

Akt. Kurs (10.02.2010, 12:43, Xetra): 4,76 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **6,00 (7,40) EUR**

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

Kurzportrait

Die Marseille-Kliniken AG betreibt bundesweit Pflegeeinrichtungen für Senioren sowie Fach- und Rehabilitationskliniken. Das Unternehmen ist einer der größten privaten Pflegeheimbetreiber Deutschlands.

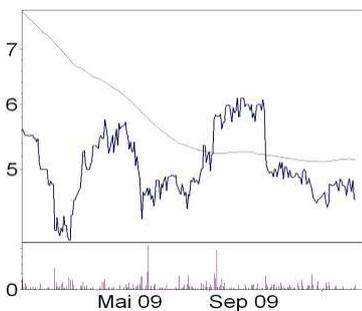
Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,11 €	3,80 €
Aktueller Kurs:	4,76 €	
Aktienzahl ges.:	12.150.000	
Streubesitz:	40,0%	
Marktkapitalis.:	57,83 Mio. €	

Aktiensplit im Verhältnis 1 zu 2 bislang nur handelsrechtlich umgesetzt

Der bereits auf der Hauptversammlung vom 12.12.2008 beschlossene Aktiensplit im Verhältnis 1 zu 2 wurde am 20.1.2010 rückwirkend zum 5.2.2009 per Stimmrechtsmitteilung bekanntgegeben. Formaljuristisch handelt es sich dabei jedoch nur um die handelsrechtliche Umsetzung, der börsentechnische Vollzug steht noch an. Wegen der großen umlaufenden Anzahl an effektiven Stücken ist es hier zu einer Abweichung von der gesellschaftsrechtlichen Handhabung gekommen.

Wir werden unsere Schätzungen erst nach der börsenrechtlichen Umsetzung des Aktiensplits diesbezüglich anpassen. Aus Gründen der Nachvollziehbarkeit weisen wir jedoch bis zur Veröffentlichung angepasster bzw. „amtlicher“ EPS in unserem GuV-Tableau zusätzlich zu den alten Ergebnissen je Aktie auch die nach dem Split geltenden neuen Zahlen aus (siehe Seite 9). Da der Split im aktuellen Aktienkurs noch nicht berücksichtigt wird, ermitteln wir jedoch alle auf die einzelne Aktie bezogenen Kennzahlen in der Übersicht (siehe linke Spalte auf dieser Seite) bis zur börsentechnischen Umsetzung des Splits noch auf Basis der alten Aktienanzahl von 12,15 Mio. Stück.



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Kennzahlen

	07/08	08/09	09/10e	10/11e
Umsatz	228,1	235,5	242,0	248,6
<i>bisher</i>	---	236,0	246,0	257,0
EBIT	22,3	-5,6	13,3	17,0
<i>bisher</i>	---	5,7	13,7	17,9
Jahresüb.	13,8	-13,5	7,6	10,6
<i>bisher</i>	---	0,3	7,8	11,3
Erg./Aktie	1,13	-1,12	0,62	0,88
<i>bisher</i>	---	0,02	0,64	0,93
Dividende	0,25	0,00	0,25	0,25
<i>bisher</i>	---	0,25	---	---
KGV	4,2	neg.	7,6	5,4
Div.rendite	5,3%	0,0%	5,3%	5,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten

A. Langhorst / K. Kränzle (CEFA)

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Vorjahreszahlen nachträglich angepasst

Bei den Zahlen für das Geschäftsjahr 2007/08 (bis 30.6.2008) wurden wegen der Nachaktivierung von Finance-Lease-Verträgen einige GuV-Positionen nachträglich geändert. Diese Änderungen sind im Geschäftsbericht 2008/09 bereits eingearbeitet. Weiterer Anpassungsbedarf besteht nach Auskunft der Marseille-Kliniken AG nicht.

Ergebniseinbruch 2008/09 übertrifft pessimistische Schätzungen

Obwohl unsere Ergebniserwartungen für das am 30.6.2009 abgelaufene Geschäftsjahr bereits im Vorfeld bewusst niedrig waren, unterboten die dann gemeldeten Zahlen leider auf der Ergebnisebene unsere vorsichtigen Schätzungen noch. Der Umsatz bewegte sich hingegen mit 235,5 (Vj. 228,1) Mio. Euro nahezu auf dem von uns prognostizierten Niveau von 236,0 Mio. Euro, was einem Zuwachs von 3,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr entsprach.

Das operative Ergebnis (EBIT in GSC-Definition – siehe GuV-Tableau auf Seite 9) drehte mit minus 5,6 (+22,3) Mio. Euro deutlich ins negative Terrain. Ursächlich für dieses weit unter unseren Schätzungen von plus 5,7 Mio. Euro liegende Resultat waren nach Unternehmensangaben mehrere Faktoren. Die Marseille-Kliniken AG führte hier im Wesentlichen Abschreibungen auf Vermögenswerte sowie Personalaufwendungen, Energiekosten, Instandhaltungen und Aufwendungen aufgrund verlorener Prozesse an.

Zudem konnten laut Unternehmensangaben im Gegensatz zu den Vorjahren im abgelaufenen Geschäftsjahr keine Einmalerträge aus dem Verkauf von Immobilien und Beteiligungen vereinnahmt werden. Diese hatten in 2007/08 mit 20,7 Mio. Euro noch ein vergleichsweise hohes Niveau erreicht.

Auf der Kostenseite nahm der Materialaufwand mit über 10 Prozent überproportional auf 32,5 (Vj. 29,4) Mio. Euro zu, was größtenteils aus den deutlich gestiegenen Heizkosten aufgrund des in die Berichtsperiode fallenden harten Winters 2008/09 resultierte. Auch der mit 124,4 (119,3) Mio. Euro traditionell größte Aufwandsposten Personal legte mit 4,3 Prozent leicht überproportional zu. Hier führte das Unternehmen die gestiegenen Weiterbildungskosten und deutliche Erhöhungen der Tarifgehälter als Begründung an.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter brach aus den geschilderten Gründen um über 27 Mio. Euro auf minus 13,5 (+13,7) Mio. Euro ein. Das aufgrund von Tilgungen und im Zuge verbesserter Kreditkonditionen im kurzfristigen Bereich auf minus 5,3 (-5,9) Mio. Euro verbesserte Finanzergebnis sowie der um knapp ein Viertel auf 2,7 (3,5) Mio. Euro gesunkene Steueraufwand verhinderten hier einen noch dramatischeren Einbruch.

Das Ergebnis je Aktie stellte sich auf Basis von 12,15 Mio. Stück somit auf minus 1,12 (+1,13) Euro. Vor diesem Hintergrund ist die Dividendenstreichung für das Geschäftsjahr 2008/09 (Vj. 0,25 € je Aktie) nachvollziehbar, für die Aktionäre aber natürlich unbefriedigend, da sie in der Vergangenheit durchaus ein Anlageargument für die Marseille-Aktie gewesen ist.

Bei der Einordnung der Zahlen ist stets zu beachten, dass unsere Schätzungen bei den Ergebniskennziffern von den teilweise verwendeten Marseille-Zahlen um bis zu 10 Prozent abweichen können. Die Ursache liegt darin, dass wir im Gegensatz zur Marseille-Kliniken AG die operativen Kennziffern wie z.B. das EBIT nicht um Korrekturposten des Analystenverbandes DVFA bereinigen. Bei einem Vergleich mit unseren Schätzungen sollten deshalb stets die Zahlen der ausführlichen Marseille-GuV im Geschäftsbericht bzw. die in den Zwischenberichten veröffentlichten Angaben verwendet werden.

Segmente Pflege und Rehabilitation überzeugen mit hoher Auslastung

Trotz der schlechten finanzwirtschaftlichen Zahlen konnte die Marseille-Kliniken AG im abgelaufenen Geschäftsjahr im operativen Geschäft durchaus Fortschritte erzielen. So legte der Umsatz des langjährigen „Sorgenkinder“ Reha/Akut um 3,4 Prozent auf 53,9 (Vj. 52,1) Mio. Euro zu. Dabei konnte die Auslastung um fast drei Punkte auf 93,3 (90,4) Prozent gesteigert werden. Hauptsächlich aufgrund gestiegener Personal- und Energiekosten drehte das Segmentergebnis (nach DVFA um Sonderposten korrigiert) jedoch mit minus 1,6 (+4,0) Mio. Euro ins negative Terrain.

Auch das größere Segment Pflege wies einen um 3,4 Prozent auf 180,6 (174,7) Mio. Euro gestiegenen Umsatz aus. Die Auslastung sank hier jedoch leicht auf 92,3 (93,3) Prozent. Aufgrund der drastisch erhöhten Kosten musste das Unternehmen auch hier einen Einbruch beim DVFA-Segmentergebnis um über die Hälfte auf 3,2 (7,1) Mio. Euro hinnehmen, wobei diese Sparte aber deutlich in den schwarzen Zahlen blieb.

Der dritte Bereich Dienstleistungen vermeldete einen gegenüber dem Vorjahr um ein Viertel auf 1,0 (1,3) Mio. Euro gesunkenen Umsatz mit externen Kunden. Dieses Sparte beinhaltet jedoch zu großen Teilen Leistungsverrechnungen, so dass wir das Segmentergebnis von minus 8,7 (+3,5) Mio. Euro wegen fehlender Aussagekraft nicht separat kommentieren. Insgesamt überwogen

trotz positiver Ansätze auch in der Segmentberichterstattung für das abgelaufene Geschäftsjahr 2008/09 die negativen Aspekte.

Erstes Halbjahr markiert guten Start in das Geschäftsjahr 2009/10

Anfang Februar veröffentlichte die Marseille-Kliniken AG auch die Kennzahlen für das erste Halbjahr (1.7.-31.12.2009) des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 (bis 30.6.). Hier meldete das Unternehmen nach unserer Einschätzung jedoch unter Berücksichtigung der noch durchwachsenen Wirtschaftslage akzeptable Zahlen.

Der Konzernumsatz legte demnach um 5,6 Prozent auf 123,8 (Vj. 117,2) Mio. Euro zu. Das unbereinigte operative Ergebnis (EBIT ohne Korrekturen nach DVFA) wuchs um über die Hälfte auf 6,9 (4,2) Mio. Euro. Dieser Ergebnisanstieg resultierte unseres Erachtens neben dem Umsatzanstieg hauptsächlich aus den leicht auf 39,6 (40,5) Mio. Euro gesunkenen Sonstigen betrieblichen Aufwendungen, während der Personalaufwand mit 9 Prozent auf 64,2 (58,9) Mio. Euro erneut leicht überproportional zunahm.

Der Materialaufwand wuchs hingegen mit 2,7 Prozent auf 15,3 (14,9) Mio. Euro unterproportional. Dieser Aufwandsposten wird allerdings stark durch die Heizkosten im Winter geprägt, so dass hier Tendenzaussagen erst nach dem Ende der in die Winterperiode fallenden Quartale im Rahmen der Neunmonatszahlen opportun erscheinen.

Insgesamt wies die Marseille-Kliniken AG im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres mit einem Periodenüberschuss von 3,0 (1,0) Mio. Euro nach Steuern und Anteilen Dritter gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Lage ein unserer Meinung nach zufriedenstellendes Resultat aus. Dazu beigetragen hat auch ein mit minus 2,1 (-2,6) Mio. Euro verbessertes Finanzergebnis. Der auf 1,8 (0,8) Mio. Euro mehr als verdoppelte Steueraufwand sollte hingegen an dieser Stelle nicht überbewertet werden, da viele wichtige Buchungen in diesem Bereich erst im vierten Quartal getätigt werden.

Das Ergebnis je Aktie stellte sich auf Basis der alten Aktienzahl von 12,15 Mio. Stück im Rahmen des skizzierten Datenkranzes im ersten Halbjahr auf 0,25 (0,08) Euro.

Segmente nach 6 Monaten 2009/10 mit Umsatz- und Ergebniszuwachs

Im Gegensatz zum abgelaufenen Geschäftsjahr lief das erste Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres 2009/10 (bis 30.6.) auf Segmentebene gut an. Die beiden operativen Sparten Pflege und Reha konnten sowohl Umsatz als auch Segmentergebnis steigern.

Der Pflegebereich vereinigte einen um 6,4 Prozent auf 94,8 (Vj. 89,1) Mio. Euro gewachsenen Umsatz auf sich. Das unbereinigte operative Ergebnis (EBIT ohne DVFA-Korrekturen) wuchs im Zuge einer stringenten Kostendisziplin um mehr als das Doppelte auf 8,2 (2,9) Mio. Euro.

Die Sparte Sonstige (vormals Reha) meldete einen leicht auf 2,3 (2,2) Mio. Euro gestiegenen Umsatz und wies ein Segmentergebnis von minus 1,3 (-2,0) Mio. Euro aus. Der jetzige Zuschnitt ist jedoch nicht mehr mit dem bisherigen Berichtsformat vergleichbar. Die zur Veräußerung anstehenden operativ tätigen Reha-Kliniken sind im Halbjahresbericht gemäß den IFRS-Usancen im Segment „Aufgegebene Geschäftsbereiche“ ausgewiesen. Nach Auskunft der Marseille-Kliniken AG sind hier bereits Vorverträge mit einem Investor unter-

zeichnet. Die insofern temporäre Sparte „Aufgegebene Geschäftsbereiche“ wies im Berichtszeitraum einen Umsatz von 26,1 (24,4) Mio. Euro aus. Das Segmentergebnis (EBIT) belief sich auf plus 2,2 (2,1) Mio. Euro.

Wegen der vergleichsweise geringen Bedeutung der Außenumsätze (0,5 / Vj. 1,4 Mio. €) des dritten Segmentes Dienstleistungen verzichten wir auf eine separate Kommentierung dieser Sparte. Das dortige Segmentergebnis von minus 2,2 (Vj. +1,3) Mio. Euro fällt unseres Erachtens – ähnlich wie die noch verbleibenden Teile des aufgegebenen Geschäftsbereiches Reha – eher in den Bereich der Konsolidierungsbuchungen, als dass es als operativer Ergebnismaßstab dienen könnte.

Wettbewerber überzeugen auf der Ergebnisseite derzeit ebenfalls nicht

Das aktuell schwierige und von einem anhaltend hohen Wettbewerb um die Verbesserung der eigenen Auslastungsraten gekennzeichnete Marktumfeld macht sich auch bei den Mitbewerbern der Marseille-Kliniken AG bemerkbar.

So musste die Münchener CURANUM AG in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009 bei einem Umsatz von 193,1 (Vj. 192,5) Mio. Euro einen Rückgang des EBITDA auf 20,1 (22,6) Mio. Euro hinnehmen. Das EBIT verminderte sich auf 12,8 (15,5) Mio. Euro und der Periodenüberschuss auf 4,2 (6,2) Mio. Euro bzw. 0,13 (0,19) Euro je Aktie. Der CURANUM-Vorstand rechnet auch für die kommenden Monate mit einem weiterhin schwierigen Umfeld, mittelfristig sollte sich jedoch eine gewisse Entspannung ergeben, da der Aufbau neuer Kapazitäten in den vergangenen 18 Monaten in Folge der Finanzkrise und restriktiverer Kreditvergaben ins Stocken geraten ist.

Unverändert in den roten Zahlen bewegt sich auch Mitbewerber MATERNUS-Kliniken AG. Immerhin gelang es dem früher zum WCM-Konzern gehörenden Unternehmen nach dem Einstieg der CURA-Gruppe und den eingeleiteten Restrukturierungen operativer und bilanzieller Natur, nunmehr eine „rote Null“ zu schreiben. In den ersten neun Monaten 2009 erhöhten sich die Umsatzerlöse auf 84,0 (81,7) Mio. Euro bei einem EBITDA von 7,7 (6,2) Mio. Euro. Der Periodenfehlbetrag belief sich auf minus 0,2 (-3,2) Mio. Euro, dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von minus 0,01 (-0,15) Euro. Auch für das Gesamtjahr 2009 rechnen wir bei MATERNUS mit einem kleinen Fehlbetrag.

Qualitätsdiskussion geht in der Öffentlichkeit weiter

Weiterhin ein sehr sensibles und bei den Kunden sowie in der breiten Öffentlichkeit wichtiges Thema ist die „Qualitätsfrage“ der erbrachten Leistungen. Auf diesem Gebiet ist die Marseille-Kliniken AG bereits seit Jahren ein Vorreiter, wie die Strategie des „gläsernen Pflegeheims“ belegt. Neben entsprechenden Mitarbeiterschulungen, Maßnahmen zur besseren Bindung des Personals, der Zertifizierung und der Führung einer Pflegerisikoliste unterziehen sich die konzerneigenen Einrichtungen freiwillig und regelmäßig den internen Qualitätskontrollen.

Die Ergebnisse werden veröffentlicht und sind auch aus dem Konzern-Qualitätsbericht nachvollziehbar. Neben der Gewährleistung hoher qualitativer Standards wird damit auch für Kunden und Interessenten die Ausstattung der einzelnen Häuser, die dortigen Angebote und die Qualität der geleisteten Pflege transparent. Trotz des erheblichen Aufwandes, der zur stetigen Qualitätsverbesserung und -aufrechterhaltung betrieben wird, schlägt sich dies bislang leider nicht messbar im Zahlenwerk nieder, da die Auslastungsquoten der Einrichtungen in Folge der am Markt bestehenden Überkapazitäten noch nicht in allen Häusern auskömmlich sind.

Einstieg bei Akut-Kliniken als Überlegung zur Auslastungssteigerung

Um die Auslastung der eigenen Pflege- und Reha-Einrichtungen zu verbessern, arbeitet die Marseille-Kliniken AG bereits seit Jahren erfolgreich mit den entsprechenden Akutkrankenhäusern vor Ort zusammen. Künftig will das Unternehmen diesen Ansatz noch weiter intensivieren und plant im Rahmen einer angepassten Strategie, das Angebot von Pflegeheimplätzen, mobiler Pflege und betreutem Wohnen zu regionalen medizinischen Zentren fortzuentwickeln.

Hierzu ist seitens des Managements unter anderem auch der Einstieg bei ausgewählten Akutkrankenhäusern vorgesehen. Dabei soll es sich im Regelfall um Minderheitsbeteiligungen handeln, um auf diese Weise das Volumen des Investments sowie die damit verbundenen Risiken möglichst zu gering zu halten. Durch den Eintritt in die Gesellschafterstellung soll jedoch die Gewinnung zusätzlicher Kunden für die angebotenen Pflegedienstleistungen erreicht werden. Ein Vorbild sind dabei die zahlreichen kirchlichen Anbieter, die zu meist sowohl über Akut- als auch über Pflegekapazitäten verfügen und dieses Modell bereits erfolgreich vorleben.

Insgesamt erscheint uns diese Strategie sinnvoll und vielversprechend. Durch das bereits seit einigen Jahren im Konzern betriebene Akutkrankenhaus in Büren verfügt die Marseille-Kliniken AG auch über entsprechende Expertise in diesem Geschäft. Der anhaltende Konsolidierungsdruck und Kapitalbedarf auf dem Akutkrankenhausmarkt sollte zudem auch die entsprechenden Einstiegschancen eröffnen, damit das Unternehmen diesen Schritt erfolgreich umsetzen kann.

Ebenfalls in diese Richtung zielen Bestrebungen, an geeigneten Standorten Medizinische Versorgungszentren (MVZ) aufzubauen bzw. sich an regionalen Ärztenetzwerken zu beteiligen. Derzeit ist die Realisierung des erstgenannten Vorhabens jedoch abhängig davon, wie schnell seitens der Bundesregierung die noch nicht vorliegenden Ausgestaltungsrichtlinien erlassen werden. In derartigen medizinischen Zentren bieten Ärzte aus unterschiedlichen Fachrichtungen gemeinsam und miteinander abgestimmt eine patientenfreundliche medizinische Versorgung für ältere Menschen an und besitzen damit eine wichtige Brückenfunktion zwischen Pflege und ambulant-stationärer Versorgung.

Ausstieg aus der Reha-Sparte steht kurz bevor

Wie der Vorstand anlässlich der Hauptversammlung am 18.12.2009 mitteilte, wurde mit einem Interessenten ein Vorvertrag über den Verkauf der gesamten Reha-Sparte abgeschlossen. Hiervon betroffen sind die aktuell 9 zum Konzern gehörenden Reha-Kliniken mit einem jährlichen Umsatzvolumen von rund 50 Mio. Euro. Damit erfolgt der komplette Ausstieg aus dem Reha-Geschäft. Sofern die anstehenden Due-Dilligence-Prüfungen erfolgreich verlaufen, wird mit einem Abschluss der Transaktion im jetzt laufenden Geschäftsjahr 2009/10 gerechnet. Das Kaufpreisvolumen soll sich in Abhängigkeit der zu veräußernden Aktiva zwischen 20 und 30 Mio. Euro bewegen.

Überfällige Reform der Pflegeversicherung bietet Chancen

Die bereits seit Jahren geführte Diskussion über den bestehenden Reformbedarf in der Pflegeversicherung hat Einzug in den Koalitionsvertrag der neuen schwarz-gelben Bundesregierung gefunden. Damit wird mittelfristig der Weg in eine zumindest teilweise Kapitaldeckung eingeschlagen. Bisher erfolgt die

Finanzierung rein im Umlagesystem, wobei der Beitragssatz von 1,95 Prozent des Bruttolohns von Arbeitnehmern und Arbeitgebern jeweils hälftig getragen wird. Für kinderlose Versicherte liegt der Beitragssatz um 0,25 Prozent höher.

Auch wenn bislang die genauen Details der geplanten kapitalgedeckten Komponente noch nicht bekannt sind, ist doch davon auszugehen, dass die Stabilität der Finanzierung der Pflegeversicherung durch diesen Schritt verbessert wird. Hierdurch wird naturgemäß auch das Geschäftsmodell der Betreiber von Pflegeeinrichtungen und Pflegediensten abgesichert und zumindest zu einem gewissen Grad der Unsicherheiten einer vollständigen Umlagenfinanzierung entzogen.

Daneben dürfte eine Umstellung des Systems jedoch auch dazu führen, dass die Anforderungen der Kunden an die erbrachten Dienstleistungen steigen, da diese verständlicherweise für "ihr Geld" noch höhere qualitative Ansprüche stellen werden. Von diesem Trend sollten gut im Markt aufgestellte Anbieter mit einer klaren Qualitätsstrategie wie die Marseille-Kliniken AG profitieren können.

Schätzungen für laufendes und kommendes Geschäftsjahr überarbeitet

Trotz der geschilderten Tendenzen im Gesundheitswesen muss sich die Marseille-Kliniken AG kurz- bis mittelfristig noch internen Herausforderungen in der Sparte Reha und bei der Auslastung stellen. Die langfristig angepeilte Ergebnissteigerung soll nach erneut wiederholten Aussagen von Vorstand Axel Hölzer neben der Erhöhung der Auslastungsquote auch über Kostensenkungen z.B. bei den Mieten und im Einkauf erreicht werden.

Bei der Auslastung strebt das Unternehmen nach wie vor einen Zielwert von 95 Prozent an, was als Vollauslastung gilt. Aktuell beträgt der Branchenschnitt laut Aussage von Marseille-Kliniken weniger als 87 Prozent.

Insofern orientieren wir uns bei unseren Schätzungen eher an den mittelfristigen Trends. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 (bis 30.6.) jetzt nur noch mit einer Umsatzsteigerung von 2,8 Prozent auf 242 (bisher 246) Mio. Euro. Angesichts des gesunkenen Ölpreises und einer allgemein stabilen Preisentwicklung erwarten wir eine deutliche Erhöhung des operativen Ergebnisses (unbereinigtes EBIT) auf 13,3 Mio. Euro, was unserer bisherigen Schätzung von 13,7 Mio. Euro nahezu entspricht.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei 7,6 (7,8) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie auf Basis der alten Aktienzahl von 12,15 Mio. Stück würde in diesem Szenario 0,62 (0,64) Euro betragen. Unsere Dividendenprognose belassen wir bei 0,25 Euro.

Für das kommende Geschäftsjahr 2010/11 haben wir ebenfalls unsere Prognosen gekürzt und rechnen jetzt mit einem Umsatz von 248,6 (257,0) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nun bei 10,6 (11,3) Mio. Euro. Der Gewinn je Aktie auf Basis der alten Aktienanzahl würde sich demnach auf 0,88 (0,93) Euro belaufen. Unsere Dividendenprognose belassen wir auch hier bei 0,25 Euro je Anteilsschein.

Bewertung

Wir bewerten die Marseille-Kliniken AG 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 und MATERNUS (alle D), Korian und Orpea (beide F), Care UK und Southern Cross Health Care (beide GB) sowie Brookdale Senior Living und Sunrise Senior Living (beide USA). Die Unternehmen Brookdale und Sunrise berücksichtigen wir wegen erwarteter Verluste im Geschäftsjahr 2010 momentan jedoch nicht in unserer Peer Group.

Das durchschnittliche 2010er-KGV dieser Peer Group von 14,3 (bisher 13,3 auf Basis 2009) zeigt das gegenüber unserer letzten Analyse mit dem allgemeinen Markttrend leicht gestiegenes Bewertungsniveau der Vergleichsaktien. Interessant ist auch der Vergleich mit dem Branchen-KGV „Gesundheitsdienstleistungen“, welches mit 14,3 exakt dem unserer Peer Group entspricht und somit die Aussagekraft unserer Berechnung belegt. Zu beachten ist jedoch, dass die genannten Firmen bzw. die in das Branchen-KGV einfließenden Unternehmen zum Teil andere Geschäftsmodelle verfolgen, und dass in anderen Ländern abweichende Rahmenbedingungen herrschen, was die Vergleichbarkeit erschwert.

Unter Berücksichtigung des von uns geschätzten Marseille-Gewinns von 0,62 (0,64) Euro je Aktie für 2009/10 erhalten wir ein erstes Zwischenergebnis von 8,91 (8,57) Euro als fairen Wert für die Marseille-Aktie.

Daneben stützen wir unsere Einschätzung weiterhin auf eine DCF-Bewertung. Aus unserem DCF-Modell (normalisierter Ausgangs-Cash Flow ~11 Mio. €, Abzinsungszinssatz 7,55%, ewiges Wachstum 0%) und einem – vor dem Hintergrund diverser externer Einflussfaktoren wie der staatlichen Regulierung des Gesundheitsmarktes bewusst recht hoch angesetzten – Betafaktor von 1,3 errechnen wir ein zweites Zwischenergebnis von 4,31 (6,96) Euro je Aktie. Diese deutlich niedrigere Zahl resultiert aus unseren aus Vorsichtsgründen erhöhten Ansätzen für die liquiditätswirksamen Modell-Parameter, was sich insbesondere in der Ewigkeitskomponente dieser Rechnung negativ bemerkbar macht.

Auf den Durchschnitt der beiden Zwischenergebnisse von 6,61 (7,77) Euro nehmen wir wegen der unseres Erachtens vor dem endgültigen Abschluss des Verkaufs nach wie vor bestehenden Restrisiken im Bereich Reha eine Korrektur von 10 Prozent vor, was einen modifizierten Durchschnittswert von 5,95 (7,38) Euro ergibt. Diesen Wert runden wir auf unser reduziertes Kursziel von 6,00 (7,40) Euro.

Diese sehr zurückhaltende Bewertung der Aktie der Marseille-Kliniken AG beinhaltet selbst auf Basis unseres zurückgenommenen Kurszieles noch immer ein Kurspotenzial von rund einem Viertel, so dass wir unsere Kaufempfehlung für Growth-Investoren erneuern. In Anbetracht der im letzten Jahr ausgefallenen Dividende hat diese jedoch eine spekulativere Komponente als in der Vergangenheit.

Fazit

Nach einem äußerst unbefriedigenden Geschäftsjahr 2008/09 (bis 30.6.), das für die Aktionäre zudem mit einer Streichung der Dividende verbunden war, hat die Marseille-Kliniken AG jetzt unseres Erachtens zufriedenstellende Halbjahreszahlen vorgelegt.

Nach wie vor bewegt sich das Unternehmen in einem interessanten, aber auch stark regulierten Markt. Zudem sind viele Mitbewerber nicht dem betriebswirtschaftlichen Postulat der Gewinnerzielung verpflichtet. Diese Rahmenbedingungen führen unverändert zu sehr vorsichtig angesetzten Risiko-

parametern in unseren Bewertungsmodellen. Angesichts der strikten Kostendisziplin der Marseille-Kliniken AG haben wir unsere diesen Bewertungsmodellen zugrunde liegenden Schätzungen jedoch nur leicht modifiziert.

Insgesamt wird die Marseille-Aktie aus den genannten Gründen derzeit auch von den Börsenteilnehmern zurückhaltend bewertet. Nichtsdestotrotz beinhaltet eine Kursnormalisierung in den Bereich unseres Kursziels von 6 Euro unseres Erachtens ein einträgliches Potenzial von rund einem Viertel, so dass wir unsere Kaufempfehlung erneuern. Wegen der im letzten Jahr ausgefallenen Dividende hat diese jedoch einen spekulativeren Charakter als in der Vergangenheit, so dass der Titel nach unserer Einschätzung derzeit eher ein Investment für Growth- als für Value-Investoren darstellt.

Gewinn- und Verlustrechnung

Marseille-Kliniken AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2007/08		2008/09		2009/10e		2010/11e		2011/12e	
Operativer Umsatz	228,1	87,5%	235,5	95,7%	242,0	97,2%	248,6	97,3%	254,8	97,3%
Veränderung zum Vorjahr			3,3%		2,8%		2,7%		2,5%	
Bestandsveränd. / Eigenl. / Sonst. Erträge	32,6	12,5%	10,5	4,3%	7,0	2,8%	7,0	2,7%	7,0	2,7%
Gesamtleistung	260,7	100,0%	246,0	100,0%	249,0	100,0%	255,6	100,0%	261,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,6%		1,2%		2,7%		2,4%	
Materialaufwand	30,1	11,5%	32,5	13,2%	29,4	11,8%	30,2	11,8%	30,9	11,8%
Veränderung zum Vorjahr			8,2%		-9,6%		2,7%		2,4%	
Personalaufwand	119,3	45,8%	124,4	50,6%	121,5	48,8%	121,7	47,6%	124,6	47,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,2%		-2,3%		0,1%		2,4%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	80,2	30,8%	84,3	34,3%	77,2	31,0%	78,7	30,8%	80,6	30,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-8,4%		2,0%		2,4%	
EBITDA	31,1	11,9%	4,8	2,0%	20,9	8,4%	25,0	9,8%	25,7	9,8%
Veränderung zum Vorjahr			-84,5%		335,8%		19,8%		2,4%	
Abschreibungen	8,8	3,4%	10,4	4,2%	7,6	3,1%	8,0	3,1%	8,0	3,1%
EBITDAR (nachrichtlich)	72,7	27,9%	51,8	21,1%	65,3	26,2%	71,0	27,8%	71,7	27,4%
<i>Mieten (aus Anhang bzw. Schätzungen)</i>	<i>41,6</i>	<i>16,0%</i>	<i>47,0</i>	<i>19,1%</i>	<i>44,4</i>	<i>17,8%</i>	<i>46,0</i>	<i>18,0%</i>	<i>46,0</i>	<i>17,6%</i>
EBIT	22,3	8,5%	-5,6	-2,3%	13,3	5,3%	17,0	6,7%	17,7	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			-125,2%		-337,8%		28,0%		3,6%	
Finanzergebnis	-5,5	-2,1%	-5,3	-2,2%	-4,0	-1,6%	-3,8	-1,5%	-3,8	-1,5%
Veränderung zum Vorjahr			3,6%		24,5%		5,0%		0,0%	
a.o. Ergebnis	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ergebnis vor Steuern	16,8	6,4%	-10,9	-4,4%	9,3	3,7%	13,2	5,2%	13,9	5,3%
Veränderung zum Vorjahr			-165,0%		-185,5%		42,2%		4,6%	
Steuern	3,5	1,3%	2,7	1,1%	2,0	0,8%	2,9	1,1%	3,0	1,2%
Steuerquote	20,9%		-24,8%		22,0%		22,0%		22,0%	
Jahresüberschuss	13,3	5,1%	-13,6	-5,5%	7,3	2,9%	10,3	4,0%	10,8	4,1%
Veränderung zum Vorjahr			-202,6%		-153,4%		42,2%		4,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	-0,5		-0,1		-0,3		-0,3		-0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	13,8	5,3%	-13,5	-5,5%	7,6	3,0%	10,6	4,2%	11,1	4,2%
Veränderung zum Vorjahr			-198,1%		-156,0%		40,5%		4,5%	
Aktienzahl in Mio. Stück vor / nach Split	12,15	24,30	12,15	24,30	12,15	24,30	12,15	24,30	12,15	24,30
Gewinn je Aktie vor und nach Split	1,13	0,56	-1,12	-0,56	0,62	0,31	0,88	0,44	0,91	0,46

Aktionärsstruktur

Familie Marseille	60%
Streubesitz	40%

Termine

10. Mai 2010	Neunmonatsbericht 2009/10 (01.07.2009 bis 31.03.2010)
Ende Oktober 2010	Geschäftsbericht 2009/2010
Mitte November 2010	1. Quartalsbericht des Geschäftsjahres 2010/11 (01.07. bis 30.09.2010)
Mitte Dezember 2010	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

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 „Kauf“ 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
27.05.2009	5,58 €	Kaufen	7,40 €
23.04.2008	11,00 €	Kaufen	16,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,8%	51,9%
Halten	36,7%	37,0%
Verkaufen	16,5%	11,1%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Marseille-Kliniken AG	1, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 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.