

Akt. Kurs (23.04.08, 14:12, Xetra): 11,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **16,00 (18,50) 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. Mit derzeit 7.518 Betten in 55 Pflegeeinrichtungen ist Marseille-Kliniken einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber Deutschlands. Quotal entfallen gegenwärtig gut 85 Prozent der gesamten Bettenkapazitäten aus das Kerngeschäftsfeld Pflege.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	18,09 €	10,61 €
Aktueller Kurs:	11,00 €	
Aktienzahl ges.:	12.150.000	
Streubesitz:	40,0%	
Marktkapitalis.:	133,65 Mio. €	

Anlagekriterien

Jahreszahlen 2006/07 durch Sondereffekte unter Erwartungen

Die im Oktober vorgelegten Zahlen für das Geschäftsjahr 2006/07 (bis 30.6.) wiesen erneut eine Steigerung auf der Umsatz- wie auch der Ergebniseite aus, lagen jedoch bedingt durch Sondereffekte und Anlaufverluste der neu in Betrieb genommenen Einrichtungen unter unseren Erwartungen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass ein Teil der eingetretenen Abweichungen daraus resultiert, dass unsere Prognose bisher auf die Zahlen nach DVFA/SG abstellten. Künftig beziehen sich unsere Schätzungen auf die IFRS-Ergebnisebene.

Auf Konzernebene erhöhte sich der Umsatz um 2,1 Prozent auf 214,8 (Vj. 210,4) Mio. Euro. Das EBITDAR konnte von 58,0 auf 61,8 Mio. Euro und das EBIT von 19,4 auf 20,2 Mio. Euro gesteigert werden. Das um Korrekturposten bereinigte EBIT erreichte einen Wert von 23,6 (25,8) Mio. Euro, was eine Marge von 11 Prozent bedeutet. Das Konzernergebnis nach IFRS wuchs auf 10,5 (9,3) Mio. Euro bzw. 0,86 (0,76) Euro je Aktie.

Durch den erzielten Konzerngewinn erhöhte sich das bilanzierte Eigenkapital auf 71,2 (66,8) Mio. Euro. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 23,0 (20,7) Prozent. Als Dividende wurde die Vorjahresausschüttung ohne den darin enthaltenen Bonus von 0,20 Euro gezahlt, letztlich also 0,25 Euro.

Beide Segmente mit verbesserten Ergebnissen

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr erwies sich das Kerngeschäftsfeld Pflege erneut als Wachstumstreiber im Marseille-Kliniken-Konzern. Mit einer Bettenkapazität von 7.287 (Vj. 7.134) Betten in insgesamt 53 Einrichtungen konnte das Umsatzvolumen um 2,3 Prozent auf 166,5 (162,4) Mio. Euro ausgeweitet werden. Die durchschnittliche Auslastungsquote verbesserte sich von 91,6 auf 92,8 Prozent. Das leicht auf 12,7 (12,9) Mio. Euro gesunkene bereinigte Segmentergebnis beinhaltet einen einmaligen negativen Sondereffekt aus der jüngsten Sale-and-Lease-Back-Transaktion von rund 0,5 Mio. Euro.

Ebenfalls fortgesetzt hat sich auch der positive Trend beim „Sorgenkind“ Rehabilitation. Mit einer auf 75,9 (74,2) Prozent verbesserten Auslastungsquote konnte hier die rückläufige Tendenz der Vorjahre gestoppt werden. Entsprechend leicht zugenommen haben auch die Segmentumsatzerlöse auf 48,3 (47,7) Mio. Euro. Den Rückgang des Segmentfehlbetrages von minus 3,6 auf minus 2,2 Mio. Euro werten wir ebenfalls als positiv, zumal sich dieser Trend im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres weiter fortgesetzt hat.

Im Konzern erhöhte sich die Gesamtkapazität im Geschäftsjahr 2006/07 auf 8.765 Betten. Die Konzernauslastung lag mit 89,7 Prozent über dem Niveau des Vorjahres von 88,2 Prozent. Trotz der erzielten Steigerungen hatten wir



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	05/06	06/07e	07/08e	08/09e
Umsatz	210,4	214,8	238,0	255,0
<i>bisher</i>	---	224,1	247,5	268,7
EBIT	25,8	23,6	23,8	26,5
<i>bisher</i>	---	26,4	33,9	42,4
Jahresüb.	8,9	9,1	15,8	12,4
<i>bisher</i>	---	12,1	17,2	23,0
Erg./Aktie	0,73	0,75	1,30	1,02
<i>bisher</i>	---	0,99	1,41	1,90
Dividende	0,45	0,25	0,30	0,35
<i>bisher</i>	---	0,35	0,42	0,50
KGV	15,0	14,6	8,5	10,8
Div.rendite	4,1%	2,3%	2,7%	3,2%

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

uns im Vorfeld der Bekanntgabe höhere Werte erhofft, so dass wir von dem Zahlenwerk leicht enttäuscht waren.

Vielversprechender Start ins Geschäftsjahr 2007/08

Sehr positiv verlief hingegen der Start in das laufende Geschäftsjahr 2007/08. Im ersten Quartal konnte Marseille-Kliniken den Umsatz im Kerngeschäftsfeld Pflege um 6,6 Prozent auf 43,0 (40,3) Mio. Euro steigern, die Bettenkapazität erhöhte sich um 384 auf 7.518 (7.134) Betten. Hervorhebenswert ist auch die abermalige Verbesserung der Auslastungsquote auf jetzt 93,8 (92,6) Prozent – entgegen dem insgesamt rückläufigen Trend in der Branche. Entsprechend verbesserte sich das Segmentergebnis nach DVFA von 4,2 auf 4,8 Mio. Euro.

Im Geschäftsfeld Reha zeigen sich die Restrukturierungserfolge nun auch auf der Ergebnisseite. Der Umsatzrückgang auf 11,9 (Vj. 12,5) Mio. Euro resultiert aus dem Wegfall eines defizitären Standortes und der dadurch von 1.478 auf 1.283 gesunkenen Bettenzahl per 30. September 2007. Die Auslastungsquote in der Reha legte weiter zu und verbesserte sich um stattliche 9,1 Prozentpunkte auf 86,9 (77,8) Prozent. Auch unter dem Strich wirkte sich dies positiv aus: Nach 0,6 Mio. Euro Verlust im Vorjahreszeitraum schloss das Reha-Segment im Startquartal 2007/08 mit einem ausgeglichenen Ergebnis ab.

Ergebnisanstieg dank höherer Auslastung und Turnaround der Reha

Auf Konzernebene erhöhten sich die Umsatzerlöse um 3,9 Prozent auf 54,9 (52,8) Mio. Euro. Die Gesamtbettenkapazität im Konzern stieg durch den Abbau im Segment Rehabilitation und das Wachstum im Bereich Pflege leicht von 8.612 auf 8.801 Betten an. Die Auslastungsquote erreichte einen Wert von 92,3 (89,7) Prozent.

Das EBITDAR (= Ergebnis vor Ertragssteuern, Abschreibungen, Zinsen und Mietzahlungen) lag im ersten Quartal mit 15,7 (15,4) Mio. Euro leicht über dem Vorjahreswert, ebenso das EBIT mit 4,3 (4,0) Mio. Euro. Beim Konzernergebnis ergab sich sogar ein Anstieg von 2,0 auf 7,0 Mio. Euro. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 0,57 (0,16) Euro. Hauptgrund für den Gewinnsprung sind positive Effekte durch die Unternehmenssteuerreform und den in der Folge geänderten Steuersätzen. Hieraus ergab sich ein einmaliger positiver Effekt in einer Größenordnung von 4,9 Mio. Euro.

Aber auch die nach DVFA/SG bereinigten Kennzahlen verbesserten sich deutlich. Beim EBIT ergibt sich ein Wert von 6,6 (6,2) Mio. Euro und ein Jahresergebnis von 4,8 (3,6) Mio. Euro bzw. 0,39 (0,30) Euro je Aktie. Der deutliche Ergebnissprung resultiert im Wesentlichen aus der Verbesserung der Konzernauslastungsquote. Insgesamt lagen die Zahlen über unseren Erwartungen, was wir als vielversprechend für den weiteren Jahresverlauf werten.

In Folge der Sale-and-Lease-Back-Transaktionen und der positiven Ergebnisentwicklung verbesserte sich die Eigenkapitalausstattung im Konzern weiter auf 82,4 (68,0) Mio. Euro, was einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 20,9 auf 28,5 Prozent entspricht.

Halbjahreszahlen 2007/2008 weitgehend im Rahmen

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2007/08 (1.7.-31.12.2007) kletterten die Umsätze auf Konzernebene um 3,9 Prozent auf 112,1 (107,9) Mio. Euro. Das operative Ergebnis EBITDAR stieg überproportional um 17,5

Prozent auf 36,9 (31,4) Mio. Euro. Das um Korrekturposten bereinigte EBIT erreichte einen Wert von 10,0 (12,3) Mio. Euro, was einer EBIT-Marge von 6,9 (8,2) Prozent entspricht.

Auf Ebene des Konzernergebnisses ergibt sich ein Wert von 12,1 (2,6) Mio. Euro bzw. 1,00 (Vj. 0,22) Euro je Aktie, was vor allem aus den schon genannten positiven Effekten aus der Unternehmenssteuerreform zusammenhängt. Das um Sondereffekte bereinigte Periodenergebnis nach IFRS beläuft sich nach sechs Monaten auf 6,6 (Vj. 7,0) Mio. Euro.

Fortschritte konnten erneut in Bezug auf die Eigenkapitalausstattung erzielt werden. So verminderte sich die Nettoverschuldung auf 66,4 (Vj. 108,4) Mio. Euro bei einer auf 33,8 Prozent verbesserten Eigenkapitalquote. Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir einen Abbau der Fremdmittel in Richtung 40 Mio. Euro, auch weil bis dahin noch Mittelzuflüsse aus der Sale-and-Lease-Back-Transaktion erfolgen werden. Insgesamt bewegen sich die Halbjahreszahlen damit im Rahmen unserer Erwartungen.

Entwicklung in der Pflege von Bettenwachstum geprägt

Die Umsatzausweitung im Kerngeschäftsfeld Pflege auf 86,8 (Vj. 81,8) Mio. Euro bewegte sich etwas unter dem Forecast des Managements. Als Grund hierfür sehen wir eine etwas langsamere Belegung der Pflegebetten in den neuen Häusern. Angesichts der im zweiten Quartal enthaltenen Weihnachtszeit und der bei Angehörigen zu beobachtenden Zurückhaltung in Bezug auf Heimeinweisungen bewerten wir diese Entwicklung nicht sonderlich negativ.

Das organische Bettenwachstum – aktuell sind rund 800 Expansionsbetten zu verzeichnen – wirkt sich kurzfristig belastend auf der Ergebnisseite des Pflege-segments aus. Zusätzlich haben sich Belastungen durch vorgezogene Instandhaltungsmaßnahmen und geplante Aufwendungen im Qualitätsmanagement mit insgesamt 0,7 Mio. Euro sowie gestiegene Energiekosten in einer Größenordnung von 0,5 Mio. Euro negativ ausgewirkt. Der Anstieg der Energiekosten resultierte dabei zu gut 60 Prozent aus dem gestiegenen Verbrauch in Folge von geringeren Durchschnittstemperaturen im Jahresvergleich.

Daher verminderte sich das bereinigte Segment-Ergebnis auf 6,6 (Vj. 7,7) Mio. Euro. Der nur leichte Rückgang ist maßgeblich auf die gute Entwicklung der Auslastungsquote der Betten in den Bestandseinrichtungen zurückzuführen. Diese erhöhte sich um einen Prozentpunkt auf 93,6 (Vj. 92,6) Prozent und soll sich im zweiten Halbjahr weiter in Richtung 95 Prozent verbessern.

Reha wartet mit ausgeglichenem Ergebnis auf

Gefestigt hat sich der insgesamt positive Trend des ersten Quartals im Segment Rehabilitation. Der im Vorjahresvergleich auf 25,3 (Vj. 26,1) Mio. Euro rückläufige Umsatz resultiert dabei aus der planmäßigen Reduzierung der vorhandenen Bettenkapazitäten in diesem Geschäftsfeld. In den bestehenden Einrichtungen hat sich die durchschnittliche Auslastungsquote im Jahresvergleich deutlich um 11,7 Prozentpunkte auf 89,1 (Vj. 77,4) Prozent verbessert.

Auf der Ergebnisseite hat sich das bereinigte Segmentergebnis nach einem Vorjahresverlust von 0,6 Mio. Euro auf einen ausgeglichenen Wert verbessert und damit den erfreulichen Q1-Wert bestätigt. Nach wie vor laufen die Bemühungen der Unternehmensleitung, die Reha-Sparte entweder als Ganzes oder in einzelnen Tranchen an Investoren zu veräußern.

Positiver Ausblick auf das Geschäftsjahr 2007/08

Für das Gesamtjahr 2007/08 erwartet Marseille-Kliniken eine Fortsetzung der Umsatz- und Ergebnisausweitung im Kerngeschäftsfeld Pflege sowie einen deutlichen Ergebnissprung durch den Turnaround in der Reha. Getrieben wird diese Entwicklung – wie bereits im ersten Quartal zu beobachten – von einer weiteren Verbesserung der Bettenauslastung im Konzern, auch durch die planmäßige Rückführung der Kapazitäten.

Im Kerngeschäftsfeld Pflege wird die Expansion zügig weiter vorangetrieben. So gingen in den ersten Monaten des neuen Geschäftsjahres an den Standorten Potsdam, Schömberg und Düsseldorf bereits 310 Betten neu „ans Netz“. Drei weitere Einrichtungen mit insgesamt 430 Pflegebetten sind derzeit im Bau. Parallel hierzu erhöhte sich die Auslastungsquote der Bestandseinrichtungen im ersten Halbjahr entgegen dem Markttrend auf 93,6 (92,6) Prozent und nähert sich damit wieder den in der Vergangenheit üblichen Quoten um die 95 Prozent an.

Nach unserer Einschätzung profitiert Marseille-Kliniken dabei besonders von der sehr früh angegangenen und inzwischen im Markt erfolgreich umgesetzten Spezialisierung einzelner Häuser auf spezielle Zielgruppen (z.B. Demenzerkrankungen), was eine klare Abgrenzung zum Wettbewerb ermöglicht.

Ausbau von „2-Sterne-Segment“ und „Betreutes Wohnen“ im Fokus

Strategisch und operativ stehen im laufenden Jahr der Ausbau des Pflege-Konzepts im 2-Sterne-Segment sowie das Betreute Wohnen im Fokus der Expansionsstrategie. Eine konkrete Prognose für die geplante Ausweitung der 2-Sterne-Standorte ist jedoch nur schwierig möglich. Grund hierfür ist die Verfügbarkeit geeigneter Immobilien zu entsprechend attraktiven Konditionen.

Der an die Kunden weitergegebene Kostenvorteil des 2-Sterne-Segment im Vergleich zu höherpreisigen Angeboten resultiert im Wesentlichen aus deutlich geringeren Anteilen der Immobilienkosten pro Bett im Vergleich zu den sonst im Markt üblichen Neubauten. Aktuell sind entsprechende Immobilien vor allem in den neuen Bundesländern (Plattenbauten) zu finden, so dass wir zunächst mit einer Ausweitung des Angebots in dieser Region rechnen.

Wir halten den Ausbau der Kapazitäten im „2-Sterne-Segment“ für sinnvoll, da auch in der Politik ein klarer Trend erkennbar ist, die Pflegekosten zu senken. Diese Anforderung wird nicht zuletzt durch die steigende Anzahl von Personen getrieben, welche auf eine (teilweise) staatliche Unterstützung zur Abdeckung der Pflegeheimkosten angewiesen sind und für welche die Sozialämter in die Finanzierung mit einspringen müssen. Im Ergebnis wird es daher im Markt auf mittlere und längere Sicht zu einer stärkeren Spreizung des Angebots in Richtung hochpreisiger 4-Sterne-Häuser für solvente Selbstzahler und Kassen(mit-)finanzierten 2-Sterne-Häusern kommen.

Bettenzahl soll bis Ende 2008 auf 12.000 ausgeweitet werden

Marseille-Kliniken hält weiterhin an seinem Wachstumsziel fest, bis Ende des Jahres 2008 eine vertraglich gebundene Gesamtbettenkapazität von 12.000 Betten im Konzern zu erreichen. Aktuell beträgt die Bettenzahl in der Pflege 7.600, von denen rund 880 Betten auf das „Betreute Wohnen“ bzw. die ambulante Pflege entfallen. Zusammen mit den zusätzlich etwas über 600 vertraglich gebundenen weiteren Betten ergibt sich somit eine gesicherte Gesamtzahl von 8.200 Pflegebetten. Hinzu kommen aktuell 1.283 Betten in der Reha.

Die verbleibende Differenz zur Zielgröße – also etwa 2.500 Betten – soll bis Jahresende durch den Zukauf bzw. Bau weiterer Pflegebetten, vor allem jedoch durch eine spürbare Ausweitung der Kapazitäten im Betreuten Wohnen geschlossen werden.

Umsatz- und Ergebnis sollen in 2007/08 deutlich zulegen

Dank der zusätzlichen Kapazitäten im Bereich Pflege sowie der Belegungsentwicklung der Bestandsbetten im Bereich Pflege und Rehabilitation erwartet der Konzern im laufenden Geschäftsjahr ein deutliches Umsatzwachstum auf 240 Mio. Euro und ein unbereinigtes EBIT von 24 Mio. Euro. Enthalten sind darin 4,5 Mio. Euro in der Vergangenheit gebildete latente Steuerrückstellungen, die aufgrund der Unternehmenssteuerreform im Geschäftsjahr 2007/08 erfolgswirksam aufgelöst werden können. Das Ergebnis nach Steuern soll sich nach Unternehmenserwartung auf 18 Mio. Euro belaufen.

Durch diese Unternehmensprognose sehen wir uns in unserer Erwartung bestätigt, dass es aufgrund des Wegfalls mehrerer ergebnisbelastender Faktoren zu einem deutlichen Ergebnissprung kommen wird. So sehen wir im Segment Reha weitere Verbesserungen, wobei Marseille-Kliniken hier unter anderem von einfacheren Abrechnungsmodalitäten im Zuge der Gesundheitsreform profitieren sollte.

In der Pflege wird sich das Auslaufen der Anlaufverluste in Düsseldorf und dem Haus Angerstraße in Hamburg bemerkbar machen. Zudem gehen wir davon aus, dass die dann wahrscheinlich voll belegte Einrichtung für türkische Mitbürger in Berlin-Kreuzberg in 2007/08 einen positiven Beitrag zum Konzernergebnis leisten 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 würde nach Unternehmensangaben bei vollständiger Partizipation der Mitarbeiter lediglich bei einem Prozent liegen.

Marseille als Profiteur der aktuellen Qualitätsdiskussion der Branche

Klar vorteilhaft wird sich nach unserer Einschätzung die seit einigen Monaten auch in der Öffentlichkeit sehr präsente Diskussion über die Qualität der Pflegeeinrichtungen auf dem deutschen Markt für Anbieter wie Marseille-Kliniken auswirken. Im Rahmen der jüngst innerhalb der Regierungskoalition vereinbarten Eckpunkte der Pflegereform soll in der Zukunft eine verstärkte Kontrolle der Altenpflegeeinrichtungen in Deutschland erfolgen, auch oder gerade in Form unangemeldeter Besuche.

Von dieser Entwicklung dürfte der Marseille-Kliniken-Konzern unseres Erachtens in der Zukunft profitieren, da man sehr frühzeitig die internen Abläufe und Strukturen vereinheitlicht und mit einer leistungsfähigen IT-Infrastruktur unterlegt hat. Auf diese Weise kann die Entwicklung der einzelnen Einrichtungen auch durch die Zentrale sehr zeitnah verfolgt werden und auf mögliche Probleme und Fehlentwicklung reagiert werden.

Inzwischen geht das Unternehmen noch einen Schritt weiter und spielt bei der Vermarktung der Pflegebetten gezielt die „Qualitätskarte“ aus und vergibt an die einzelnen Häuser im Konzern Qualitätssiegel. Deren Vergabe geht eine Prüfung voraus, die analog zu den Überprüfungskriterien des Medizinischen

Dienstes der Krankenkassen (MDK) durchgeführt wird. Hierbei geht es unter anderem um Punkte wie die Pflegedokumentation, das Handling von Pflegerisiken und auch die gezielte Weiterbildung und -qualifizierung von Mitarbeitern. Darüber hinaus fließt das Ergebnis einer anonym erhobenen Angehörigenbefragung mit in die Bewertung der Einrichtung ein.

Nur wenn eine Gesamtnote besser als 2,0 erzielt wird (Notenskala von 1-5), erhält das jeweilige Haus das entsprechende Qualitätssiegel. Aktuell verfügen bereits 60 Prozent der Einrichtungen von Marseille über dieses Qualitätssiegel, was die hohe Leistungsfähigkeit und Kundenzufriedenheit belegt.

Aktuelle Finanzmarktlage belastet Marseille nicht übermäßig ...

Die aktuell deutlich unruhiger gewordene Verfassung der weltweiten Aktien- und Kreditmärkte wird unseres Erachtens nur vergleichsweise geringe Auswirkungen auf die weitere operative Entwicklung des Unternehmens haben. Zum einen ist das Pflege-Geschäft nahezu vollständig konjunktur-unabhängig, während die Bedeutung des konjunktursensitiveren Reha-Bereichs zwischenzeitlich stark gesunken ist. Zum anderen konnten die Sale-and-Lease-Back-Transaktionen inzwischen umgesetzt und die Zielquote von rund 30 Prozent eigenen Immobilien und 70 Prozent fremden Immobilien erreicht werden.

Hemmend dürfte das Umfeld jedoch auf die Verkaufsbemühungen der Reha-Sparte wirken, da Finanzierungen für Übernahmen derzeit von den Banken deutlich restriktiver gehandhabt werden und damit die Zahl potenzieller Erwerber sinkt. Dem Vernehmen nach kam in Folge der deutlich schwieriger gewordenen Situation an den internationalen Kreditmärkten eine in 2007 bereits auf gutem Weg befindliche Veräußerung der Sparte wegen Refinanzierungsproblemen beim potenziellen Käufer letztlich nicht zustande. Angesichts des inzwischen greifbaren Turnarounds der Reha sehen wir jedoch insgesamt gestiegene Chancen für eine erfolgreiche Abgabe dieses Bereiches, sei es als Paket oder in der Form einer Abgabe einzelner Kliniken.

... und könnte indirekt sogar Vorteile bringen

Vorteile könnten sich unseres Erachtens hingegen für anorganische Wachstumsschritte im Kerngeschäft ergeben. Das hier seit Jahren zu beobachtende sehr hohe Preisniveau für Übernahmen von Pflegeheimen und die daraus resultierenden hohen Preisforderungen potenzieller Verkäufer dürfte durch die deutlich restriktivere Finanzierungspolitik der Banken und sonstigen Kreditgeber in den kommenden Monaten sinken.

Nicht nur, dass es für eine Reihe von möglichen Käufern schwieriger werden dürfte, eine Finanzierung zu erhalten bzw. die erhöhten Auflagen zu erfüllen. Die verschlechterten Konditionen für reine Finanzinvestoren sollten im Ergebnis dazu führen, dass die gebotenen Multiples niedriger ausfallen. Zudem könnten ohnehin schon „klamme“ Häuser noch mehr unter Druck geraten, so dass die Zahl der zum Verkauf stehenden Pflegeheime eher steigen wird.

GSC-Prognosen durch Sale-and-Lease-back strukturell angepasst

Insgesamt kalkulieren wir auf Basis bewusst vorsichtiger Prämissen für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatz von 238 (Vj. 214,8) Mio. Euro, der sich damit etwas unterhalb der von der Gesellschaft ausgegebenen Zielmarke bewegt. Ausgehend von unserer Umsatzprognose rechnen wir beim EBIT mit einem im Jahresvergleich geringfügig verbesserten Wert von 23,8 (23,6) Mio. Euro, was eine EBIT-Marge von 10,0 (11,0) Prozent bedeuten würde.

Zu beachten ist dabei jedoch, dass die EBIT-Margen aufgrund der durchgeführten Sale-and-Lease-Back-Transaktionen nicht vergleichbar sind. In unserem GuV-Modell wirkten sich diese durch niedrigere Abschreibungen und eine deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses aus, während sich das „sonstige Ergebnis“ durch die darin enthaltenen nun erhöhten Mietzahlungen verschlechterte. Wir haben unsere Plan-GuVs daher strukturell angepasst, was ein wesentlicher Grund für die starken Abweichungen von unseren bisherigen Ergebnisprognosen ist.

Für aussagekräftiger halten wir die Entwicklung beim Vorsteuerergebnis, das wir für 2007/08 auf 15,8 Mio. Euro schätzen, was einer Verbesserung von 19 Prozent entspricht. Durch einen positiven Steuereffekt in Höhe von 4,9 Mio. Euro aufgrund der Unternehmenssteuerreform wird im laufenden Geschäftsjahr ein nahezu ausgeglichenes Steuerergebnis entstehen, so dass wir den Jahresüberschuss auf ebenfalls 15,8 (bisher 17,2) Mio. Euro bzw. 1,30 (1,41) Euro je Aktie schätzen. Bereinigt um diesen Sondereffekt beläuft sich der Gewinn auf 0,90 Euro je Aktie, eine Steigerung von 20 Prozent.

Je nach Geschwindigkeit des weiteren Kapazitätsaufbaus in der Pflege halten wir für 2007/08 durchaus auch etwas höhere Umsatz- und Ergebniswerte für möglich und werden unsere Schätzungen im weiteren Jahresverlauf – konkret nach Vorlage der Neunmonatszahlen – gegebenenfalls nach oben anpassen.

Für die Folgejahre haben wir unsere Schätzungen ebenfalls überarbeitet und dabei – nachdem das Wachstum zuletzt langsamer verlief als von uns erwartet – insbesondere für die Ergebniskennzahlen bewusst vorsichtigere Parameter als zuletzt gewählt, um etwaigen Unwägbarkeiten Rechnung zu tragen.

Bewertung

Wir bewerten Marseille-Kliniken weiterhin nach einem Peer-Group- und einem DCF-Modell. Unsere Peer Group besteht aus deutschen, französischen und angelsächsischen Aktien aus dem Gesundheits- und Kliniksektor, namentlich CURANUM, MediClin, Rhön-Klinikum (alle D), Korian und Orpea (beide F), Care U.K. und Southern Cross (beide GB) sowie Sunrise Senior Living (USA).

Die Veränderungen in der verwendeten Peer Group im Vergleich zu unserer letzten Analyse ergeben sich aus dem Wegfall der mittlerweile übernommenen und delisteten US-Firma Manor Care sowie der Hereinnahme der beiden französischen Gesellschaften Korian und Orpea. Wenngleich wie bereits in der Vergangenheit erklärt die Vergleichbarkeit angesichts anderer rechtlicher Rahmenbedingungen eingeschränkt bleibt, haben wir uns zur Aufnahme der beiden Titel entschlossen, da diese Unternehmen im Markt als spezialisierte Klinik- und Pflegeheimbetreiber etabliert sind und zudem einen Eintritt in den deutschen Markt angekündigt haben. Diesen Schritt hat Korian mit der Übernahme der in Füssen ansässigen Phönix-Gruppe mit rund 3.000 Betten im September 2007 bereits vollzogen.

Das durchschnittliche KGV dieser Aktien von 17,9 zeigt die relative Unterbewertung der Marseille-Kliniken-Aktie, die derzeit mit einem (um den steuerlichen Einmaleffekt bereinigten) KGV von circa 12 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 erschwert. Die Bewertung der Vergleichsaktien zeigt jedoch das durchaus vorhandene Bewertungspotenzial für Marseille-Kliniken bei einem planmäßigen Geschäftsverlauf. Bezogen auf den bereinigten Gewinn von 0,90 Euro im laufenden Jahr ergibt sich hieraus ein Zwischenergebnis von 16,14 Euro als fairen Wert der Aktie.

Daneben stützen wir unsere Einschätzung weiterhin auf eine DCF-Bewertung. Aus unserem DCF-Modell (Positiver Ausgangs Cash Flow 18,7 Mio. €, Abzinsungszinssatz 7,98%, Wachstum der ewigen Rente 0%) und einem – vor dem Hintergrund diverser externer Einflussfaktoren wie der staatlichen Regulierung des Gesundheitsmarktes bewusst recht hoch angesetzt – Betafaktor von 1,2 errechnen wir einen Wert von 17,42 (19,71) Euro je Aktie. Die Herabsetzung dieses Wertes liegt an der Korrektur unserer Schätzungen nach unten, was nur zum Teil vom gesunkenen Zinsniveau aufgefangen werden konnte.

Aufgrund der verbliebenen Restrisiken aus dem Reha-Bereich nehmen wir auf den resultierenden Mittelwert von 16,78 Euro aus beiden Ansätzen noch einen leichten Abschlag in Höhe von fünf Prozent vor und sehen den „fairen Wert“ damit aktuell bei 15,94 Euro, weshalb wir unser Kursziel entsprechend auf den gerundeten Wert von 16 Euro senken.

Hintergrund des Abschlags ist, dass die noch nicht endgültig gelösten Reha-Thematik offenbar eine zurückhaltendere 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, ergibt sich über unser Kursziel hinaus weiteres Potenzial für die Aktie.

Fazit

Von den Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr hatten wir uns im Vorfeld mehr erhofft. Wir haben deshalb unsere Schätzungen für das laufende und die kommenden Jahre gegenüber unserer letzten Analyse zurückgenommen. Die Zahlen für das erste Halbjahr 2007/08 haben uns hingegen überzeugt. Insgesamt sollte Marseille nach der offenbar weitgehend geschafften Erledigung der „Dauerbaustelle“ Reha wieder stärkere Ergebnisse liefern, zumal die neuen Pflegebetten nach erfolgreicher Belegung ebenfalls in zunehmendem Maße zum Ergebnis beitragen werden.

Selbst unter Berücksichtigung der durchaus vorhandenen Risiken halten wir den im Zuge der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten zustande gekommene Kurssturz für massiv übertrieben, nachdem unser Kursziel zuvor zeitweise bereits annähernd erreicht worden war. Die Marseille-Kliniken-Aktie ist für uns daher nach wie vor ein klarer Kauf, wenngleich wir unser Kursziel insbesondere aufgrund des verschlechterten allgemeinen Marktumfelds leicht auf 16 Euro reduziert haben.

Aktionärsstruktur

Familie Marseille	60%
Streubesitz	40%

Termine

08.05.2008	3. Quartalsbericht 2007/08
Oktober 2008	Finanzzahlen Geschäftsjahr 2007/08, Geschäftsbericht
10.11.2008	1. Quartalsbericht 2008/09
04.12.2008	Ordentliche 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 / 320 27 91 - 0
Fax: +49 (0) 40 / 320 27 91 - 14
Email: office@hillermann-consulting.de

Disclosures

Haftungsausschluss

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung*	Empfehlung	Kursziel
09.05.2007	16,55 €	Kaufen	18,50 €
27.02.2007	15,01 €	Kaufen	17,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	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. Nach Kenntnis von GSC Research halten 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), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH 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 von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.