

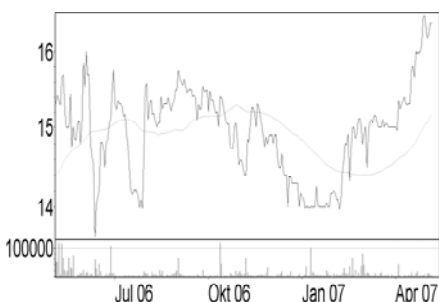
Akt. Kurs (09.05.07, 9:02, Xetra): 16,55 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **18,50 (17,50) EUR**

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

Kurzportrait

Marseille-Kliniken betreibt bundesweit Pflegeeinrichtungen für Senioren sowie Fach- und Rehabilitationskliniken und ist mit derzeit 53 Einrichtungen sowie 7.289 Betten einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber Deutschlands.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	16,55 €	13,10 €
Aktueller Kurs:	16,55 €	
Aktienzahl ges.:	12.150.000	
Streubesitz:	40,0%	
Marktkapitalis.:	201,08 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Ergebnis nach neun Monaten im Rahmen der Erwartungen

Die Marseille Kliniken AG steigerte ihren Umsatz in den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2006/07 (30.6.) um 7,3 Prozent auf 168,4 (Vj. 156,9) Mio. Euro. Das um die Korrekturposten bereinigte EBIT legte um 5 Prozent auf 16,7 (15,9) Mio. Euro zu, was eine Marge von 10,3 Prozent bedeutet. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sank hingegen planmäßig auf 2,8 (8,6) Mio. Euro, da im Vorjahreszeitraum außerordentliche Erträge aus dem Sale-and-Lease-back-Geschäft der Klinikgebäude anfielen.

Das um diverse außerordentliche Effekte (Anlaufverluste bei zwei Kliniken, Steuereffekte und Sonstiges) in Höhe von 6,1 Mio. Euro bereinigte DVFA-Ergebnis legte in den ersten neun Monaten um 37 Prozent auf 9,2 (6,7) Mio. Euro zu, was einem Ergebnis je Aktie 0,76 (0,55) entspricht.

Beide Segmente mit verbesserten Ergebnissen

Obwohl das dritte Quartal traditionell eher schwächer ausfällt, konnte Marseille-Kliniken im Kernsegment Pflege auch auf Neunmonatsebene seine gute Marktposition weiter ausbauen. Bei einer auf 92,8 (91,7) Prozent gestiegenen Belegungsquote wuchs der Umsatz um 4,2 Prozent auf 123,8 (118,8) Mio. Euro. Das DVFA-Ergebnis legte im Zuge dieser positiven Entwicklung leicht auf 10,3 (10,0) Mio. Euro zu. Insgesamt lag diese Entwicklung im Rahmen unserer Erwartungen.

Der positive Trend beim „Sorgenkind“ Rehabilitation setzte sich weiter fort. Trotz Ärztestreik gelang es Marseille-Kliniken, dank der auf 89,9 (88,6) Prozent erhöhten Bettenauslastung den Umsatz auf 37,6 (35,3) Mio. Euro zu steigern. Der nach DVFA ausgewiesene Verlust konnte um zwei Drittel auf minus 1,1 (-3,4) Mio. Euro reduziert werden, was wir als sehr erfreulich werten.

Kennzahlen

	05/06	06/07e	07/08e	08/09e
Umsatz	210,4	224,1	247,5	268,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	25,8	26,4	33,9	42,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	9,7	12,1	17,2	23,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,76	0,99	1,41	1,90
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,45	0,35	0,42	0,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	21,8	16,7	11,7	8,7
Div.rendite	2,7%	2,1%	2,5%	3,0%

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

Bestätigung unserer Prognosen für das gesamte Geschäftsjahr

Insgesamt lagen die Neunmonatszahlen im Wesentlichen im Rahmen unserer Erwartungen. Wir behalten unsere Schätzungen daher bei. Auf Basis der jetzt vorliegenden Zahlen halten wir es allerdings durchaus für möglich, dass Marseille-Kliniken sogar unsere leicht über den Unternehmensprognosen liegenden Schätzungen im laufenden Geschäftsjahr noch übertrifft.

Wir schätzen den Umsatz im Geschäftsjahr 2006/07 damit weiterhin auf 224,1 (MKA-Prognose: ca. 222) Mio. Euro. Das EBIT sehen wir bei 26,4 (MKA: 24) Mio. Euro. Auf Basis dieser Kennzahlen gehen wir derzeit von einem DVFA-Ergebnis in Höhe von 12,1 Mio. Euro nach Steuern aus, was ein Ergebnis je Aktie von 0,99 Euro zur Folge hätte.

Weitere Entwicklung

Im kommenden Geschäftsjahr 2007/08 erwarten wir vor dem Hintergrund des Wegfalls mehrerer ergebnisbelastender Faktoren einen deutlichen Ergebnissprung nach oben. So sehen wir im Segment Reha weitere Verbesserungen, wobei Marseille-Kliniken hier unter anderem von einfacheren Abrechnungsmodalitäten im Zuge der Gesundheitsreform profitieren sollte.

Positiv sollte sich unserer Meinung nach auch das Auslaufen der Anlaufverluste in Düsseldorf und des Hauses Angerstraße in Hamburg bemerkbar machen. Zudem gehen wir davon aus, dass die dann wahrscheinlich voll belegte Einrichtung für die türkischen Mitbürger in Berlin-Kreuzberg in 2007/08 einen positiven Deckungsbeitrag zum Konzernergebnis beisteuern wird. Insgesamt rechnen wir im Segment Pflege mit einer nochmals auf 95 Prozent verbesserten Auslastung.

Durch die Einrichtung einer Pensionskasse sollte es dem Unternehmen zudem gelingen, die Mitarbeiterbindung zu verbessern und somit den Kostenblock Gehaltsaufwendungen zu begrenzen. Der kurzfristige zusätzliche Gehaltseffekt für die Pensionskasse läge nach Unternehmensangaben bei vollständiger Partizipation der Mitarbeiter dabei lediglich bei einem Prozent.

Insgesamt kalkulieren wir für das kommende Geschäftsjahr mit einem Umsatz von 247,5 Mio. Euro, der in Mitte der von der Gesellschaft ausgegebenen Bandbreite von 245 bis 250 Mio. Euro liegt. Wir können uns zudem vorstellen, dass das EBIT bei optimalem Geschäftsverlauf auf 33,9 Mio. Euro wächst. Dies würde eine Marge von 13,7 Prozent bedeuten, was deutlich über der kommunizierten Größe von 12 Prozent läge.

Bewertung

Unsere Peer Group besteht aus deutschen und angelsächsischen Aktien aus dem Gesundheits- und Kliniksektor (Care U.K., CURANUM, Genesis Health-Care, Manor Care, MediClin, Rhön-Klinikum, Sunrise Senior Living). Das durchschnittliche KGV dieser Aktien von 23,7 zeigt die relative Unterbewertung der Marseille-Kliniken Aktien, die derzeit mit einem KGV circa 16,7 bewertet wird. Zu beachten ist aber, dass die genannten Firmen zum Teil andere Geschäftsmodelle verfolgen und in anderen Ländern abweichende Rahmenbedingungen herrschen, was die Vergleichbarkeit einschränkt.

Daher stützen wir unsere Einschätzung weiterhin auf eine DCF-Bewertung. Aus unserem DCF-Modell (Positiver Ausgangs Cash Flow 22,1 Mio. €, Abzinsungszinssatz 8,19%, Wachstum der ewigen Rente 0%) sowie einem – vor dem Hintergrund diverser externer Einflussfaktoren wie der staatlichen Regulierung des Gesundheitsmarktes bewusst recht hoch angesetzten – Beta-Faktor von 1,2 errechnen wir einen Wert von 19,71 Euro je Aktie. Die Erhöhung gegenüber unserer Studie vom Februar erklärt sich im Wesentlichen durch Effekte aus dem Abschluss der Sale-and-Lease-back-Transaktionen, die eine niedrigere Nettoverschuldung und eine verbesserte GuV-Struktur bewirkten.

Aufgrund der verbliebenen Restrisiken aus dem Reha-Bereich nehmen wir hierauf noch einen leichten Abschlag vor und sehen den „fairen Wert“ damit aktuell bei 18,50 Euro, weshalb wir unser Kursziel entsprechend anheben. Hintergrund des Abschlags ist, dass die noch nicht endgültig gelösten Reha-Thematik vorerst eine tendenziell eher zurückhaltenden Einschätzung der Marseille-Kliniken-Aktie am Kapitalmarkt bewirkt, was auch mit ein Grund für die niedrigere Bewertung im Peer-Group-Vergleich sein dürfte.

Sollte dieses Themenfeld, wie vom Vorstand jüngst angedeutet, zeitnah gelöst werden können, ergibt sich noch über unser angegebenes Kursziel hinausreichendes Potenzial für die Marseille-Kliniken-Aktie.

Fazit

Nachdem sich die Schließung der angesprochenen „Baustellen“ und ein mögliches Übertreffen unserer Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr abzeichnet, sehen wir selbst bei vorsichtiger Betrachtung der Marseille-Kliniken-Aktie noch Kurspotenzial, was auch die im Durchschnitt höher bewertete Peer Group belegt.

Wir behalten unsere Ergebnisprognosen dennoch zunächst unverändert bei, heben unser Kursziel jedoch nochmals auf nunmehr 18,50 Euro an. Das Votum belassen wir unverändert auf „Kaufen“.

Aktionärsstruktur

Familie Marseille	60%
Streubesitz	40%

Termine

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

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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
27.02.2007	15,01 €	Kaufen	17,50 €
01.09.2006	12,45 €	Kaufen	16,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	64,0%	83,3%
Halten	28,0%	16,7%
Verkaufen	8,0%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
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.