung 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 sowie der planmäßigen Umsetzung der erläuterten Wachstumsstrategie in der Pflege halten wir langfristig eine durchschnittliche EBITDAR-Marge von 35 Prozent für die gesamte Gruppe für erreichbar.

Erstes Halbjahr 2006/07: Pflege weiter auf Wachstumskurs

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte das Unternehmen seine Umsatzerlöse um 4,3 Prozent auf 107,8 (103,3) Mio. Euro ausweiten. Das DVFA-Ergebnis verbesserte sich um 21,1 Prozent auf 7,0 (5,8) Mio. Euro und legte damit überproportional zu. Beim Ergebnis je Aktie schlägt sich diese Entwicklung mit einem Anstieg von 0,58 auf 0,63 Euro nieder.

Wachstumstreiber ist erneut das Kerngeschäftsfeld Pflege mit einer Umsatzausweitung um 3,6 Prozent auf 81,8 (78,9) Mio. Euro. Verantwortlich für diese Entwicklung ist neben der Ausweitung der Bettenkapazitäten die bessere Auslastung in den Bestands-einrichtungen durch die Spezialisierung in den einzelnen Einrichtungen. Das Ergebnis stieg um 8,5 Prozent auf 7,6 (7,0) Mio. Euro, die Belegungsquote stieg dank gezielter Vermarktungsaktivitäten auf 92,6 (91,9) Prozent und bewegt sich damit in Richtung der mittelfristig angestrebten Quote von 95 Prozent bei den Bestandsbetten.

In der Reha konnte der Umsatz auf 26,1 (24,4) Mio. Euro ausgeweitet und damit die in der Vergangenheit rückläufige Tendenz gestoppt werden. Auf der Ergebnisseite wirkte sich der Ärztestreik im Sommer 2006 auf das erste Quartal belastend aus, da es hierdurch zu Verschiebungen bei Operationen kam und somit die Auslastung der Reha-Kliniken entsprechend schwächer ausfiel.

Die Restrukturierungsanstrengungen der vergangenen Jahre wirken sich dennoch aus, der Fehlbetrag blieb trotz rund 300 TEUR an Belastungen aus den Streikfolgen mit 0,6 (Vorjahr: 1,2) Mio. Euro konstant. Im Vergleich zum Ergebnis des ersten Quartals 2006/2007 mit minus 600 TEUR ist im zweiten Quartal auf Periodenebene der Break-Even annähernd erreicht worden. Der Rückgang der Auslastungsquote auf 76,3 (77,2) Prozent hängt ebenfalls mit den Folgen des Ärztestreiks zusammen, dennoch liegt der Wert bereits über dem des Geschäftsjahres 2005/2006 mit 74,2 Prozent.

Wachstum im Kerngeschäft und Skaleneffekte als Ergebnistreiber

Wie bereits dargelegt erwarten wir für das laufende wie auch die Folgejahre ein jährliches Wachstum von 10 Prozent Kerngeschäftsfeld Pflege sowie etwa 3 Prozent in der Reha. Unser auf dieser Basis erstelltes Prognoseszenario erachten wir als eher konservativ. Damit tragen wir den bestehenden Unwägbarkeiten in Bezug auf die Umsetzung externer Wachstumsschritte Rechnung, da das Management das Angebot geeigneter Einrichtungen in den gewünschten Zielregionen nicht aktiv beeinflussen kann, die Verfügbarkeit jedoch entsprechende Auswirkungen auf das Wachstumstempo hat.

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 weiter deutlich steigende Gewinne.

Bei unserer Prognose haben wir unterproportional zum Umsatzwachstum steigende Material-, Personal- und sonstige Aufwendungen unterstellt. Ferner gehen wir von einer ergebnisneutralen Wirkung der beiden Sale-and-Lease-Back-Transaktionen sowie einer Steuerquote im Bereich von knapp über 30 Prozent aus. Zusätzliches Upside-Potenzial könnte sich vor allem noch aus einer unter unserer Erwartung liegenden Steuerquote ergeben. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich aus unserem Prognosemodell die nachfolgende Gewinnreihe:

	2005/06	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Konzernergebnis	9,7 Mio. €	12,0 Mio. €	16,9 Mio. €	21,9 Mio. €
Ergebnis je Aktie	0,76 €	0,99 €	1,41 €	1,90 €
KGV	19,4	15,1	10,6	7,9

Quelle: Schätzungen GSC Research

Aktuell wird die Marseille-Aktie bei einem Börsenkurs von 15,01 Euro und einem Ergebnis je Aktie von 0,76 Euro im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem KGV von 19,8 bewertet. Auf Basis des von uns erwarteten Ergebnisses von 0,99 Euro je Aktie für das laufende Geschäftsjahr ergibt sich ein KGV von 15,1. Je nach der weiteren Entwicklung zweiten Halbjahr und dem tatsächlichen Ergebnis der Reha-Sparte, welche in Q2 ein nahezu ausgeglichenes Ergebnis erwirtschaften konnte, sehen wir beim Gewinn auf Basis unserer bewusst vorsichtigen Schätzung noch Spielraum nach oben.

Dividendenverzicht des Mehrheitsaktionärs für 2005/06

Auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende von 0,45 Euro je Aktie beträgt die Rendite derzeit gut 3 Prozent und liegt damit in der Nähe gut verzinsten Tagesgeldkonten oder mittelfristig laufender Anleihen. Dabei setzte sich die Ausschüttung zu 0,25 Euro aus dem operativen Ergebnis und zu 0,20 Euro aus den Effekten der Sale-and-Lease-Back-Transaktionen zusammen. Positiv werten wir den Dividendenverzicht des Mehrheitsaktionärs, der zu Gunsten der Stärkung der Innenfinanzierungskraft seinen Ausschüttungsanteil von knapp 3,3 Mio. Euro im Unternehmen beließ.

Bei Überlegungen zur künftigen Ausschüttungshöhe müssen zwei Einflussgrößen berücksichtigt werden. Zum einen erwarten wir für 2006/07 keinen erneuten Dividendenverzicht des Großaktionärs, so dass allein hierdurch die Gesamtausschüttungssumme deutlich ansteigt. Zum anderen würde eine tendenziell zurückhaltendere Dividendenpolitik die im Unternehmen vorhandenen Eigenmittel stärken und auf Sicht zu einem besseren Rating der Marseille-Kliniken AG führen, die aktuell mit „BBB“ geratet wird.

Um diese beiden Effekte zu berücksichtigen, haben wir für das laufende Jahr eine Ausschüttung von 0,35 Euro unterstellt. Bei planmäßiger Gewinnentwicklung sehen wir in der Folge noch weiteren Erhöhungsspielraum, wobei aus heutiger Sicht angesichts der geplanten Investitionen in weiteres Wachstum nicht mit Ausschüttungsquoten von über 50 Prozent zu rechnen ist.

	2005/06	2006/07e	2007/08e	2008/09e
Ergebnis je Aktie	0,76 €	0,99 €	1,39 €	1,81 €
Dividende	0,45 €*)	0,35 €	0,42 €	0,50 €
Dividendenrendite	3,0%	2,3%	2,8%	3,3%

Quelle: Schätzungen GSC Research

*) Dividendenzahlung nur an Streubesitz

4.) Wettbewerbsumfeld

Marseille-Kliniken-Aktie auch nach starken 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 – Beispiel: die jüngst in Hessen erfolgte erste Privatisierung einer Universitätsklinik (Gießen/Marburg) – ist der Kurszettel der deutschen Börse in diesem Segment weiter ungewöhnlich kurz.

In Deutschland sind als börsennotierte Wettbewerber, die ähnlich wie Marseille-Kliniken 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 beträchtenswert.

Internationale Wettbewerber nur bedingt vergleichbar

Zur Verbreiterung der Betrachtungsbasis bietet sich daher ein Blick ins Ausland und hier besonders nach Großbritannien und in die USA an. Bei einem Vergleich müssen jedoch die dort herrschenden und mit dem deutschen System nicht vergleichbaren Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Auch wenn ein solcher Vergleich bezogen auf den Pflegesektor nur sehr eingeschränkte Aussagekraft besitzt, bietet er sich dennoch an, da die Gesundheitsmärkte in UK und den USA deutlich weiterentwickelt sind als hierzulande und der Anteil privater Anbieter dort signifikant größer ist als hier.

Größter und bis vor kurzem ebenfalls börsennotierter Anbieter auf dem US-Markt ist die in Fort Smith, Arkansas, beheimatete **Beverly Enterprises** (www.beverlycares.com und www.beverlycorp.com). Beverly Enterprises ist neben der Tätigkeit im Segment Pflege auch als Klinikbetreiber mit Häusern unterschiedlichster Ausrichtung aktiv. Vor dem Hintergrund der vom aktuellen Großaktionär, einer Private Equity Gesellschaft, betriebenen Aufspaltung des Unternehmens und dem Wegfall der Börsennotierung gehen wir an dieser Stelle nicht mehr detailliert auf diese Gesellschaft ein.

Ein weiterer wichtiger Player mit starkem Kapazitätswachstum in der jüngeren Vergangenheit ist die **Sunrise Assisted Living-Gruppe** (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) etwa 415 Senioren-Einrichtungen mit insgesamt 51.000 Betten. Darüber hinaus befinden sich nach Unternehmensangabe aktuell 50 Einrichtungen mit 6.000 Betten im Bau, davon 6 Häuser auf dem deutschen Markt. Inzwischen ist Sunrise damit zum zweitgrößten Player auf dem US-Markt aufgestiegen.

Im Geschäftsjahr 2005 erzielte Sunrise Umsatzerlöse von 1,44 (1,22) Mrd. Euro sowie ein EBITDA von 81,8 (76,1) Mio. Euro, das Ergebnis je Aktie belief sich auf 1,28 (0,86) 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 2006 von etwa 1,63 Mrd. Euro Umsatz sowie einem Ergebnis von rund 0,88 Euro je Aktie aus.

Die schwerpunktmäßig im britischen Markt aktive **Care U.K.** (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 2005/06 (30.09.) erzielte das britische Unternehmen mit seinen rund 2.900 Betten nach vorläufigen Zahlen ei-

nen Umsatz von 302,1 (256,4) Mio. Euro sowie ein EBITDA von 34,1 (28,3) Mio. Euro. Die EBITDA-Marge bewegte sich mit 11,2 Prozent leicht über dem Niveau des Vorjahres mit 11 Prozentpunkten. Das Ergebnis je Aktie beträgt 0,32 (0,26) Euro, das KGV stellt sich damit auf 34,1.

Der größte börsennotierte Player auf dem nordamerikanischen Markt ist inzwischen die 1981 gegründete und seit November 2005 an der Börse gelistete **Brookdale Senior Living Inc.** (www.brookdaleliving.com), die im Juli 2006 mit Unterstützung des Private Equity Investors Fortress die American Retirement Corp. für 1,2 Mrd. US-Dollar (ca. 920 Mio. Euro) übernommen hat. Nach der Übernahme verfügt das Unternehmen über 535 Einrichtungen in 34 US-Bundesstaaten mit einer Bettenkapazität von 50.000. Im Geschäftsjahr 2005 erzielte Brookdale noch ohne American Retirement bei Umsätzen von 608 Mio. Euro ein negatives EBIT von 15,3 Mio. Euro. American Retirement erreichte im genannten Zeitraum ein Geschäftsvolumen von 380 Mio. Euro bei einem positiven EBIT von 26,9 Mio. Euro. Für 2006 hat die Unternehmensleitung den Break-Even in Aussicht gestellt.

Ebenfalls in der Spitzengruppe der US-Unternehmen im Pflegemarkt befindet sich die **Manor Care Inc.** (www.hcr-manorcare.com), die aktuell über 340 Einrichtungen mit insgesamt knapp 43.000 Betten betreibt. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt auf Pflegeheimen (275 Häuser), daneben wird in über 50 weiteren Einrichtungen betreutes Wohnen für Demenzpatienten angeboten. Insgesamt erstreckt sich das Leistungsspektrum von Manor Care über Seniorenresidenzen über Langzeitpflegeheime und Betreutes Wohnen bis hin zu Rehabilitationskliniken, ambulanten Pflegediensten und Managementdienstleistungen. Auf der Umsatzseite liegt der Schwerpunkt jedoch klar im Pflegegeschäft mit einem Anteil von annähernd 95 Prozent im Geschäftsjahr 2005. Bei einem Umsatz von 2,6 Milliarden Euro wurde ein EBITDA von 222,1 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 8,5 Prozent erzielt. Der Jahresüberschuss 2005 betrug 122,8 Mio. Euro oder 1,44 Euro je Aktie, was einem KGV von 28,2 entspricht.

Eher regional aufgestellt und nur an der Ostküste der USA vertreten ist die **Genesis HealthCare Corp.** (www.geneshcc.com). Gegenwärtig betreibt die Gesellschaft in 12 US-Bundesstaaten insgesamt 210 Pflegeheime und Häuser für betreutes Wohnen und verfügt damit über eine Bettenkapazität von gut 26.000. Ein Teil der Kapazitäten wird dabei über einen Managementvertrag betrieben, direkt in Unternehmensbesitz befinden sich 16.000 Betten. Neben den klassischen Angeboten wie Langzeitpflege und Betreutes Wohnen werden auch Kurzzeitpflege, Pflege bei Demenzerkrankungen sowie Spezialdienstleistungen inklusive Reha-Maßnahmen angeboten. Mit einem Anteil von knapp 90 Prozent am Konzernumsatz ist die Pflege jedoch klare Kernaktivität.

Im zum 30. September 2006 zu Ende gegangenen Geschäftsjahr 2005/06 hat die Gesellschaft bei Umsatzerlösen von 1,35 Milliarden Euro ein EBITDA von 115,4 Mio. Euro bzw. eine Marge von 8,5 Prozent erzielt. Aus dem Jahresüberschuss von 27,4 Mio. Euro resultiert ein Ergebnis von 1,68 Euro je Aktie, woraus sich ein KGV von 28 für das abgelaufene Geschäftsjahr ergibt. Mitte Januar 2007 hat das Unternehmen ein Übernahmeangebot eines Konsortiums bestehend aus den Private Equity Gesellschaften Capital, LLC and JER Partners über 63 US-Dollar (entspricht aktuell rund 48,10 Euro) erhalten, was einem Transaktionsvolumen von 962 Mio. Euro entspricht. Damit wird das Unternehmen auf Basis eines erwarteten EBITDA von 138,6 Mio. Euro im laufenden Jahr mit dem Faktor 6,9 bewertet.

Ein weiterer Neuzugang auf dem internationalen Kurszettel ist **Southern Cross Healthcare Ltd.** (www.schealthcare.co.uk), aus Großbritannien. Mit derzeit 28.748 Betten in 578 Einrichtungen in England, Wales, Schottland und Nordirland ist das Unternehmen der führende Pflegeheimbetreiber im vereinigten Königreich. Die Angebotspalette von Southern Cross umfasst Seniorenresidenzen, Rehabilitationskliniken, Spezial- und stationäre Pflege. Der Anteil des Segments Pflege an den Gesamtumsätzen beläuft sich auf rund 94 Prozent. Auf dem britischen Markt ist die Gesellschaft unter den beiden Marken Southern Cross Healthcare und Ashbourne Southern Living aktiv.

Der Konzern wird seit Juli 2006 an der Börse notiert. Hauptgesellschafter ist nach wie vor die Private Equity Gesellschaft Blackstone, welche ihren Anteil im Rahmen des IPOs von zuvor 88 auf aktuell rund 43 Prozent abgesenkt hat. Für die Zukunft hat die Unternehmensleitung im Rahmen des IPOs angekündigt, das Wachstum durch den Bau neuer Einrichtungen sowie die Übernahme von jährlich etwa 1.200 bis 1.400 Betten weiter vorantreiben zu wollen. Im per 1. Oktober 2006 zu Ende gegangenen Geschäftsjahr 2005/06 erzielte das Unternehmen bei Umsatzerlösen von 925,6 Mio. Euro ein EBITDA von 19,5 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 2,1 Prozent. Bei einem Jahresüberschuss von 18,3 Mio. Euro beträgt das Ergebnis je Aktie 0,17 Euro, womit sich das KGV auf 34,3 stellt.

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 entsprechenden 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 drei Quartalen des Geschäftsjahres 2006 konnte Rhön den Wachstumstrend der vergangenen Jahre unvermindert fortschreiben und die Umsatzerlöse um 36,7 Prozent auf 1,42 (1,04) Mrd. Euro steigern. Das starke Wachstum resultiert dabei ganz überwiegend aus der Übernahme weiterer Kliniken und hier allen voran dem Universitätsklinikum Gießen/Marburg mit insgesamt über 2.660 Betten. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich von 1,23 auf 1,29 Euro.

Derzeit verfügt Rhön über 45 Kliniken mit 14.690 Betten, die zu über 90 Prozent auf den Akutbereich und 10 Prozent auf Reha-Aktivitäten entfallen. Aufgrund der starken Dominanz des Akutbereiches ist eine Vergleichbarkeit mit Marseille-Kliniken daher nur sehr eingeschränkt gegeben. Wenngleich Rhön-Klinikum mit seinem Schwerpunkt im Akut-Sektor in einem anderen Segment der Gesundheitsbranche tätig ist, bietet die Rhön-Aktie hinsichtlich einer ähnlichen Strategie zumindest eine gewisse Orientierung auf der Bewertungsseite.

CURANUM einziger direkter Wettbewerber an der Börse

Als Vergleichsunternehmen auf dem deutschen Kurszettel am besten geeignet ist aus unserer Sicht die Münchner **CURANUM AG**, die seinerzeit aus der Fusion der Bonifatius Hospital & Seniorenresidenzen AG mit der zuvor nicht börsennotierten CURANUM im Jahre 2000 hervorging. Die Unternehmensgruppe verfügt aktuell – inklusive der im September 2006 übernommenen Nürnberger FAZIT-Gruppe – über 7.120 Pflegeplätze in 60 Einrichtungen sowie weitere 897 Betten in Einrichtungen für „Betreutes Wohnen“.

Im Jahr Geschäftsjahr 2005 konnte CURANUM bei einem Umsatz von 188,5 (189,5) Mio. Euro ein EBITDA von 25,8 (15,6) Mio. Euro erzielen, was einer EBITDA-Marge von 13,7 (8,2) Prozent entspricht. Der Jahresüberschuss von 7,3 (5,2) Mio. Euro entspricht einem Ergebnis von 0,25 (0,18) Euro je Aktie. In den ersten neun Monaten des Jahres 2006 steigerte CURANUM die Umsätze um 11,9 Prozent von 141,1 auf 157,9 Mio. Euro bei einem auf 22,3 (19,8) Mio. Euro verbesserten EBITDA. Die EBITDA-Marge verbesserte sich damit nochmals leicht von 14,0 auf 14,1 Prozent. Aus dem unveränderten Periodenüberschuss von 7,1 Mio. Euro ergibt sich ein Ergebnis je Aktie von 0,24 Euro.

Die Verwaltung bekräftigte im Neun-Monatsbericht die Erwartung, das selbst gesteckte Ziel eines Umsatzes in Größenordnung von rund 210 Mio. Euro bei einem Ergebnis je Aktie von 0,33 bis 0,34 Euro je Aktie in 2006 zu erreichen. Beim aktuellen Kurs von 7,00 Euro ergibt sich ein erwartetes 2006er-KGV im Bereich von 19,4. Die Dividendenrendite beläuft sich bei der von uns unterstellten Anhebung der Ausschüttung von 0,10 auf 0,14 Euro auf 2 Prozent.

Strategie und Perspektiven weiterer Klinikwerte bleiben 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** und 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 ebenfalls 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 ist 2004 unter anderem auch in das Segment Pflege eingestiegen, der Anteil am Gesamtgeschäft ist jedoch nach wie vor noch sehr gering. Bei einem Konzernumsatz von 281,7 Mio. Euro in den ersten neun Monaten 2006 trug das Segment Pflege gerade einmal 6,3 Mio. Euro bei, was einem Anteil von 2,2 Prozent am Gesamtumsatz entspricht. Nach Unternehmensangaben wird auf Sicht eine Quote von 2 bis 3 Prozent des Gesamtumsatzes angestrebt, mit minus 0,2 Mio. Euro wurde inzwischen ein nahezu ausgeglichenes Segmentergebnis erzielt.

Nachdem MediClin im Jahr 2005 mit einem Jahresüberschuss von 7,7 Mio. Euro nach einem Vorjahresverlust von 15,6 Mio. Euro die Rückkehr in die Gewinnzone geschafft hat, rechnen wir für 2006 mit einer Fortschreibung der zuletzt positiven Entwicklung und sehen ein Umsatzvolumen von 375 Mio. Euro und ein Ergebnis je Aktie im Bereich von 0,30 Euro als realistisch an. Das 2006er-KGV stellt sich damit auf 13,6.

Wie geht es bei Maternus nach der Insolvenz des Großaktionärs weiter?

Nach Jahren der Stagnation auch aufgrund erdrückend hoher Verbindlichkeiten zeichnet sich bei **Maternus** nach den im Jahr 2005 umgesetzten Maßnahmen zur bilanziellen Sanierung des Unternehmens zumindest eine Lösung auf diesem Gebiet ab. Im Rahmen des umgesetzten Maßnahmenpakets verzichtete der Hauptaktionär WCM AG auf 17,5 Mio. Euro an Forderungen und hat darüber hinaus Forderungen in Höhe von 24,2 Mio. Euro im Wege einer Sachkapitalerhöhung in Eigenkapital umgewandelt.

Zusammen mit der begleitend durchgeführten Barkapitalerhöhung hat sich die Vermögensposition des Unternehmens damit deutlich verbessert. Nach Jahren negativer Eigenkapitalpositionen bewegte sich diese im Jahresabschluss 2005 des Konzerns mit plus 26 Mio. Euro erstmals seit Jahren wieder im positiven Bereich, nachdem zuvor noch ein nicht gedeckter Fehlbetrag in Größenordnung von 6 Mio. Euro bestanden hatte. Die Eigenkapitalquote beträgt damit nun immerhin wieder 13,1 Prozent.

Bedingt durch die Sondereffekte in Folge des Forderungsverzichtes sowie der Wandlung von Darlehen in Eigenkapital konnte Maternus im Geschäftsjahr 2005 bei einem Umsatz von 102 (99) Mio. Euro mit 9,9 Mio. Euro erstmals seit Jahren wieder ein positives Ergebnis ausweisen. Im Vorjahr belief sich der Verlust noch auf 13,8 Mio. Euro. Allerdings zeigt der Umstand, dass der genannte Forderungsverzicht allein mit 18 Mio. Euro ergebniswirksam geworden ist, dass das Unternehmen operativ weiter tiefrote Zahlen schreibt. Daher beurteilen wir die weiteren Aussichten zunächst sehr zurückhaltend, besteht die größte Herausforderung doch zuallererst einmal darin, die anhaltende Verlustsituation und den Kapitalverzehr zu beenden.

Aktuell verfügt das Unternehmen über 3.811 Betten in den Bereichen Pflege und Reha, von denen etwa drei Viertel auf die Pflege entfallen. In den ersten neun Monaten 2006 konnten die Umsätze um 1 Prozent auf 77,5 (76,7) Mio. Euro ausgeweitet werden, der Fehlbetrag beträgt minus 5,6 nach zuvor minus 3 Mio. Euro. Die erneut eingetretene Ergebnisverschlechterung begründet das Unternehmen im Neunmonatsbericht mit erforderlichen Abschreibungen auf Forderungen gegenüber zwei Rehabilitationskliniken im Konzernverbund sowie die Bildung von weiteren Rückstellungen für Steuerrisiken. Für das Gesamtjahr rechnet die Unternehmensleitung mit einem EBIT von 4 Mio. Euro, das unseres Erachtens jedoch bei weitem nicht ausreichen wird, um auch auf der Ebene des Konzernergebnisses schwarzen Zahlen auszuweisen.

Besonders belastend für die weitere Entwicklung von Maternus wirkt sich die unklare künftige Eigentümerstruktur des Unternehmens aus, seitdem der Hauptaktionär WCM im Jahre 2006 einen Insolvenzantrag gestellt hat. Insbesondere die anhaltend defizitär arbeitende Reha-Sparte dürfte sich auf zu erwartende Veräußerungsbemühungen der Gläubiger negativ auswirken. Der jüngst gemeldete Verkauf der Reha-Klinik in Bad Oeynhausen zu einem Preis von insgesamt 17 Mio. Euro sehen wir daher als wichtigen Schritt zur Verminderung der Konzernverschuldung von zuvor über 20 Mio. Euro und der Begrenzung der Verlustpotenziale aus dem Reha-Geschäft.

Künftig entfallen rund 90 Prozent der verbleibenden 3.200 Betten auf das Segment Pflege, was zu einer deutlichen Entspannung der operativen Verlustsituation führen sollte. Trotz der Fortschritte bei der Sanierung und Restrukturierung erscheint uns eine Prognose sowohl über den Zeitpunkt einer möglichen Veräußerung des Aktienpakets der WCM an einen anderen Investor als auch bezogen auf den Termin des Break-Even zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht in seriöser Weise möglich.

Eifelhöhen-Klinik: Weitere Strategie noch immer offen

Kaum nennenswerter Erkenntnisgewinn für die Bewertung der Marseille-Kliniken-Aktie ergibt sich unserer Ansicht nach aus dem Vergleich mit der auf das Segment Rehabilitation fokussierten **Eifelhöhen-Klinik AG**. Das in Nettersheim-Marmagen ansässige Unternehmen erzielte im Geschäftsjahr 2005 einen Umsatz von 36,8 Mio. Euro Umsatz und einen Gewinn von 0,18 Mio. Euro bzw. 0,06 (0,24) Euro je Aktie. Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2006 wurde mit plus 300 nach zuvor minus 692 TEUR eine deutliche Ergebnisverbesserung realisiert. Ausweislich des Aktionärsbriefes zum dritten Quartal 2006 zeigte sich die Verwaltung zuversichtlich, ein Konzernergebnis in der Größenordnung von 500 TEUR realisieren zu können.

Nach den im Jahre 2005 abgebrochenen Verhandlungen zur Übernahme der Neue Pergamon Krankenhaus Management GmbH ist die strategische Ausrichtung des Unternehmens weiter unklar. Wengleich mit dem Verkauf der REHA Düsseldorf jüngst ein Verlustbringer der vergangenen Jahre veräußert werden konnte, ist derzeit noch nicht absehbar, mit welcher Strategie die Verwaltung zukünftiges Wachstum generieren möchte. Angesichts der nicht gerade als opulent zu bezeichnenden Kapitalausstattung sowie der kaum vorhandenen Wahrnehmung am Kapitalmarkt ist der Spielraum für externe Wachstumsschritte aus unserer Sicht recht limitiert.

Kennzahlen-Überblick zeigt relative Unterbewertung der Marseille-Aktie

Bei einem Peer-Group-Vergleich anhand von wenigen Kennzahlen, wie wir sie in der Tabelle auf der nachfolgenden Seite vorgenommen haben, muss immer die begrenzte Aussagekraft berücksichtigt werden. Obwohl das abweichende Geschäftsjahr bei Marseille-Kliniken etwas verzerrend wirkt, wird die tendenziell niedrigere Bewertung der Aktie gegenüber nahezu allen übrigen Firmen der Peer Group deutlich. Klar erkennbar ist insbesondere, dass den internationalen Anbietern deutlich höhere Bewertungen zugestanden wird, was wir vor allem auf die höhere Akzeptanz von „Pflege-Aktien“ im an-

gelsächsischen Raum zurückführen. Die auf den ersten Blick auffallend günstige Bewertung von MediClin basiert nach unserer Einschätzung auf dem erst im Jahr 2005 erreichten Turnaround und der Vorsicht am Kapitalmarkt hinsichtlich der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung.

Insgesamt bietet die Peer-Group das folgende Bild:

Unternehmen	Umsatz 2006e (in Mio. €)	Umsatz 2007e (in Mio. €)	Marktkap. (in Mio. €)	EBITDA- Marge	Erg./Aktie 2006e	Erg./Aktie 2007e	KGV 06e	KGV 07e
Brookdale Senior Living	1.015,4	1.423,1	3.680,0	13,4%	-0,01	0,40	neg.	92,2
Care U.K.*)	302,1	345,3	557,1	11,2%	0,32	0,36	34,1	30,3
CURANUM AG	210,0	235,3	190,6	14,1%	0,33	0,44	19,4	14,5
Genesis HealthCare Corp.*)	1.351,4	1.458,0	138,6	8,5%	1,68	1,93	28,0	24,4
Manor Care Inc.	2.755,7	2.969,5	3.011,8	13,2%	1,65	2,12	24,6	19,2
Maternus-Kliniken AG	110,0	110,0	30,8	n.a.	neg.	neg.	neg.	neg.
MediClin AG	375,0	385,2	136,7	6,9%	0,30	0,37	13,6	11,1
Rhön-Klinikum AG	1.400,0	2.090,0	2.170,0	11,45%	1,78	1,86	23,6	22,5
Southern Cross Health.*)	925,6	1.048,0	1.096,4	2,1%	0,17	0,24	34,3	24,3
Sunrise Assisted Living	1.630,0	1.723,1	1.389,5	6,6%	0,88	1,01	31,5	27,5
Mittelwert **)							26,1	21,7
Median **)							26,3	23,4
Marseille-Kliniken AG*)	210,4	224,1	182,4	14,7%	0,76	0,99	19,8	15,1

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen, Schätzungen GSC Research, JCF Consensus Estimates

*) Zahl en für GJ 2005/2006 (bei Marseille-Kliniken 30.06.2006, bei Care U.K. und Genesis Health Care Corp. 30.09.2006, bei Southern Cross Healthcare plc. 01.10.2006)

**) ohne Berücksichtigung von Brookdale Senior Living und Maternus-Kliniken wg. deren Sondersituation

Basis: Schlusskurse vom 21.02.2007

Der Blick auf die dargestellte Peer-Group zeigt für die Marseille-Kliniken-Aktie insbesondere im Vergleich zu den internationalen Vergleichsunternehmen eine deutliche Unterbewertung. Auf Basis der Ergebnisschätzungen für das laufende Geschäftsjahr liegt das KGV von Marseille-Kliniken mit 15,1 deutlich unter dem Mittelwert der Peer-Group von 21,7 sowie dem Median von 23,4.

Auch DCF-Modell deutet auf weiteres Kurspotenzial hin

Gestützt wird unsere Einschätzung des noch bestehenden Kurspotenzials der Marseille-Kliniken Aktie auch bei Zugrundelegung eines DCF-Modells. Bei einem verwendeten Zinssatz von 8,04 Prozent, einem Wachstum der ewigen Rente von 0 Prozent, einem operativen Cash-Flow von 24,5 Mio. Euro für 2006/07 sowie einem – vor dem Hintergrund diverser nicht von der Gesellschaft selbst beeinflussbarer Einflussfaktoren wie der staatlichen Regulierung des Gesundheitsmarktes bewusst recht hoch angesetzten – Beta-Faktor von 1,2 errechnen wir einen Wert von 18,59 Euro je Aktie.

Aufgrund der noch bestehenden Restrisiken aus dem Reha-Bereich nehmen wir hierauf noch einen leichten Abschlag vor und sehen den „fairen Wert“ damit aktuell bei 17,50 Euro. Hintergrund dieses Abschlags ist, dass die noch nicht endgültig gelösten Reha-Thematik vorerst noch zu einer tendenziell eher zurückhaltenden Einschätzung der Marseille-Kliniken-Aktie am Kapitalmarkt führt, was auch mit ein Grund für die niedrigere Bewertung im Wettbewerbsvergleich sein dürfte.

Sollte dieses Themenfeld, wie vom Vorstand jüngst angedeutet, zeitnah gelöst und eine vollständige Fokussierung auf das Kerngeschäftsfeld Pflege umgesetzt werden können, besteht weiteres und über unser angegebenes Kursziel hinausreichendes Upside-Potenzial für die Marseille-Kliniken Aktie. In einem solchen Szenario und bei Erfüllung der eigenen Wachstums- und Margenvorgaben stellt der per DCF-Verfahren ermittelte Wert eine aus unserer Sicht realistisch erreichbare Zielgröße dar.

5.) Fazit und Anlageempfehlung

Aktie unter langfristigem Gesichtspunkt weiter kaufenswert

Auf dem aktuellen Kursniveau von 15,03 Euro wird die Marseille-Aktie mit einem KGV von 15,1 bezogen auf die von uns erwarteten Zahlen für das laufende Geschäftsjahr bewertet. Auf Basis der für das laufende Jahr erwarteten Dividende von 0,35 Euro, die in den kommenden Jahren noch Erhöhungspotenziale beinhaltet, ergibt sich eine vorzeigbare Rendite von 2,3 Prozent.

Künftiges Wachstum fast ausschließlich im Kerngeschäft

Das von uns erwartete weitere Wachstum des Unternehmens wird fast ausschließlich aus dem Ausbau der Kapazitäten im Bereich Pflege resultieren; die hierfür vom Management ausgegebene Zielgröße bewegt sich nach unserer Einschätzung in einer realistischen Größenordnung. Hierfür ist die Verfügbarkeit entsprechender Standorte sowohl beim externen wie auch beim organischen Wachstum eine notwendige und möglicherweise zumindest zeitweilig limitierte Voraussetzung. Daher müssen Investoren etwaige Verzögerungen, vor allem bei Akquisitionen, ebenso wie daraus entstehende Effekte auf der Ertragsseite mit einkalkulieren.

Aus Kapitalmarktsicht ist unseres Erachtens aber die operative Gesundung der Reha nach den in den Vorjahren umgesetzten Restrukturierung vor allem bei den psychosomatischen Indikationen noch wichtiger. Die in diesem Geschäftsfeld bestehenden Schwierigkeiten haben sich in der Vergangenheit negativ auf die Beurteilung des Gesamtunternehmens an der Börse ausgewirkt. Die operative Entwicklung im ersten Quartal 2006/07 ist unter Berücksichtigung des Sondereffektes „Ärztestreik“ durchaus positiv zu werten, so dass wir uns in der Erwartung bestärkt sehen, bei weiter planmäßigem Verlauf ein Segmentergebnis im Bereich einer „roten Null“ zu erwarten.

Mittel- und langfristig weiteres Kurspotenzial

Angesichts des anhaltenden Wachstums, des starken Ergebnishebels aus zusätzlichen Betten, einer Verbesserung der mit 91,6 Prozent für Marseille-Kliniken historisch gesehen eher niedrigen Belegungsquote sowie der guten langfristigen Perspektiven des Pflegemarktes erscheint uns das langfristige Wertsteigerungspotenzial der Aktie auch auf dem gegenwärtigen Kursniveau noch nicht ausgereizt. Weitere Chancen auf der Bewertungsseite könnte sich aus dem inzwischen auf 40 Prozent gestiegenen Streubesitz verbunden mit der Perspektive einer Aufnahme in den SDAX ergeben.

Darüber hinaus sorgen die in den vergangenen zwei Jahren verstärkt zu beobachtenden Übernahmen von Pflegeheimbetreibern durch ausländische Investoren für Fantasie, da die Aktionärsstruktur von Marseille-Kliniken eine Übernahme grundsätzlich möglich erscheinen lässt. Derartige Transaktionen erfolgten nach den uns zugänglichen Informationen zu EBITDA-Multiples von bis zu 12, im Vergleich hierzu wird Marseille-Kliniken an der Börse aktuell mit nur knapp dem 4,5-fachen EBITDA bewertet.

Auf dem aktuellen Kursniveau bleibt die Marseille-Kliniken Aktie weiterhin kaufenswert, auf Sicht von 12 Monaten rechnen wir mit Kursen von 17,50 Euro. Dies entspricht einem im Peer-Group-Vergleich günstigen und konservativ geschätzten erwarteten KGV von dann 17,6 auf Basis unserer Prognose von 0,99 Euro Gewinn je Aktie in 2006/07 sowie einer Rendite von 2 Prozent bezogen auf die von uns erwartete Ausschüttung von 0,35 Euro. Im Fall einer erfolgreichen Veräußerung der Reha-Aktivitäten bzw. der dauerhaften Rückkehr dieses Segments in die Gewinnzone kann sich das Kurspotenzial noch weiter vergrößern.

Aktionärsstruktur

Familie Marseille	60%
Streubesitz	40%

Termine

Mai 2007	3. Quartalsbericht
Oktober 2007	Geschäftsbericht 2006/2007
Dezember 2007	Hauptversammlung

Kontaktadresse

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

Internet: www.marseille-kliniken.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Axel Hölzer

Tel.: +49 (0) 30 / 246 32 - 400
Fax: +49 (0) 30 / 246 32 - 401
Email: ir@marseille-kliniken.com

oder

Christian Hillermann

Tel.: +49 (0) 40 / 414 069 13
Fax: +49 (0) 40 / 414 069 14
Email: office@hillermann-consulting.de

Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. €	2005/06		2006/07e		2007/08e		2008/09e		2009/10e	
Umsatzerlöse	210,4	100,0%	224,1	100,0%	247,5	100,0%	268,7	100,0%	291,9	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		10,4%		8,6%		8,6%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	28,2	13,4%	29,3	13,1%	31,1	12,7%	32,6	12,5%	34,3	12,3%
Sonst. Aufwand	37,1	17,6%	45,4	20,3%	49,6	20,0%	52,6	19,6%	55,4	19,0%
Personalaufwand	107,7	51,2%	110,9	49,5%	119,9	48,4%	127,1	47,3%	134,7	46,1%
EBITDA	37,4	17,8%	38,5	17,2%	46,5	18,8%	55,4	20,6%	65,8	22,5%
Abschreibungen	11,6	5,5%	12,1	5,4%	12,6	5,1%	13,0	4,8%	13,5	4,6%
EBIT	25,8	12,3%	26,4	11,8%	33,9	14,4%	42,4	15,8%	52,3	17,9%
Finanzergebnis	-9,3	-4,4%	-8,0	-3,6%	-8,0	-3,2%	-8,0	-3,0%	-8,0	-2,7%
Ergebnis vor Steuern	16,5	7,8%	18,4	8,2%	25,9	10,5%	34,4	12,8%	44,3	15,2%
Veränderung zum Vorjahr			11,5%		40,8%		32,8%		28,8%	
Steuern	6,8	3,2%	6,3	2,8%	8,7	3,5%	11,4	4,2%	14,4	4,9%
Steuerquote	41,2%		34,5%		33,5%		33,0%		32,5%	
Jahresüberschuss	9,7	4,6%	12,1	5,4%	17,2	7,0%	23,0	8,6%	29,9	10,2%
Veränderung zum Vorjahr			24,2%		42,9%		33,8%		29,7%	
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	12,15		12,15		12,15		12,15		12,15	
Gewinn je Aktie in Euro	0,76		0,99		1,41		1,90		2,46	

Disclosures

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.

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.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
01.09.2006	12,45 €	Kaufen	16,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.06):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	---	---
Halten	---	---
Verkaufen	---	---

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Marseille-Kliniken AG	1, 4, 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 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), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.