

Gesundheitsreport

Es ist alles noch viel schlimmer



... über die Perspektiven für Klinik- und Pflegeheimbetreiber

- ◆ Es ist alles noch viel schlimmer: Technischer Fortschritt nur bei den privaten Betreibern?
- ◆ Neues System im Entstehen: HELIOS steigt ins Versicherungsgeschäft ein und RHÖN macht mit
- ◆ Die Börse trocknet aus: Kaum noch Free Float bei börsennotierten Klinik-/Pflegeheimbetreibern

Gesundheitsreport

AUSGABE JULI 2013

Während viele kommunale und freigemeinnützige Betreiber angesichts weitgehend abgeschriebener Anlagen in Verbindung mit einer schwachen Ertragslage mit dem Rücken zur Wand stehen, ist ein neues Gesundheitssystem im Entstehen, in dem viele Anbieter nicht mehr gebraucht werden.

- **Es ist alles noch viel schlimmer:** Eine Untersuchung von ausgewählten kommunalen und freigemeinnützigen Betreibern im Vergleich zu den großen vier Privaten zeigt erhebliche Unterschiede in den gewählten Nutzungsdauern und im Alter der Sachanlagen. Es ist zu befürchten, dass der medizintechnische Fortschritt an vielen nicht-privaten Häusern vorbeigegangen ist.
- **Investitionsfinanzierung entscheidendes Thema:** Entscheidendes Thema der Zukunft wird die Investitionsfinanzierung. Es bleibt zu hoffen, dass die Politik endlich den engen Zusammenhang zwischen Investitionen und Erträgen (Bilanz und GuV) begreift.
- **Neues Gesundheitssystem im Entstehen:** Angesichts eines Formfehlers auf der Hauptversammlung vom RHÖN-KLINIKUM könnte es zu einer Neuauflage des Übernahmeangebots von HELIOS kommen. Der dann neu entstehende Riese würde den Wandel im Gesundheitssystem rasant vorantreiben, der nach dem Einstieg von HELIOS ins Versicherungsgeschäft (für Firmenkunden zusammen mit RHÖN als Kooperationspartner) auf jeden Fall kommen wird.
- **Die Börse trocknet aus:** Die Börse wird weiter austrocknen. Denn der Free Float ist nach dem geglückten Einstieg von Korian bei CURANUM weiter zurückgegangen und kann bei einem erneuten Übernahmeversuch von HELIOS an die RHÖN-KLINIKUM-Aktionäre, der nicht mehr scheitern wird, gegen null tendieren. Auf lange Sicht ist allerdings immer noch davon auszugehen, dass ihre Bedeutung zunehmen wird. Der Patient kann sich dann an seinem Krankenhaus beteiligen!

KAUFEN*

RHÖN-KLINIKUM

Eifelhöhen-Klinik

Marseille-Kliniken

HALTEN*

MediClin

CURANUM

Maternus-Kliniken

***Die „Qualität“ des Urteils ist von Unternehmen zu Unternehmen sehr unterschiedlich. Das Urteil lässt keine Schlüsse auf die Güte des Unternehmens zu. Die zugrunde liegenden Prognosen basieren auf verschiedenen Annahmen. Es empfiehlt sich, vor einem Engagement in die Aktie die Analysen genau zu studieren und die Empfehlung mit dem persönlichen Risikoprofil zu vergleichen.**

Kurse	Umsatz*	Mkt.-Kap.	P/E '13e	P/E '14e	PCF '13e	PCF '14e	Rend. '13e	PBW 13	EV/Umsatz	EV/Bett	EV/EBITDAR
28.6.2013	Mio. €	Mio. €	X	X	X	X	%	X	X	X	X
Curanum	295	108	41,8	17,7	6,5	5,4	0,0%	1,9	3,2	95,9	10,9
Eifelhöhen	40	11	15,9	8,0	4,5	3,2	1,9%	0,6	1,8	98,3	11,1
Marseille*	207	68	7,6	6,8	4,5	4,2	3,9%	1,4	2,7	82,1	9,6
Maternus	115	11	-2,7	-5,5	3,3	2,0	0,0%	-0,5	2,3	65,9	11,8
MediClin	517	200	130,7	71,6	10,0	9,3	0,0%	1,3	1,6	99,8	11,7
Rhön	3.025	2.449	22,6	19,3	9,3	8,5	1,7%	1,5	1,0	184,0	9,4

*2013e, Marseille-Kliniken 2013/14e; Quelle: HPS®

Inhalt

Teil I: Zusammenfassung, Unternehmensvergleich

Zusammenfassung	3
Es ist alles noch viel schlimmer.....	5
Ranking, Klinik-News In- und Ausland	9
Kursentwicklung und -perspektiven	148
Änderung Prognose/Anlageempfehlung/Kursziel	151
Unternehmens-/Bewertungsvergleich.....	153

Teil II: Einzelstudien **letzter Kurs (XETRA/Parkett): 28. Juni 2013**

RHÖN-KLINIKUM: Kaufen – Bald geht's deutlich aufwärts	170
MediClin: Halten – Uninteressante Aktie	184
Eifelhöhen-Klinik: Kaufen – Unverändert positive Perspektiven	198
Marseille-Kliniken: Kaufen – Alles wie geplant	212
CURANUM: Halten – Schoen als Zünglein an der Waage.....	226
Maternus-Kliniken: Halten – Die letzte Chance	238

Teil III: Marktszenario

Gesundheitsmarkt im Umbruch	250
Akut: Konzentrations-/Privatisierungswelle.....	265
Reha: Wachstum, Auslese und Integration.....	272
Ambulanter Sektor Medizin: Integration Akut.....	281
Altenpflege: Integration und Konzentration	286

Glossar

Fachausdrücke Krankenhäuser	294
Fachausdrücke Finanzen.....	296
Allgemeine Abkürzungen.....	297
Abkürzungen Bundesländer.....	297
Abkürzungen Nationen	297

Zusammenfassung

Es ist alles noch viel schlimmer

Ein Vergleich ausgewählter kommunaler und freigemeinnütziger Betreiber mit den vier großen privaten Anbietern zeigt eindeutig, dass die Erstgenannten bei der Abschreibung ihres Anlagevermögens deutlich längere Nutzungsdauern gewählt haben und das Anlagevermögen zudem bereits wesentlich länger in Gebrauch (=abgeschrieben) ist. Die Erhebung wurde aus den Daten der veröffentlichten Jahresabschlüsse entnommen und stärkt die Vermutung, dass der medizintechnische Fortschritt an den nicht-privaten Betreibern vorbeigegangen ist. Unter der Prämisse, dass die privaten Betreiber nicht überinvestiert sind, lässt sich ein Investitionsstau im kommunalen und freigemeinnützigen Bereich von knapp 40 Mrd. € errechnen, mit dem Schwerpunkt auf Betriebs- und Geschäftsausstattung. Die Investitionsfinanzierung wird damit über Sein oder Nichtsein entscheiden, wobei zu befürchten ist, dass für viele Betreiber angesichts fehlender Erträge der Vorhang fallen wird. In Bezug auf die Gesundheitspolitik und die neu zu wählende Bundesregierung bleibt zu hoffen, dass die Staatsmänner und -frauen endlich erkannt haben, dass es zwischen Investitionen, die sich in der Bilanz widerspiegeln, und den Erträgen, ersichtlich aus der GuV, einen engen Zusammenhang gibt.

Ranking umfasst ...
... 71 Krankenhäuser
... 13 Rehas
... 47 Pflegeheime
... 32 % des Krankenhausmarktes
... 28 % des Reha-Marktes
... 14 % des Pflegemarktes

50 Kurzanalysen

Neben dem Hauptteil enthält Teil I des Gesundheitsreports ein (getrennt nach den jeweiligen Bereichen durchgeführtes) Ranking betriebswirtschaftlicher Kennzahlen von 131 Kliniken und Pflegeheimen aus dem In- und Ausland – die Inländer repräsentieren dabei im Bereich Krankenhäuser 32 % des Marktes, im Bereich Reha 28 % und im Segment Pflege 14 % – sowie 40 Kurzanalysen von nicht-börsennotierten Unternehmen der stationären Gesundheitsversorgung im Inland und 10 börsennotierten Unternehmen im Ausland.

Klinik-/Pflegeheimaktien: Der Markt trocknet aus

Free Float sinkt nach ...
... Übernahme CURANUM

Free Float sinkt gegen null ...
... bei Übernahme von RHÖN

Auf den Aktienmärkten ist zu beobachten, dass der Free Float bei den börsennotierten Klinik- und Pflegeheimaktien nach der Übernahme von CURANUM durch Korian weiter abgenommen hat. Falls die derzeit laufenden Klagen gegen die Beschlüsse der RHÖN-Hauptversammlung auf eine Aufhebung der 10%-Sperrminoritätsklausel in Leere laufen, ist zu befürchten, dass Fresenius einen erneuten Übernahmeversuch starten wird. Dieser wird dann sicherlich zum Erfolg führen, so dass der börsennotierte Klinik- und Pflegeheimmarkt gänzlich uninteressant geworden ist.

*Steigender M&A-Markt wegen ...
 ... steigender Haushaltsproblemen
 ... erhöhten Margendrucks*

Die Anlageurteile der börsennotierten Unternehmen sind wie in der Vergangenheit vor dem Hintergrund der maroden Konkurrenz und der Erwartung zu sehen, dass angesichts der (trotz konjunkturbedingt wieder sprudelnder Steuerquellen) unverändert steigenden Schulden der öffentlichen Hand und des (nach der GKV-Reform) erhöhten Margendrucks ein **deutlich steigender Konzentrations- (und Privatisierungs-)trend nicht eine Frage des Ob, sondern des Wann** ist.

Wie immer ist darauf hinzuweisen, dass die Urteile und Kursziele subjektiv sind und die Analysen potenziellen Anlegern die persönliche Entscheidung nicht abnehmen können.

Die Anlageurteile haben sich ggü. dem Report 1/13 bei keinem Unternehmen geändert. Die Analysen bzw. Urteile und die Themen der Analysen sind in der folgenden Übersicht dargestellt:

RHÖN „Kaufen“

RHÖN-KLINIKUM: Anlageurteil unverändert „Kaufen“. Titel: „Bald geht's deutlich aufwärts“: Basisbedingt und aufgrund des angestoßenen Programms "ImPULS" werden die Erträge bereits ab Q2 spürbar steigen.

MediClin „Halten“

MediClin: Anlageurteil unverändert „Halten“. Titel: „Uninteressante Aktie“: Angesichts des geringen Free Floats nach dem Einstieg durch Asklepios ist die Aktie uninteressant geworden.

Eifelhöhen „Kaufen“

Eifelhöhen-Klinik: Anlageurteil unverändert „Kaufen“. Titel: „Unverändert positive Perspektiven“: Aufgrund der Eröffnung einer neuen Klinik 2014 sind die Perspektiven trotz hoher Vorlaufkosten unverändert gut.

Marseille „Kaufen“

Marseille-Kliniken: Anlageurteil unverändert „Kaufen“. Titel: „Auf gutem Wege, auch 2013/14 ff“: In Q3 kam Sand ins Getriebe, der nur durch eine (externe) Expansion 2013/14 ff entfernt werden kann.

CURANUM „Halten“

CURANUM: Urteil unverändert "Halten". Titel: „Schoen als Zünglein an der Waage“: Mit dem Erwerb eines Aktienpakets hat Schoen die Entscheidungsfreiheit Korians über CURANUM eingeengt.

Maternus „Halten“

Maternus-Kliniken: Anlageurteil unverändert „Halten“. Titel: „Die letzte Chance“: Gelingt es nicht, die Sparte Reha 2013 nachhaltig zu sanieren/zu verkaufen, werden die Lichter ausgehen..

Gesundheitsmarkt im Umbruch

Szenario ist unverändert

Das in Teil III beschriebene Marktszenario eines tief greifenden Wandels im Gesundheitsmarkt, der ohne privates (Eigen-) Kapital nicht zu retten ist, hat sich seit der erstmaligen Veröffentlichung des Reports 1/98 kaum verändert. Dies gilt unabhängig von der Farbe der im Herbst 2013 neu zu wählenden Bundesregierung. Denn angesichts der finanziellen (Euro-) Probleme und demographischer sowie soziokultureller Veränderungen sind die Weichen bereits gestellt. Nach dem Einstieg von HELIOS ins Versicherungsgeschäft (zunächst fokussiert auf Firmenkunden), dem sich RHÖN-KLINIKUM anschließen wird, kann sich die Geschwindigkeit des Wandels massiv beschleunigen.

*HELIOS-Versicherungsmodell ...
 ... mit Partner RHÖN
 ... beschleunigt Marktumbruch*

Ranking, Klinik-News In- und Ausland

Ranking Finanzen

Große Bedeutung

Der Gesundheitsreport hat seit jeher sein Hauptaugenmerk auf die Analyse und Bewertung der börsennotierten Betreiber von Kliniken und Pflegeheimen gelegt. Eine wesentliche Rolle spielt dabei der Benchmark-Vergleich. Er gibt wichtige Hinweise darauf, ob ein Unternehmen im Vergleich zur Branche gut oder schlecht aufgestellt ist und welche Maßnahmen ergriffen werden müssen, um seine Lage zu verbessern. Aufgrund der erreichten Anzahl der Unternehmen sind sie aus Gründen der Übersichtlichkeit tabellarisch und in einer Rangfolge dargestellt: Der Benchmark-Vergleich wird dadurch zum Ranking.

Benchmark-Vergleich wird zum Ranking

Einzelanalyse unabdingbar

Folgende Anmerkungen müssen dabei beachtet werden:

1. **Die deutschen Unternehmen bilanzieren zum Teil nach IFRS.** Vor allem aufgrund der Verrechnung von Fördermitteln zeigen sich bei ihnen erhebliche Verschiebungen ggü. HGB-Bilanzierern.
2. **Generell gilt: „Hohes Wachstum = abnehmende Rentabilität“ und „geringes Wachstum = geringes Ertragspotenzial“.**
3. **Die inländischen sind (noch) kaum mit den ausländischen Anbietern vergleichbar**, unter anderem aufgrund von Unterschieden in der Kostenträgerstruktur (Ausland in erster Linie Privatzahler, Inland in erster Linie Sozialversicherungen). Die Preise im Ausland liegen daher in der Regel um ein Vielfaches über dem in Deutschland üblichen Niveau. Allerdings ist die potenzielle Klientel in Deutschland auch deutlich größer als im Ausland.
4. **Die Transparenz des veröffentlichten Datenmaterials ist heterogen.**
5. **Die Beurteilung einer Klinik bzw. eines Pflegeheimes anhand einzelner Kennzahlen kann/wird zu falschen Ergebnissen führen.**

Im Vergleich zu Report 1/13 4 neue Unternehmen

- proDiako
- Celenus
- Johannesbad
- KATHARINENHOF

Im Vergleich zum Report 1/13 hat sich die Benchmark im Bereich Kliniken bzw. Pflege um 3 bzw. 1 Unternehmen erweitert. Sie umfasst

- **84 Kliniken**, davon 13 Rehas und 7 Ausländer
- **47 Pflegeheime**, davon 2 Wohnstifte und 6 Ausländer.

Die Zahlen der nicht börsennotierten deutschen Unternehmen sind im Wesentlichen dem elektronischen Handelsregister entnommen. Mit einigen wenigen Ausnahmen sind es Konzernzahlen. Eine Übersicht der gerankten Kliniken bzw. Pflegeheime zeigen die beiden nachfolgende Tabellen; sie repräsentieren ca. **11,3 % des deutschen Gesundheitsmarktes von 294 Mrd. € (Jahr 2011)**. Im Report 1/13 waren es 13,0 %.

Krankenhäuser

Unternehmen	Kurz	Träger	(Mio. €)	Abschluss	von	Zahlen	Umsatzanteil		
							Aktu	Reha	Sonst
1 Agaplesion	Agaplesion	freigem.	520	Konzern	2011	HGB	81%	0%	17%
2 Alexianer	Alexianer	freigem.	527	Konzern	2011	HGB	75%	0%	10%
3 Alfried Krupp von Bohlen und Halbach Krankenhaus	Krupp	freigem.	155	Konzern	2011	HGB	86%	2%	0%
4 Apollo (Indien)	Apollo	privat	486	Konzern	2011	IND.	77%	0%	0%
5 Asklepios Kliniken	Asklepios	privat	2.980	Konzern	2012	IFRS	83%	13%	0%
6 ATEGRIS	ATEGRIS	freigem.	150	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
7 Barmherzige Brüder	Barm. Brüder	freigem.	437	Konzern	2011	HGB	80%	1%	19%
8 Caritas Trägergesellschaft Saarbrücken	cts	freigem.	203	Konzern	2011	HGB	70%	5%	12%
9 Caritas-Trägergesellschaft West	CTW	freigem.	161	Konzern	2011	HGB	93%	0%	6%
10 Carl-Thiem-Klinikum	Carl-Thiem	komm.	161	gGmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
11 Damp Gruppe	Damp	privat	487	Konzern	2010	HGB	73%	20%	0%
12 Deutsche Malteser	Malteser	freigem.	372	Konzern	2011	HGB	81%	0%	19%
13 Diakonische Dienste Hannover	DDH	freigem.	265	Konzern	2011	HGB	81%	0%	6%
14 DRK Trägergesellschaft Süd-West	DRK Süd-West	freigem.	222	Konzern	2011	HGB	99%	0%	0%
15 edia.con	edia.con	freigem.	129	Konzern	2011	HGB	92%	0%	4%
16 Evangel. u. Johanniter Klinikum Niederrhein	EJK	freigem.	212	GmbH	2011	HGB	98%	0%	2%
17 Evangelisches Krankenhaus Bielefeld	EK Bielefeld	freigem.	208	gGmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
18 Gemeinn. G'ft d. Franziskanerinnen zu Olpe	GFO	freigem.	386	Konzern	2011	HGB	81%	0%	11%
19 Generale de Sante (Frankreich)	GDS	privat	1.929	Konzern	2011	IFRS	100%	0%	0%
20 Gesundheit Nord	G'heit Nord	komm.	492	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
21 Gesundheit Nordhessen	Nordhessen	komm.	307	Konzern	2011	HGB	95%	2%	4%
22 HCA (USA)	HCA	privat	28.245	Konzern	2011	USA	100%	0%	0%
23 HELIOS Kliniken	Helios	privat	3.206	Konzern	2012	IFRS	89%	8%	0%
24 HMA (USA)	HMA	privat	5.185	Konzern	2011	USA	100%	0%	0%
25 Hochtaunus-Kliniken	Hochtaunus	komm.	69	GmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
26 Hospitalvereinigung St. Marien	HSM	freigem.	270	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
27 HSK Rhein Main	HSK	komm.	199	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
28 Johanniter	Johanniter	freigem.	620	Konzern	2011	HGB	56%	0%	43%
29 KBO Kliniken des Bezirks Oberbayern	Oberbayern	komm.	292	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
30 Kliniken der Stadt Köln	Köln	komm.	279	gGmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
31 Kliniken des Main-Taunus-Kreises	MTK	komm.	94	Konzern	2011	HGB	97%	0%	3%
32 Kliniken Südostbayern	Südostbayern	komm.	192	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
33 Klinikum Chemnitz	Chemnitz	komm.	309	Konzern	2011	HGB	85%	0%	10%
34 Klinikum Darmstadt	Darmstadt	komm.	145	Konzern	2011	HGB	95%	0%	5%
35 Klinikum Dortmund	Dortmund	komm.	261	gGmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
36 Klinikum Frankfurt Höchst	Höchst	komm.	149	GmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
37 Klinikum Hanau	Hanau	komm.	103	GmbH	2010	HGB	100%	0%	0%
38 Klinikum Offenbach	Offenbach	komm.	147	Konzern	2011	HGB	96%	0%	3%
39 Klinikum Saarbrücken	Saarbrücken	komm.	106	Konzern	2011	HGB	98%	0%	2%
40 Klinikum St. Georg	St. Georg	komm.	185	Konzern	2011	HGB	97%	1%	0%
41 Klinikverbund Südwest	Südwest	komm.	250	Konzern	2011	HGB	97%	0%	0%
42 Klinikverbund Westmünsterland	KVW	freigem.	176	Konzern	2011	HGB	94%	0%	6%
43 KMG Kliniken	KMG	privat	153	Konzern	2009	HGB	71%	15%	0%
44 KRH Klinikum Region Hannover	Hannover	komm.	473	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
45 Maria Hilf Kranken- und Pflegegesellschaft	Maria Hilf	freigem.	258	Konzern	2011	HGB	67%	0%	26%
46 Marienhaus Kranken- und Pflegegesellschaft	Marienhaus	freigem.	446	GmbH	2011	HGB	86%	2%	10%
47 MediClin	MediClin	privat	510	Konzern	2012	IFRS	39%	57%	3%
48 MEDI-CLINIC (Südafrika)	Medi-Clinic	privat	1.909	Konzern	2011	SA	100%	0%	0%
49 Niels-Stensen-Kliniken	Niels-Stensen	freigem.	241	Konzern	2011	HGB	93%	0%	1%
50 Paracelsus Kliniken	Paracelsus	privat	331	Konzern	2011	HGB	79%	21%	0%
51 Paul Gerhardt Diakonie	PGD	freigem.	306	Konzern	2012	HGB	92%	0%	6%
52 Pro Homine	Pro Homine	freigem.	132	Konzern	2011	HGB	77%	2%	21%
53 proDiako	proDiako	freigem.	272	Konzern	2011	HGB	93%	1%	2%
54 Ramsay Health Care (Australien)	Ramsay	privat	2.752	Konzern	2011	AUS	100%	0%	0%
55 regioMed-Kliniken	regioMed	komm.	235	Konzern	2011	HGB	95%	0%	5%
56 Region. Gesundheitsholding Heilbronn-Franken	Heilbronn-F.	komm.	326	Konzern	2011	HGB	90%	0%	3%
57 Regionale Klinik Holding RKH	RKH	komm.	368	Konzern	2009	HGB	100%	0%	0%
58 RHÖN-KLINIKUM	Rhön	privat	2.865	Konzern	2012	IFRS	96%	2%	0%
59 Robert-Bosch-Krankenhaus	RBK	komm.	181	GmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
60 Saarland-Heilstätten	Saarland	komm.	269	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
61 Sana Kliniken	Sana	privat	1.629	Konzern	2012	IFRS	86%	0%	3%
62 Schwarzwald-Baar Klinikum	SBK-VS	komm.	179	GmbH	2011	HGB	87%	0%	0%
63 SRH Kliniken	SRH	privat	402	Konzern	2011	HGB	97%	3%	0%
64 St. Augustinus	Augustinus	freigem.	227	Konzern	2011	HGB	79%	0%	9%
65 St. Vincenz Gruppe Ruhr	Vincenz Ruhr	freigem.	183	GmbH	2011	HGB	94%	0%	1%
66 Städtische Klinikum München	München	komm.	577	GmbH	2011	HGB	100%	0%	0%
67 Städtisches Klinikum Braunschweig	Braunschweig	komm.	252	Konzern	2011	HGB	100%	0%	0%
68 Städtisches Klinikum Karlsruhe	Karlsruhe	komm.	260	Konzern	2011	HGB	99%	0%	0%
69 Tenet (USA)	Tenet	privat	7.605	Konzern	2011	USA	100%	0%	0%
70 Vivantes Netzwerk für Gesundheit	Vivantes	komm.	902	Konzern	2012	HGB	94%	0%	6%
71 Westpfalz-Klinikum	Westpfalz	komm.	234	Konzern	2011	HGB	98%	0%	2%

Die grau markierten Unternehmen sind ausländische börsennotierte Krankenhausbetreiber; ihr Umsatz ist mit dem Stichtagskurs 30.6.2013 in Euro umgerechnet; Quelle: HPS®

63 deutsche Krankenhäuser =
32 % des deutschen Marktes

Der Umsatz aller 71 (Gesundheitsreport 1/13: 70) Unternehmen beläuft sich auf rd. 75,7 (1/13: 70,0) Mrd. €. Die 64 (1/13: 63) deutschen Krankenhausunternehmen, die in der Summe mit rd. 24,4 (1/13: rd. 23,1) Mrd. € ca. 87 (1/13: 94) % des HCA-Umsatzes erwirtschaften, repräsentieren rd. **32 (1/13: 31) % des deutschen Krankenhausmarktes**. Kategorisiert nach Betreiberschaft repräsentieren

- 9 (1/13: 9) private Betreiber 45 (1/13: 44) % des Umsatzes
- 30 (1/13: 30) kommunale Betreiber 29 (1/13: 30) % des Umsatzes
- 25 (1/13: 24) freigemeinn. Betreiber 26 (1/13: 26) % des Umsatzes.

Reha-Kliniken

Unternehmen	Kurz	Träger	Umsatz (Mio. €)	Abschluss	von	Zahlen	Umsatzanteil	
							Reha	Sonst.
1 AHG Allgemeine Hospitalgesellschaft	AHG	privat	202	Konzern	2011	HGB	100%	0%
2 Celenus	CEL	privat	71	Konzern	2011	HGB	100%	0%
3 Dr. Becker Kliniken	Becker	privat	101	Konzern	2011	HGB	87%	13%
4 Eifelhöhen-Klinik	Eifelhöhen	privat	39	Konzern	2012	IFRS	100%	0%
5 Johannesbad	Jobad	privat	82	Konzern	2011	HGB	87%	13%
6 Kliniken Schmieder	Schmieder	privat	96	Konzern	2011	HGB	100%	0%
7 MEDIAN Kliniken	MEDIAN	privat	128	GmbH	2011	HGB	100%	0%
8 Medical Park	Medical Park	privat	134	Konzern	2010	HGB	100%	0%
9 MediClin	MediClin	privat	510	Konzern	2012	IFRS	57%	43%
10 Michels Kliniken	Michels	privat	20	Konzern	2011	HGB	82%	18%
11 RHM Kliniken	RHM	privat	72	Konzern	2011	HGB	81%	19%
12 Ruland Kliniken	Ruland	privat	30	Konzern	2011	HGB	100%	0%
13 Wittgensteiner Kliniken	WKA	privat	204	GmbH	2010	HGB	100%	0%

Quelle: HPS[®]

13 Kliniken repräsentieren ...
... 17,1 % des Reha-Marktes

Der Reha-Umsatz der 13 (Report 1/13: 11) Unternehmen beläuft sich auf rd. 1.689 (1/13: 1.262) Mio. € bzw. rd. 17,1 (1/13: 15,5) % des deutschen Reha-Marktes. Inkl. des Reha-Anteils der erfassten Krankenhäuser sind es 2,4 (1/13: 2,0) Mrd. € oder **28,3 (Report 1/13: 23,9) % des deutschen Reha-Marktes**. Sie befinden sich allesamt in privater Trägerschaft und das Gros von ihnen ist familiengeführt.

Gesundheitsreport umfasst ...
... 28,3 % des Reha-Marktes

Wohnen im Alter/Pflege

41 deutsche Betreiber =
... 11 % des deutschen Marktes

Der Umsatz aller 47 (Gesundheitsreport 1/13: 46) Unternehmen beläuft sich auf rd. 11,1 (1/13: 10,4) Mrd. €. Die 41 (1/13: 40) deutschen Betreiber (rd. 3,5 (1/13: 3,3) Mrd. € Umsatz) repräsentieren rd. 10,7 (1/13: 10,3) % des deutschen Pflegemarktes. Inkl. des Pflege-Anteils der erfassten Kliniken sind es 4,6 (1/13: 4,2) Mrd. € oder **13,9 (1/13: 13,2) % des deutschen Pflege-Marktes**. Kategorisiert nach Betreiberschaft repräsentieren

Gesundheitsreport umfasst ...
... 14 % des Pflege-Marktes

- 25 (1/13: 24) private Betreiber 64 (1/13: 68) % des Umsatzes
- 8 (1/13: 8) kommunale Betreiber 9 (1/13: 9) % des Umsatzes
- 8 (1/13: 8) freigemeinnützige Betreiber 21 (27) % des Umsatzes.

Unternehmen	Kurz	Träger	Umsatz (Mio. €)	Abschluss	von	Zahlen	Umsatzanteil	
							Pflege	Sonst.
1 Alpenland	Alpenland	privat	60	Konzern	2011	HGB	76%	24%
2 Augustinum*	Augustinum	freigem.	309	Konzern	2011	HGB	76%	24%
3 Azurit Rohr	Azurit	privat	84	GmbH	2011	HGB	100%	0%
4 Brookdale Senior Living	Brookdale	privat	2.127	Konzern	2012	USGAAP	100%	0%
5 C.A.R.E. Europe	C.A.R.E.	privat	52	Konzern	2011	HGB	100%	0%
6 Care UK	Care UK	privat	479	Konzern	2009	IFRS	61%	39%
7 Caritas-Betriebsführ.- u. Trägergesellschaft	CBT Köln	freigem.	73	GmbH	2011	HGB	92%	8%
8 Casa Reha Holding	Casa Reha	privat	206	Konzern	2011	HGB	100%	0%
9 Cellitinnen	Cellitinnen	freigem.	43	GmbH	2011	HGB	100%	0%
10 Compassio	Compassio	privat	59	GmbH & Co.	2011	HGB	100%	0%
11 CURA Kurkliniken Sen.wohn- u. Pflegeh.	Cura	privat	212	Konzern	2.011	HGB	80%	0
12 CURANUM	Curanum	privat	289	Konzern	2012	IFRS	100%	0%
13 DANA Senioreneinrichtungen	Dana	privat	38	GmbH	2011	HGB	100%	0%
14 DOMICIL Senioren-Residenzen	Domicil	privat	79	Konzern	2011	HGB	100%	0%
15 DSG	DSG	privat	40	GmbH&Co.	2011	HGB	100%	0%
16 Ev. Altenhilfe Duisburg	Duisburg	freigem.	29	GmbH	2011	HGB	100%	0%
17 Evangelische Heimstiftung	EHS	freigem.	254	Konzern	2011	HGB	94%	6%
18 Johanniter Seniorenhäuser	Johanniter	freigem.	131	GmbH	2.011	HGB	100%	0
19 K&S - Dr. Krantz Sozialbau u. Betreuung	K&S	privat	98	Konzern	2011	HGB	83%	17%
20 KATHARINENHOF	KATHOF	privat	31	Konzern	2011	HGB	100%	0%
21 Kleeblatt Pflegeheime	Kleeblatt	komm.	27	Konzern	2011	HGB	100%	0%
22 Korian	Korian	privat	1.108	Konzern	2012	HGB	62%	38%
23 KWA Kuratorium Wohnen im Alter*	KWA	privat	105	Konzern	2011	HGB	100%	0%
24 Marseille-Kliniken	Marseille	privat	195	Konzern	2012	IFRS	100%	0%
25 Maternus-Kliniken	Maternus	privat	114	Konzern	2012	IFRS	75%	25%
26 Mission Leben	ML	freigem.	53	Konzern	2011	HGB	75%	25%
27 MÜNCHENSTIFT	Münchenstift	komm.	94	gGmbH	2011	HGB	100%	0%
28 ORPEA	Orpea	privat	1.429	Konzern	2012	HGB	100%	0%
29 PFLEGEN & WOHNEN HAMBURG	P&W	privat	90	Konzern	2011	HGB	100%	0%
30 Phönix	Phönix	privat	133	Konzern	2011	HGB	100%	0%
31 PROCON	PROCON	privat	55	Konzern	2011	HGB	100%	0%
32 ProCurand Immobilien	ProCurand	privat	68	Konzern	2011	HGB	100%	0%
33 ProSENIS	ProSenis	privat	32	gGmbH	2011	HGB	100%	0%
34 proSenium	proSenium	privat	25	Konzern	2011	HGB	100%	0%
35 SBK Soziale-Betriebe-Köln	SBK	komm.	78	GmbH	2011	HGB	77%	23%
36 Senator	Senator	privat	117	Konzern	2011	HGB	100%	0%
37 SenVital	SenVital	privat	22	Konzern	2.011	HGB	52%	0
38 Silver Care Holding	Silver Care	privat	95	Konzern	2011	HGB	100%	0%
39 Southern Cross Healthcare	Southern Cr.	privat	1.121	Konzern	2010	HGB	100%	0%
40 Sozial-Holding der Stadt Mönchengladbach	SHM	komm.	28	Konzern	2.011	HGB	91%	0
41 Sozialservice-Gesellschaft d. BRK	BRK	freigem.	119	GmbH	2011	HGB	100%	0%
42 Städt. Seniorenheime Dortmund	Dortmund	komm.	36	gGmbH	2.011	HGB	100%	0
43 Städtische Altenpflegeheime Leipzig	SAH Leipzig	komm.	32	gGmbH	2011	HGB	100%	0%
44 Sunrise Senior Living	Sunrise	privat	1.008	Konzern	2011	USGAAP	100%	0%
45 Vitanas	Vitanas	privat	159	KGaA	2011	HGB	91%	9%
46 Vivantes - Forum für Senioren	VIV	komm.	48	GmbH	2011	HGB	100%	0%
47 Wohnen und Pflegen Magdeburg	W+P Magdeb.	komm.	17	gGmbH	2011	HGB	100%	0%

*Wohnstifte. Die grau markierten Unternehmen sind ausländische börsennotierte Krankenhausbetreiber (Nr. 6, 39 und 44 sind von der Börse genommen seit 4/10, 11/11 bzw. 1/13); ihr Umsatz ist mit dem Stichtagskurs 30.6.2013 in Euro umgerechnet; Quelle: HPS®

Ausgesuchte Kennzahlen

Die wesentlichen Kennzahlen, nach denen die GuV bzw. die Bilanz der Unternehmen untersucht wurde, sind die

1. Größe und das Wachstum
2. Umsatzrentabilität
3. Material- und Personalintensität
4. Gesamtkapitalrentabilität (RoA = EBIT/Assets)
5. Fördermittelquote und Investkosten

Der Gesundheitsreport muss sich dabei auf die wesentlichsten Kennzahlen beschränken. Für Abonnenten werden 2013 weitere, in regelmäßigen Abständen aktualisierter Kennzahlen sowie Kurzanalysen der Unternehmen unter www.hpsresearch.de zur Verfügung stehen.

Generelles Urteil

Das generelle Urteil der Übersicht lautet: Grundsätzlich müssen sich bei den betrachteten (vor allem kommunalen) Unternehmen mehr oder weniger deutliche operative Verbesserungen einstellen, damit diese ihre Zukunft (ohne Fördermittel) erfolgreich bestreiten können, da

Kritische Größe wächst

1. die meisten der nicht börsennotierten Unternehmen kaum Wachstum zeigen. Internes und externes Wachstum ist in einem Markt, der durch zunehmenden Kosten- und Leistungsdruck gekennzeichnet ist, überlebenswichtig. Das interne Wachstum (durch Preis- und Mengensteigerungen) sollte in jedem Jahr die Kostensteigerung von geschätzt 2 – 3 % mindestens kompensieren. Externes Wachstum ist ein Muss, um zum einen eine gewisse Mindestgröße zur Kompensation des generellen Marktrisikos zu erreichen. Zum anderen ermöglicht es die Realisierung von Synergiepotenzialen mit den bestehenden Einrichtungen beispielsweise in den Bereichen Einkauf, Marketing, Verwaltung ... Das kritische Umsatzvolumen wird und muss daher in Zukunft kontinuierlich steigen und der **Konzentrationszwang ist unausweichlich.**

Finanzkraft zu schwach

2. das Gros der Unternehmen zu finanz- und ertragschwach ist. Dies ist unter anderem auf Punkt 1 zurückzuführen. Unter Berücksichtigung der Parameter bei Kliniken/Pflegeheimen 1. Kapitalumschlag 1,0 -1,5/2,5 -3,0, 2. Zinssatz 5 % und 3. Abschreibungsdauer 25/40 Jahre lässt sich eine **Soll-EBITDAR/S-Rendite von mindestens 10/23 %** errechnen. EBITDAR/S ist dabei das EBITDA vor Pacht Aufwand/Ertrag aus der Auflösung von Sonderposten. Mit dieser Kennzahl wird die operative Ertragskraft der Kliniken und Pflegeheime gemessen, die zum Teil auf gemietetem Grund arbeiten bzw. von der öffentlichen Hand gefördert sind. Werden die Werte nicht erreicht, erwirtschaftet die Klinik bzw. das Pflegeheim bei privater Finanzierung einen Verlust. Das Ranking zeigt, dass kaum ein Unternehmen diese kritische Größe übertrifft. Um bewertungstechnische Faktoren vor allem bei familiengeführten Reha-Betreibern zu eliminieren, wird die Finanz- und Ertragskraft zusätzlich durch die Cashflow-Rentabilität gemessen, die über 10 % vom Umsatz betragen sollte.

Private Finanzierung schwer

3. eine private Finanzierung schwer wird. Diese Aussage lässt sich aus den unter Punkt 2 genannten Gründen ableiten und wird durch das Soll-Mindest-RoA von 6,5 % bestätigt. Verzinst sich das Vermögen zu unter 6,5 %, wird es schwer, private Financiers zu finden. Beim Gros der untersuchten Unternehmen liegt das RoA unter diesem Mindestwert. Derzeit profitiert das Gros des Marktes aufgrund öffentlicher Fördermittel von niedrigen Kapitalkosten. Die Zinsdeckung ist aufgrund eines positiven Zinssaldos meist negativ, so dass die betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise im öffentlichen Sektor nicht von Relevanz ist. Steigen die Kapitalkosten allerdings an, sind die Probleme vorprogrammiert (siehe Klinikum Offenbach).

Klinik-News In- und Ausland

Im Kapitel „Klinik-News In- und Ausland“ werden ausgewählte Klinik- und Pflegeheimbetreiber vorgestellt, die für die Analyse und Bewertung der Unternehmen in Teil II des Reports von Relevanz sind. Im Vergleich zum Report 1/13 (39 inländische, 11 ausländische Unternehmen) hat sich die Liste um einen Inländer erweitert bzw. Sunrise verkürzt. Sehr viele Unternehmen können aus Platzgründen nicht im Gesundheitsreport erscheinen. Diese sowie laufende Aktualisierungen werden den Abonnenten des Gesundheitsreports 2013 unter www.hpsresearch.de zur Verfügung gestellt. Im vorliegenden Report sind Analysen von 40 inländischen Unternehmen

40 Inländer, ...
 ... 17 Krankenhäuser
 ... 9 Reha-Betreiber
 ... 14 Pflegeheimbetreiber

Krankenhaus:

Agaplesion
 Asklepios
 Diakonische Dienste Hannover
 Gesundheit Nordhessen
 Helios Kliniken
 HSK
 Johanniter
 Klinikum Darmstadt
 Klinikum Frankfurt Höchst
 Klinikum Region Hannover
 Marienhaus
 Paul Gerhardt Diakonie
 Sana
 St. Augustinus Kliniken
 St. Vincenz Gruppe Ruhr
 Städtisches Klinikum München
 Vivantes

Kliniken Schmieder
 MEDIAN Kliniken
 Michels Kliniken
 RHM
 Ruland Kliniken
 WKA

Pflege:

Alloheim
 AZURIT Rohr
 C.A.R.E. Europe
 Casa Reha
 CURA
 EHS
 KATHARINENHOF
 ProCurand
 Seniorenhaus der Cellitinnen
 Seniorenwohnen BRK
 SenVital
 SHM
 Silver Care
 Wohnen & Pflege Magdeburg

Reha:

Celenus
 Dr. Becker Klinikgruppe
 Johannesbad

und 10 ausländischen (börsennotierten) Unternehmen enthalten:

10 Ausländer, ...
 ... 7 Klinikketten
 ... 3 Pflegeheimketten

Krankenhaus:

Apollo, Indien
 GDS, Frankreich
 HCA, USA
 HMA, USA
 Medi-Clinic, Südafrika
 Ramsay, Australien

Tenet, USA

Pflege:

Brookdale, USA
 Korian, Frankreich
 Orpea, Frankreich

Der Aufbau der einzelnen Beiträge ist dabei identisch und umfasst:

Aufbau

- **Porträt:** Das Unternehmen wird kurz porträtiert.
- **News:** Das jeweilige Ereignis wird dargestellt.
- **Wertung:** Punkt 2 wird kommentiert und (ansatzweise) bewertet.

Eifelhöhen-Klinik

www.eifelhoehen-klinik.de

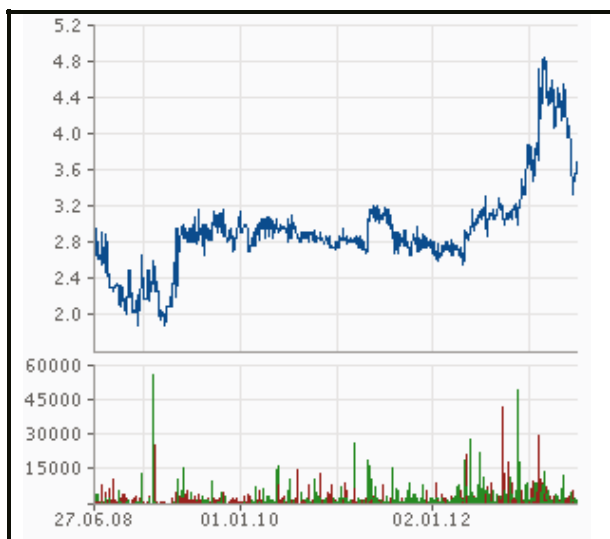
Kaufen

Kurs: 3,69 €

Unverändert positive Perspektiven

Reuters	EIFG.DE	
WKN	565 360	
Market Cap	11,5 Mio. €	
Aktionärsstruktur	AKG*	28,6 %
	Furch	2,9 %
	Fortmeier	3,1 %
	Eigene Anteile	2,9 %
	Streubesitz	62,5 %
Index/Segment	General Standard	
Branche	Kliniken (Reha)	

*Allgemeine Klinik-Betriebsgesellschaft mbH & Co. KG



Quelle: Finanzen.net

Mio. €	11	12	13e	14e
Umsatz	38,4	39,0	40,2	46,3
EBITDAR	6,8	6,3	6,6	8,1
EBT	1,6	0,9	0,9	1,9
EAT	1,3	0,6	0,7	1,5
EPS	0,48	0,21	0,23	0,46
CFS	1,00	0,78	0,82	1,17
Div.	0,15	0,05	0,07	0,14
P/E (x)	5,7	17,1	15,9	15,9
P/CF (x)	2,7	4,7	4,5	4,5
Div. Rend.	5,5%	1,4%	1,9%	3,8%
EV/Umsatz (x)	1,4	1,6	1,8	1,7
EV/EBITDAR (x)	8,1	10,1	11,1	9,5

Termine:

Hauptversammlung:	9. Juli 2013
Zahlen Q1-2/13:	30. August 2013
Zwischenmitteilung:	18. November 2013

Mit einem Umsatz von knapp 40 Mio. € ist die Eifelhöhen-Klinik AG ein kleiner Betreiber von drei Reha-Kliniken in Nordrhein-Westfalen. Das Unternehmen zeichnete sich durch eine jahrelange Stagnationsphase aus, die es 2014 mit dem Neubau einer Klinik in Mönchengladbach verlassen wird. Die Vorlaufkosten belasteten zwar das Ergebnis 2012 erheblich und werden auch 2013 Spuren in der GuV hinterlassen. Gleichwohl erweitern sie das Ertragspotenzial 2014 ff erheblich, so dass dem Unternehmen und der Aktie, die maßlos unterbewertet ist, „Unverändert positive Perspektiven“ zu bescheinigen sind.

- 2012 deutliches Ergebnisminus**
 Der Ertragseinbruch 2012 überraschte. Er war ausschließlich auf Vorlaufkosten der Anfang 2014 anlaufenden neuen Klinik in Mönchengladbach zurückzuführen.
- Prognose 2013 reduziert**
 Aufgrund der von 0,48 auf 0,21 € reduzierten Basis 2012, des Nachfragerückgangs in den ersten vier Monaten, unverändert hoher Anlaufkosten sowie anhaltender Probleme in der Aatakklinik wurde die Prognose 2013 von 0,54 auf 0,23 € reduziert.
- Unverändert positive Perspektiven**
 Das Urteil „Unverändert positive Perspektiven“ basiert auf der Inbetriebnahme der neuen Klinik, die die Umsatz- und Ertragsbasis 2014 ff deutlich erweitert. Durch Angebotserweiterungen auf der vorhandenen Fläche eröffnen sich zudem weitere Fantasien.
- Kursziel unverändert über 10,00 €**
 Ebenfalls unverändert bleiben Anlageurteil und Kursziel. Der Markt war zwar angesichts des Gewinneinbruchs 2012 enttäuscht. Die Aktie ist allerdings maßlos unterbewertet und verfügt mit den Kapazitätenerweiterung über erhebliche Perspektiven.

Unverändert positive Perspektiven

Positive Perspektiven, wegen ...

Trotz des Ergebniseinbruchs 2012 sind dem Unternehmen „Unverändert positive Perspektiven“ zu bescheinigen, da

... 1. Ertragspotenzialen

1. die Ertragspotenziale erheblich sind. Der Ertragseinbruch 2012 basierte auf Vorlaufkosten für die neu zu errichtende Klinik in Mönchengladbach. Sie beliefen sich auf 730 Tsd. €, was rd. 0,24 € je Aktie Klinik entspricht, und konnten nicht durch den erwarteten Break-even in der Aatalklinik kompensiert werden, bei der ein massiver Preisverfall die positiven Mengeneffekte sowie Effizienzsteigerungen zunichtemachte. Sie konnten den Verlust nur auf rd. 4 Ct. je Aktie halbieren. Nach der Inbetriebnahme der neuen Klinik und bei einem Break-even der Aatalklinik werden die Erträge „explodieren“.

... 2. neuer Klinik ab 2014 und ...

2. das neue ambulante und stationäre kardiologische Reha-Zentrum, das sukzessive (2014 auf 150 Betten) ausgebaut werden soll, Umsatz- und Ertragsbasis (2014) um rd. 20 % erhöhen wird. Auf zusätzlich vorhandenen Flächen können zudem weitere gesundheitsnahe Angebote entstehen.

... 3. Kooperationen

... 4. Kapazitätserweiterung in Bonn

3. Mitte 2013 in Bonn zusätzliche Kapazitäten in Betrieb gehen, die die Ertragsbasis des Konzerns weiter erhöhen.

... 5. Break-even in der Aatalklinik

4. in der Aatalklinik und in der Eifelhöhen-Klinik Maßnahmen u. a. zur Reduzierung der Kosten bzw. Verbesserung des Ambientes umgesetzt werden, die dazu führen werden, dass diese beiden Problemfälle nicht mehr das Ergebnis belasten.

Erhebliche Unterbewertung ...

... auf Status-quo-Basis

... auf DCF-Basis

Trotz des Ergebniseinbruchs 2012 und der Reduzierung der Prognose 2013 ist die Aktie unverändert als deutlich unterbewertet anzusehen. Der Markt bezahlt nicht einmal den Buchwert des Eigenkapitals und keineswegs die Ertragsperspektiven 2014 ff. Das Kursziel des Reports lautet unverändert „über 10,00 €“. Bei 10,00 € betrüge der Wert des Eigenkapitals mit rd. 30 Mio. € knapp das 6-Fache des EBITDA 2014e.

Kursziel deutlich über 10,0 €

DCF-Modell zeigt auf 12 – 14 €
Beim Discounted-Cashflow-Modell werden die Free Cash Flows der Zukunft, ermittelt aus den Prognosen des Reports, abdiskontiert.

In Mio. €	7,5%	8,0%	8,5%
Summe DCF	55,3	50,8	46,7
N.-Versch.	-10,4	-10,4	-10,4
Summe DCF – N.-Versch.	44,9	40,3	36,3
je Aktie in €	14,4	12,9	11,6

Quelle: HPS[©]

Branchenvergleich

Beim Branchenvergleich wird die Prognose des Reports 2013e bzw. 2013/14e (*Marseille-Kliniken) mit dem aktuellen Kurs bewertet und dem so ermittelten Wert der Branchenunternehmen gegenübergestellt.

2013e *13/14e	Mkt.-Kap. Mio. €	EV ¹ Mio. €	PBV X	P/E X	P/CF X	Rend. %	EV ¹ / Umsatz (x)	EV ¹ / EBITDAR (x)	EV ¹ /Bett (Tsd.)
Curanum	108	935	1,9	41,8	6,5	0,0%	3,2	10,9	95,9
Eifelhöhen	11	73	0,6	15,9	4,5	1,9%	1,8	11,1	98,3
Marseille	68	565	1,4	7,6	4,5	3,9%	2,7	9,6	82,1
Maternus	11	265	-0,5	-2,7	3,3	0,0%	2,3	11,8	65,9
MediClin	200	807	1,3	131	10,0	0,0%	1,6	11,7	99,8
Rhön	2.449	3.145	1,5	22,6	9,3	1,7%	1,0	9,4	184,0
Schnitt²	2.848	5.862	1,3	36,0	6,3	1,3%	2,1	10,8	104,3

¹inkl. kapitalis. Miete (Kapitalisierungssatz 8,5 %), ²ungewichtet; Quelle: HPS[©]

SWOT

Die SWOT-Analyse (Strength Weakness Opportunities Threats) wird wie in der Vergangenheit anhand der folgenden sechs Einflussparameter erarbeitet, die entscheidend für die Kursentwicklung der Zukunft sind. Die Wertungen haben sich ggü. dem Report 1/13 nicht verändert.

Basis	Ertragskraft	Strategie	Finanzkraft	IR-/PR	Eigentümerstruktur
2	2	1	2	3	1

1) stark; 2) durchschnittlich; 3) schwach, Quelle: HPS®

Basis durchschnittlich

Die aus derzeit drei Kliniken bestehende Basis ist als durchschnittlich zu bezeichnen. Einer guten Klinik in Bonn stehen (derzeit noch) zwei Problemkliniken in Marmagen und Bad Wünnenberg gegenüber. Von Vorteil ist, dass sich die Kliniken ausschließlich auf die AHB konzentrieren. Die Ertragschancen für die beiden Problemkliniken sind allerdings standort- und angebotsbedingt beschränkt.

Ertragskraft durchschnittlich

Mit einer Cashflow-Rendite (einfache Definition EAT + Abschreibung) von rd. 6 % ist die Ertragskraft als durchschnittlich bis gut zu bezeichnen. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Aatalklinik in Bad Wünnenberg ebenso wie das Gros der Branche rote Zahlen schreibt, relativiert sich diese Beurteilung. Das wesentliche Ertragsrisiko resultiert aus den hohen Tagessätzen für PKV-Patienten in der Klinik in Bonn, dem Hauptergebnisträger des Konzerns.

Strategie stark

Die Strategie ist als sehr gut zu bezeichnen. Nach der Einführung einer Holding-Struktur 2010 (Ziele: Erhöhung der Transparenz, Verbesserung der Unternehmenssteuerung) ist neben einer gezielten Kapazitätserweiterung, derzeit realisiert in Bonn und Mönchengladbach, und einer Reduzierung der Kosten/Steigerung der Fallzahlen in den Problemkliniken eine Expansion über neue Projekte (z. B. in Kooperation mit der öffentlichen Hand) in den Wachstumsbereichen Neurologie/Geriatrie geplant.

Finanzstärke durchschnittlich

Die Finanzstärke (operativer Free Cash Flow 2012 rd. 2,7 Mio. €) reicht für das bestehende Geschäft aus. Größere Investitionen für ein (derzeit nicht geplantes) deutliches externes Wachstum sind allerdings nicht zu stemmen, zumal auch die Marktkapitalisierung (zu) gering ist.

IR-/PR-Arbeit schwach

Die IR-/PR-Arbeit ist als ungenügend zu bezeichnen. Quartalszahlen werden nicht veröffentlicht. Falls das Unternehmen auf externe Kapitalquellen zurückgreifen will, um zu wachsen, muss sich dies ändern.

Stabile Eigentümerstruktur

Die derzeitige Eigentümerstruktur ist als stabil zu bezeichnen. Vorstand und Aufsichtsrat ziehen an einem Strang und ergänzen sich. Über kurz oder lang ist davon auszugehen, dass das Unternehmen auch angesichts der geringen Größe und Börsennotierung übernommen wird.

Ergebniseinbruch '12, Prognosereduzierung '13

Ende April bzw. Mitte Mai 2013 wurden der Geschäftsbericht 2012 und der Zwischenbericht mit dem Belegungsverlauf der Kliniken in den ersten 4 Monaten 2013 veröffentlicht. Die Entwicklung zeigte (ggü. 2011)

*Umsatzanstieg 1,5 % wegen
... deutlichem Belegungsanstieg*

- einen Anstieg des Umsatzes um 1,5 % auf 39,0 Mio. €, zurückzuführen auf einen deutlichen Anstieg der Fallzahlen und Belegungstage um 5,5 bzw. 3,8 % auf 7.600 bzw. 199 Tsd. Wachstumsträger in der Menge war vor allem die Aatalklinik, die 2011 aufgrund einer geänderten Belegungssteuerung durch den Hauptbelegungsträger einen Einbruch litt. Die Auslastung erhöhte sich auf 75,0 (72,2) %.

*Ergebniseinbruch 2012 ...
... um 55 % auf 0,21 € je Aktie
... wegen Kapazitätserweiterungen*

- einen deutlichen Ergebniseinbruch um rd. 55 % auf 0,21 € je Aktie, zurückzuführen ausschließlich auf Verluste der erstmals konsolidierten Herzpark Mönchengladbach (Betrieb der neuen Klinik in Mönchengladbach) sowie Gesundheitspark Hardterwald Immobilien (Besitz der neuen Klinik), die das EpS mit rd. 0,24 € belasteten. Die übrigen Kliniken konnten per saldo das Ergebnis halten; der Rückgang der Erträge der Kaiser-Karl-Klinik in Bonn auf 0,50 (0,57) € je Aktie wurde durch einen Anstieg der Gewinne der Eifelhöhen-Klinik in Marmagen (0,06 nach 0,04 €) und Rückgang der Verluste in der Aatalklinik in Bad Wünnenberg (-0,11 nach -0,14 €) kompensiert.

*4 Monate 2013 zeigt Minus bei ...
... - Fallzahlen: -3,5 % auf 2.408
... - Tagen: 5,9 % auf 61.381*

- einen Rückgang bei Fallzahlen und Patiententagen in den ersten 4 Monaten (vgl. Randnotiz), der sich aufgrund laufender Umbaumaßnahmen (Eifelhöhen-Klinik), temporärer Schließungen von Zuweiser-Krankenhäusern aufgrund der starken Grippewelle (Kaiser-Karl-Klinik) und anhaltender Belegungssteuerungen durch Kostenträger (Aatalklinik) durch alle Kliniken zog (Fälle/Patiententage Kaiser-Karl -6,1/-4,9 %, Aatal -4,6/-10,0 %, Eifelhöhen -1,8/-3,7 %).

*Prognoseverfehlung 2012 ...
... wegen Anlaufkosten
... irrelevant*

2012 wurde mit 39,0 Mio. bzw. 0,21 € je Aktie die Umsatz- und EpS-Prognose des Reports 1/13 von 39,7 (38,4) Mio. bzw. unverändert 0,48 € deutlich verfehlt. Grund hierfür waren die höher als erwarteten Belastungen in Mönchengladbach sowie die Verlustsituation der Aatalklinik. Aufgrund des deutlichen Belegungsrückgangs in den ersten vier Monaten, der unverändert problematischen Situation der Aatalklinik sowie der zu erwartenden Verluste in Mönchengladbach – der stationäre Bereich geht 2014 in Betrieb – wurde auch die Umsatz- und EpS-Prognose 2013 von 42,9 auf 40,2 Mio. bzw. 0,54 auf 0,23 € gekürzt. Die folgenden Diagramme zeigen

*Prognosen 2013 ff reduziert, da ...
... Prognose 2012 verfehlt wurde
... Mönchengladbach „kostet“*

*Unternehmen plant konservativ ...
... mit EpS 2013 = EpS 2012*

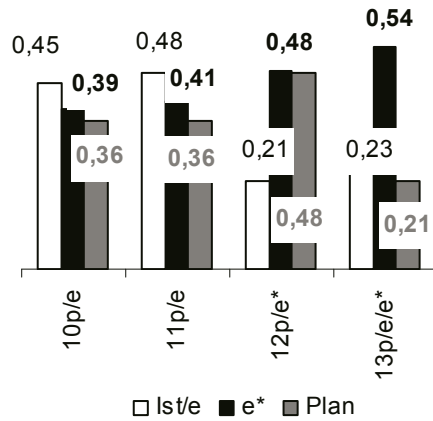
1. die Gegenüberstellung der Ist-Zahlen mit den Planungen des Unternehmens und den Prognosen des Reports (Diagramm 1). Das Unternehmen, das in der Regel zu konservativ plante, rechnet für 2013 mit einer ähnlichen Entwicklung wie 2012.

*Ertragsanstieg Q3-4 ...
... blieb 2012 aus*

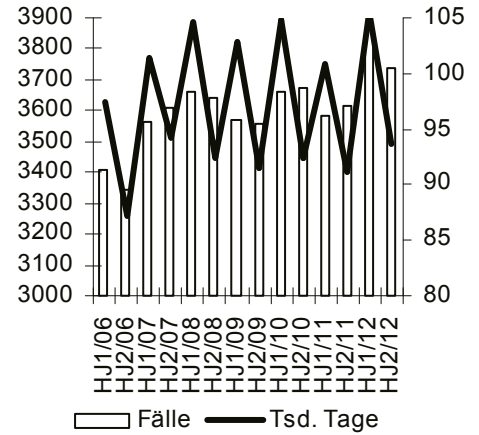
2. dass im zweiten Halbjahr 2012 im Gegensatz zur Vergangenheit der Umsatz- und Ergebnisanstieg aufgrund eines Anstiegs des sonstigen betrieblichen Aufwands ausblieb (Diagramme 2 – 6).

Diagramme 1 + 2

EpS: Prognose vs. Plan



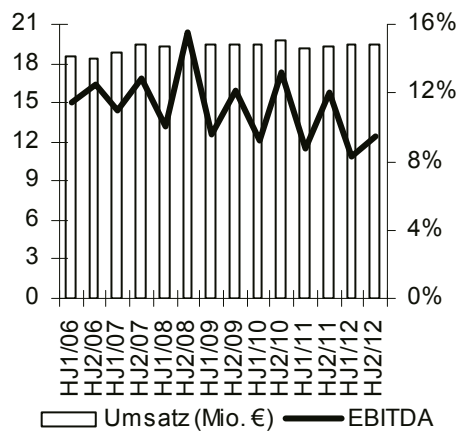
Fallzahlen und Patiententage



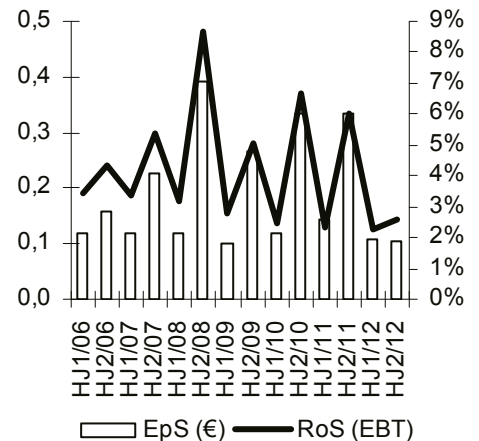
Ist = Ist-Zahlen, e = Prognose des Reports, e* = Prognose Report 1/13, p = Plan des Unternehmens (2013 ähnlicher Geschäftsverlauf wie 2012, EpS 2012 maximal in Höhe 2011); Quelle: HPS®

Diagramme 3 + 4

Entwicklung Umsatz/RoS



Entwicklung EpS/RoS



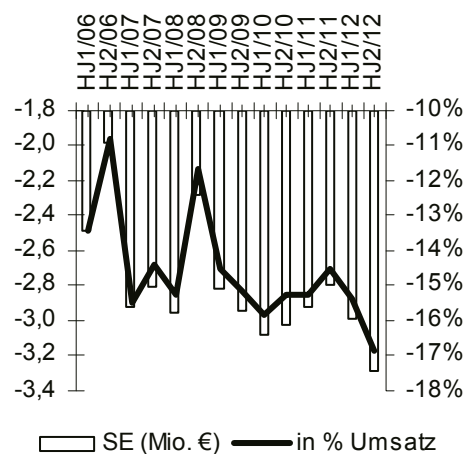
Quelle: HPS®

Diagramme 5 + 6

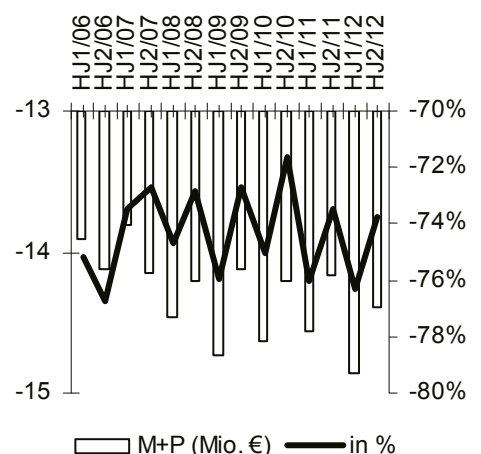
SE = Sonstiges betriebliches Ergebnis

M+P = Material- und Personalaufwand

Entwicklung sonstiges Ergebnis



Entwicklung Quote M + P



Quelle: HPS®

Prognosemodell

Modell unverändert

Die Perspektiven des Unternehmens werden sich mit der geplanten Erweiterung der Klinik in Bonn und dem Neubau einer stationären Einrichtung in Mönchengladbach erheblich verbessern. Die größten Impulse sind dabei von der neuen Klinik in Mönchengladbach zu erwarten, die stationär 2014 in Betrieb gehen wird.

	2012 ggü. 2011*	Potenzial (bis 2020)
Kaiser-Karl-Klinik	Umsatz 11 (+1,5 %), EpS 0,50 € (-13 %)	Umsatz 14, EpS 0,90 €
Eifelhöhen-Klinik	Umsatz 14 (+1,5 %), EpS 0,06 € (+36 %)	Umsatz 15, EpS 0,20 €
Aatalklinik	Umsatz 14 (+1,5 %), EpS -0,11 (+21 %)	Umsatz 17, EpS 0,20 €
Mönchengladbach	Umsatz 0, EpS -0,24 €	Umsatz 14, EpS 0,40 €
Summe	Umsatz 39 (+1,5 %), EpS 0,21 € (-55 %)	Umsatz 60, EpS 1,70 €

*Die Holdingkosten und Konsolidierungseffekte wurden prozentual nach dem Umsatz vom EpS der Kliniken subtrahiert; Quelle: HPS[©]

Vor der Darstellung der Annahmen, auf denen die GuV- und Bilanzprognosen basieren, sind einführend die Potenziale der einzelnen Kliniken beschrieben:

Klinik in Bonn als Ertragsträger

1. **Kaiser-Karl-Klinik in Bonn:** Die Klinik ist in erster Linie auf Privatzahler ausgerichtet und ist der Hauptergebnisträger des Konzerns. Mit der Erweiterung der Kapazitäten um 22 Plätze im August 2013 wird sich das Umsatz- und Ergebnispotenzial weiter ausweiten.

Klinik in Marmagen als Sorgenkind

2. **Eifelhöhen-Klinik in Marmagen:** Die Klinik ist angesichts der veralteten Bausubstanz und nicht wohnortnahen Lage als Sorgenkind zu bezeichnen. Die Klinik durchlief eine lange Verlustphase, schreibt seit 2011 wieder schwarze Zahlen und durchläuft derzeit ein Investitionsprogramm zur Verbesserung der Marktchancen. Die Ergebnispotenziale sind allerdings als beschränkt einzustufen.

Aatalklinik ein neues Sorgenkind?

3. **Aatalklinik in Bad Wünnenberg:** Nach dem deutlichen Belegungseinbruch 2011 und einem drastischen Preisverfall in der Neurologie als Hauptumsatzträger ist 2013 ff mit der Eröffnung einer neuen Abteilung Orthopädie, der zunehmenden ambulanten und akutstationären Vernetzung sowie weiteren Kostensenkungen in fixen Bereichen mit Ertragsverbesserungen zu rechnen. Angesichts der zunehmenden Belegungssteuerungen der Kostenträger und anhaltenden Preisdrucks sind allerdings die Potenziale beschränkt.

Mönchengladbach: Hoffnungsträger

4. **Herzpark Mönchengladbach:** Nach dem Erwerb eines Grundstücks ist der Neubau einer Klinik geplant, die ab 2014 ihre Bettenzahl sukzessive auf 150 Betten aufstocken soll. Daneben werden auch ambulante Kapazitäten vorgehalten. Die Einrichtung liegt wohnortnah und wird das Potenzial der Gruppe deutlich ausweiten. Dies gilt umso mehr, als das Areal Platz für eine Diversifizierung des Angebots (z. B. im Bereich der Pflege oder des betreuten Wohnens zusammen mit Partnern) bietet.

Die Ergebnisse des Modells sind in den nachfolgenden Diagrammen und die wesentlichen ihm zugrunde liegenden Annahmen auf den folgenden beiden Seiten dargestellt.

Diagramm 1

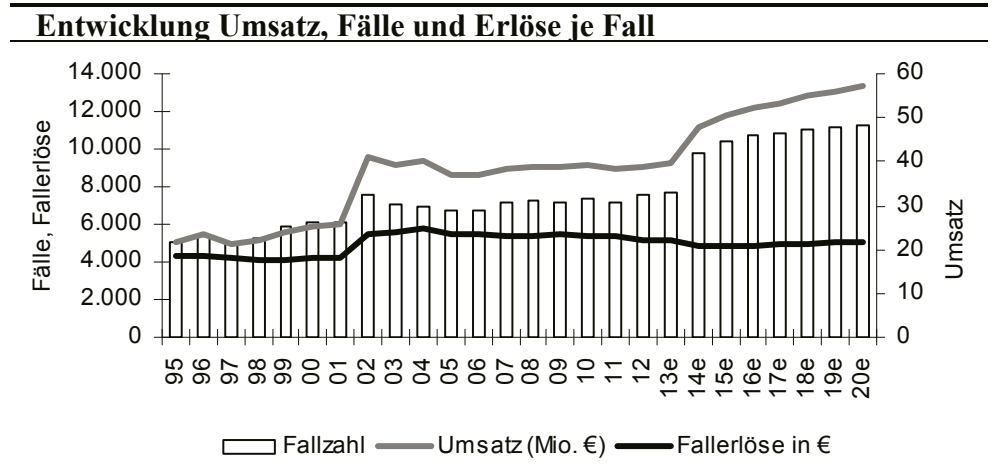


Diagramm 2

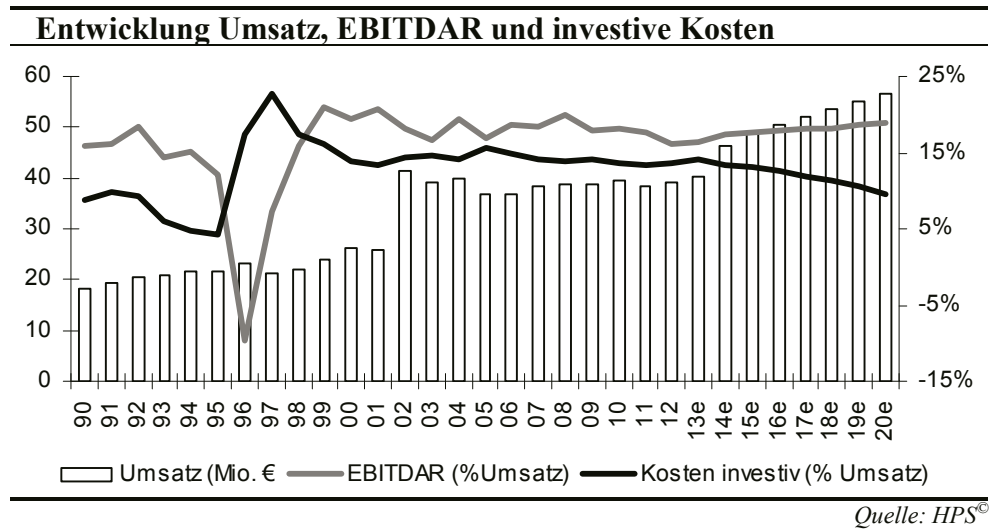
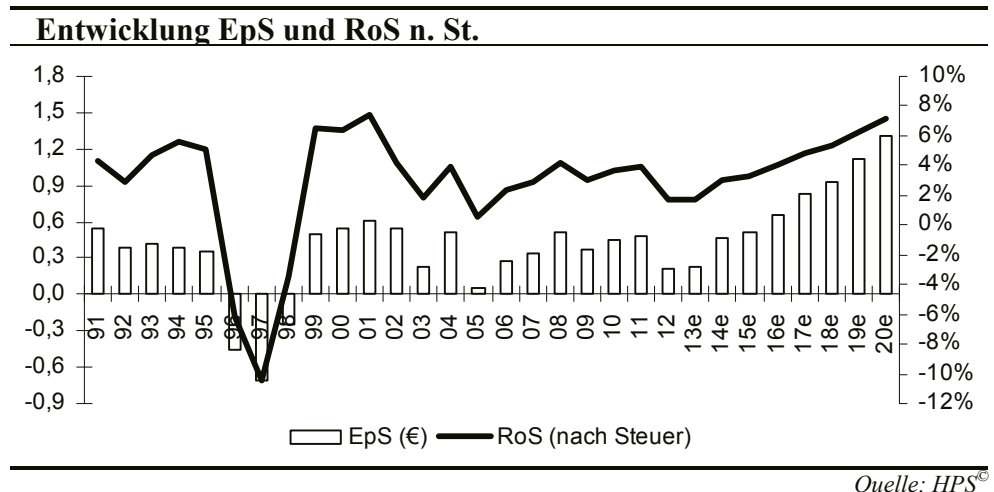


Diagramm 3



1. Deutliches Umsatzplus ab 2014

Kostenträger GKV 66 %
GRV: 10 %
Sonst. 24 %

Umsatz 2013e: +3 %
2014e: +15 %
2015e: + 6 %

Anstieg Fallzahlen rd. 1 % p. a.

Anstieg der Fälle 2012:

Eifelhöhen-Klinik: 3.787 (+3,1 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 1.838 (-1,7 %)
Aatalklinik: 1.885 (+19,9 %)
Konzern: 7.600 (+5,5 %)

Fallzahlenminus 4 Monate 2013:

Eifelhöhen-Klinik: 1.232 (-1,8 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 579 (-6,1 %)
Aatalklinik: 597 (-4,6 %)
Konzern: 2.408 (-3,5 %)

Anstieg Abrechnungstage <1,0 %

Anstieg Tage 2012:

Eifelhöhen-Klinik: 97.077 (+4,2 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 41.795 (-1,6 %)
Aatalklinik: 60.352 (+7,3 %)
Konzern: 199.224 (+3,8 %)

Tageminus 4 Monate 2013:

Eifelhöhen-Klinik: 29.946 (-3,7 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 13.185 (-4,9 %)
Aatalklinik: 18.250 (-10,0 %)
Konzern: 61.381 (-5,9 %)

**Rückgang der Fall- und ...
... Anstieg der Tageserlöse**

Rückgang Fallerlöse 2012 (in €):

Eifelhöhen-Klinik: 3.619 (-1,6 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 5.938 (+3,2 %)
Aatalklinik: 7.446 (-15,3 %)
Konzern: 5.129 (-3,8 %)

Rückgang Tageserlöse 2012 (in €):

Eifelhöhen-Klinik: 145 (-2,6 %)
Kaiser-Karl-Klinik: 261 (+3,1 %)
Aatalklinik: 233 (-5,4 %)
Konzern: 196 (-2,3 %)

Basis der Prognose des Umsatzes, der sich als Produkt von Menge (= Fallzahlen bzw. Patiententage) und Preis (= Fall-/Tageserlöse) errechnet, sind die (ggü. dem Report 1/13 reduzierten) Zahlen 2012 und die Erwartung, dass die Nachfrage nach qualifizierter AHB, dem Tätigkeitsbereich der Kliniken, bei tendenziell reduzierter Verweildauer zunehmen wird. Mit den erweiterten bzw. neuen Kapazitäten in Bonn bzw. Mönchengladbach werden sich 2014 Fallzahlen und Umsatz deutlich erhöhen. Im Einzelnen resultiert die Prognose aus

- einer **moderaten Steigerung der Fallzahlen von durchschnittlich rd. 1,0 %**. Die geringe Steigerung beruht u. a. auf der zu erwartenden weiteren Zunahme der Patientensteuerung durch die Kostenträger. 2012 erhöhte sich die Anzahl der Fälle um 5,5 % auf 7.600 und in den ersten vier Monaten reduzierte sie sich nach schwachen ersten zwei Monaten um 3,5 % auf 2.408. 2013 ist nach der Kapazitätserweiterung in Bonn sowie dem Beginn in Mönchengladbach Mitte des Jahres mit einer moderaten Steigerung von rd. 1 % auf 7.700 Fälle zu rechnen und 2014 nach der Inbetriebnahme der stationären Kapazitäten in Mönchengladbach mit einem Sprung von rd. 27 % auf rd. 10 Tsd.
- (auf bestehender Basis) einem leichten Rückgang der Verweildauern (VD in Tagen) von rd. 1 % p. a. und damit einer leichten Erhöhung **der Patienten- (=Abrechnungs-)tage (AT)** um unter 1 % p. a. 2012 erhöhten sie sich bei einer VD von 26,2 (26,6) Tagen um 3,8 % auf 199.224 und in den ersten 4 Monaten 2013 reduzierten sie sich bei einer VD von 25,5 Tagen (-2,5 %) um 5,9 % auf 61,4 Tsd. Trotz der erweiterten Kapazitäten ist 2013 mit einem Rückgang von rd. 2 % auf rd. 195 Tsd. zu rechnen und 2014 mit einem Sprung von 20 % auf rd. 235 Tsd. Für die auf den Bereich der Herzchirurgie/Kardiologie spezialisierte Einrichtung in Mönchengladbach ist dabei eine VD von 19 Tagen unterstellt; der ambulante Bereich mit rd. 40 Plätzen floss nicht in die Prognose ein.
- einem **leichten Anstieg der Fall- und Tageserlöse** (das Gros der Leistungen wird in Tagen abgerechnet) um 1,0 – 1,5 % p. a. Die Klinik in Mönchengladbach floss ab 2013 mit einem Tagessatz von 130 € in die Berechnung ein; bei einer angenommenen Verweildauer von 19 Tagen entspricht dies einem Fallerlös von 2.500 €. Zu berücksichtigen bei dieser Betrachtungsweise ist der unterschiedliche Patienten- und Kostenträgermix der Kliniken: In der Aatalklinik ist der Anteil neurologischer Patienten mit sehr langen Verweildauern hoch. Die Kaiser-Karl-Klinik mit ihrem hohen Privatpatientenanteil kann dagegen mit einem sehr auskömmlichen Preisniveau kalkulieren.

2. Ergebnissteigerungen

Die Ertrags- und Bilanzprognose beruht auf folgenden, im Vergleich zum Report 1/13 nahezu unveränderten Prämissen:

- Effizienzgewinne 0,5 % p. a.
- Steigerung des Personalaufwands/Mitarbeiter um 1,5 % p. a.
- Unveränderte Materialaufwandsquote
- Unveränderte sonstige Aufwandsquote
- Konstante Mieten in Bad Wünnenberg von 2,8 Mio. €
- Substanzverzehr auf bestehender Basis 1 % p. a.
- Keine Veränderung des NWC im Verhältnis zum Umsatz
- Ertragsteuerquote ab 2013 konstant bei 20,0 %
- Ausschüttungsquote 30 % (2011/12: 31/23 %)

Hohe Investitionen vor allem 2013

Als Investitionen für die neuen Kapazitäten wurden für Bonn 3,5 Mio. € (140 Tsd. € je Bett) unterstellt und für Mönchengladbach 16 Mio. € bis 2013 (80 Tsd. € je Bett). D. h. 2013/14 ist mit einer deutlicheren Erhöhung der Abschreibungs- und Zinsaufwandsquote zu rechnen.

Anstieg EBT-/EAT-Rendite

Ausgehend von diesen Annahmen lassen sich (nach Ertragsrückgang/-stagnation 2012/13 aufgrund Verlusten der Aatalklinik sowie Vorlaufkosten in Mönchengladbach und Bonn) für 2014 ff deutlich steigende Umsatzmargen errechnen:

*EBITDAR-Margen ...
... nach Sprung nach oben 2014
... ab 2015 leicht steigend*

- Die EBITDAR-Rendite (vgl. graue Linie im obigen Diagramm 2) wird sich nach einem deutlicheren Sprung 2014e auf 17,4 % in 2014e kontinuierlich weiter verbessern; im Gegensatz zum Report 1/13 wurde der Sprung 2014 um einen Prozentpunkt gesenkt. 2012 betrug die Rendite 16,1 nach 17,6 %. Damit ist das Unternehmen im Vergleich zur privaten Konkurrenz nicht ertragsstark. Aufgrund bereits bestehender Verträge mit den Kassen und der wohnortnahen Lage ist damit zu rechnen, dass der Neubau in Mönchengladbach sehr schnell „voll“ sein wird.

*Investivaufwandsquote ...
... bis 2014 steigend
... ab 2015 fallend*

- Die investiven Aufwendungen (vgl. schwarze Linie im obigen Diagramm 2), definiert als Summe von Pacht-, Abschreibungs- und Zinsaufwendungen werden dagegen 2015 ff mit den sinkenden Investitionen deutlich abnehmen. 2012 betrug der Investaufwand 13,7 nach 13,4 % (Pacht unverändert 7,2 % vom Umsatz, Abschreibungen 4,5 nach 4,2 % und Zinsen unverändert 2,3 %). 2013/14 ist mit einer deutlich ansteigenden Zins- und Abschreibungsquote zu rechnen.

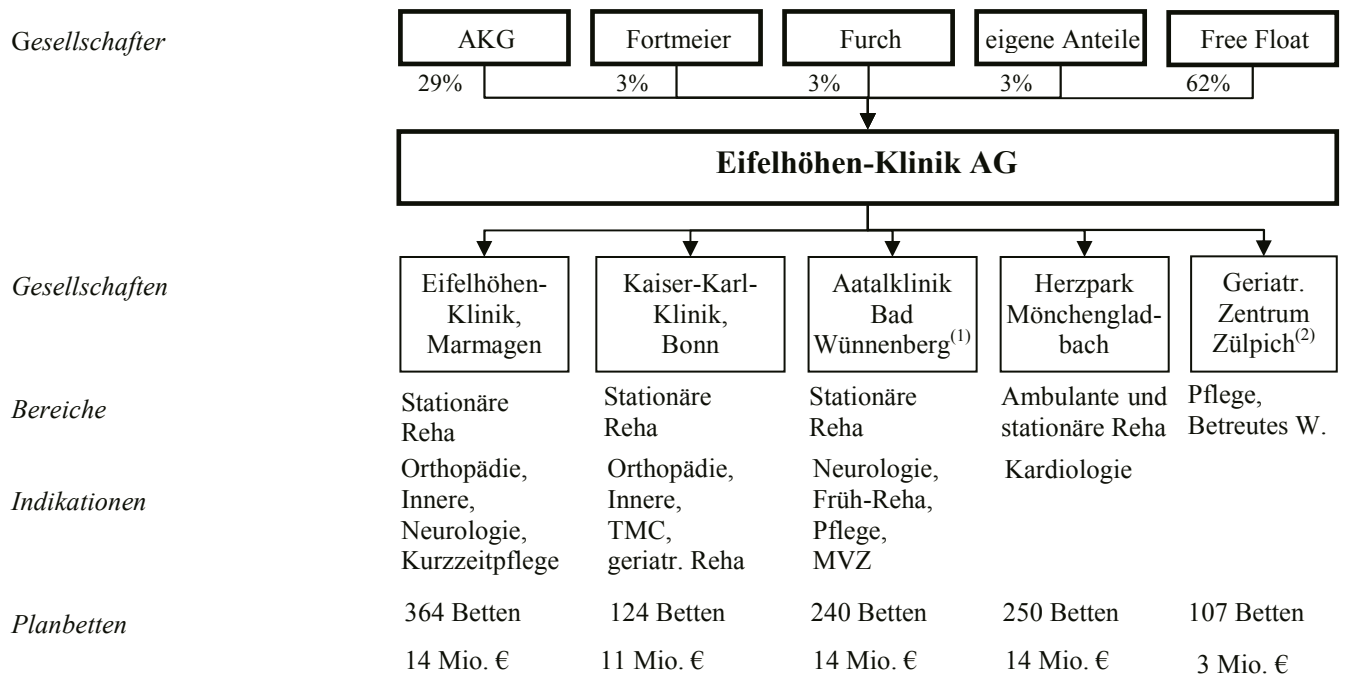
Die Schere zwischen operativer Rendite (graue Linie) und investiver Aufwandsquote (schwarze Linie) öffnet sich damit zunehmend; die Ertragskraft wird steigen.

Porträt, Strategie

Porträt

Nachfolgendes Diagramm zeigt die derzeitige Unternehmens- und Eigentümerstruktur. Seit dem letzten Report hat sich die Anteilsstruktur leicht verändert – Bruno Fortmeier meldete Ende Dezember einen Anteil von 3,12 % und die Herzpark Mönchengladbach kam hinzu, die 2014 ein neu zu errichtende Reha in Mönchengladbach betreiben wird.

Konzernstruktur (Stand 31.12.2012)



⁽¹⁾Die Kurverwaltung Wünneberg GmbH (Gesellschafter: Stadt Bad Wünneberg, Kreis Paderborn) besitzt 30 % des Betriebes und 100 % der Immobilie, ⁽²⁾Minderheitsanteil; Quelle: HPS[®]

100 % AHB-Patienten

Hohe Qualität

Nischenstrategie

1. Behebung von Schwachstellen

2. Verstetigung der Auslastung

3. Gezielte Kapazitätserweiterung

4. Wachstum durch ...

- ... Neubau in Mönchengladbach
- ... PPP-Modelle

Die Kliniken mit den Schwerpunkten Neurologie und Orthopädie/Traumatologie (Umsatzanteil 46 bzw. 30 %) sind ausschließlich auf den AHB-Bereich (Kostenträger: GKV) konzentriert und allesamt zertifiziert (hohe Qualität). Strategie ist es,

1. die Wettbewerbsfähigkeit der Klinik in Marmagen u. a. durch Investitionen nachhaltig zu verbessern und die derzeitigen Probleme der Aatalklinik durch eine weitere Senkung der Kosten auch in den fixen Bereichen zu senken.
2. die Auslastung durch sinnvolle Angebotserweiterungen, z. B. in integrativen Bereichen oder der Geriatrie, zu verstetigen.
3. durch gezielte Kapazitätserweiterungen (z. B. in der Kaiser-Karl-Klinik in Bonn, die seit Jahren an den Kapazitätsgrenzen arbeitet) die Kundenpotenziale zu nutzen.
4. deutlicher zu wachsen, 2013 über ein neu zu errichtendes kardiologisches Reha-Zentrum in Mönchengladbach sowie mittel- und längerfristig über Kooperationen mit kommunalen Klinikträgern.

Analyse Bilanz und GuV

Die nachfolgenden beiden Diagramme sowie die Tabellen auf den nächsten Seiten zeigen die Entwicklung der Bilanz- und GuV-Strukturen. Die Analyse der Ende April 2013 veröffentlichten Zahlen 2012 zeigt

Sinkende Marge auf der Ebene ...

- ... EBITDAR: 16,1 (17,6) %
- ... EBITDA: 8,9 (10,4) %
- ... EBIT: 4,4 (6,2) %
- ... EBT: 2,4 (4,2) %
- ... EAT: 1,7 (3,9) %
- ... Cashflow: 6,8 (7,6) %

Solide Bilanz

- eine deutlich rückläufige Ertragskraft auf allen Ebenen der GuV und auch auf der Basis Cashflow (vgl. Randnotiz), zurückzuführen auf einen weiteren Rückgang der ohnehin bereits geringen operativen Rentabilität (Grund: Anstieg der Aufwandsquoten in den Bereichen Material und Instandhaltung von 14,8 auf 15,6 bzw. 2,8 auf 3,6 %) sowie einen Anstieg der Abschreibungsquote von 4,2 auf 4,5 %. Die Veränderungen basieren dabei auf einem zu geringen Umsatzanstieg von nur 1,5 % in Verbindung mit den derzeit laufenden Maßnahmen zur Renovierung bzw. dem Aus- und Aufbau der Kapazitäten in Marmagen, Bonn und Mönchengladbach.
- ein aufgrund der anstehenden Kapazitätserweiterungen auf 43 (37) Mio. € angestiegenes Vermögen, das mit 78 (79) % überwiegend langfristiger Natur ist und mit 40 (48) % absteigend eigen-, mit 32 (22) % steigend finanziell fremd- und (im Gegensatz zu den Jahren zuvor) nicht fristenkongruent finanziert ist. Firmenwerte sind nicht bilanziert; sie entstanden nach dem Erwerb der Aatalklinik 2002 und wurden sofort mit dem Eigenkapital verrechnet. Der Rückgang des Eigenkapitals auf 17,3 (18,3) Mio. € resultierte vor allem aus einer erfolgsneutralen Verrechnung versicherungsmathematischer Verluste bei der Bewertung der Pensionsrückstellungen.

Diagramme 1 + 2

FK = Fremdkapital

kf = kurzfristig

f = finanziell

EK = Eigenkapital

V = Vermögen

Lf = langfristig

M+P = Material- und Personalaufwand

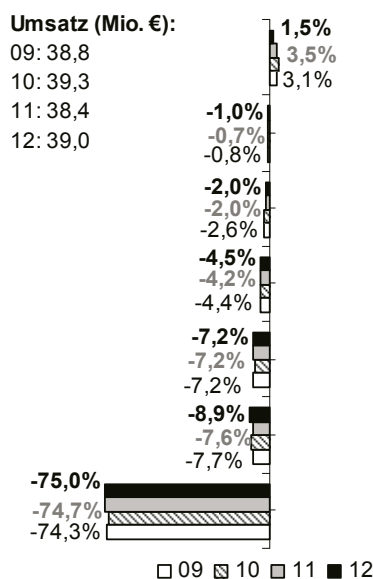
Sonst. = Sonstiger operativer Aufwand

AFA = Abschreibungen

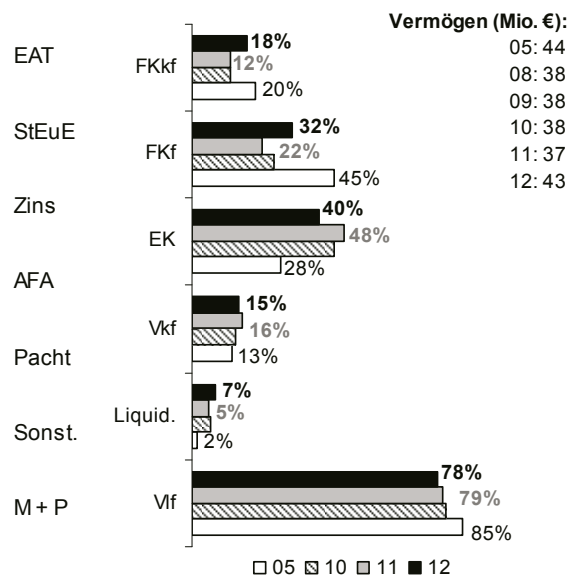
St.EuE = Ertragsteuern

EAT = Ergebnis nach Steuern (vor Anteilen Dritter)

GuV-Struktur



Bilanzstruktur



Quelle: HPS®

GuV in Mio. €

	05	06	07	08	09	10	11	12	13e	14e	15e	16e
Umsatz	36,8	36,9	38,3	38,9	38,8	39,3	38,4	39,0	40,2	46,3	49,0	50,6
Material	36,8	36,9	38,3	38,9	38,8	39,3	38,4	39,0	40,2	46,3	49,0	50,6
Personal	-5,2	-5,3	-5,3	-5,5	-5,5	-5,8	-5,7	-6,1	-6,2	-7,1	-7,5	-7,8
Sonstiges	-22,8	-22,7	-22,6	-23,2	-23,3	-23,0	-23,0	-23,2	-23,6	-27,2	-28,7	-29,4
EBITDA	-5,1	-4,5	-5,7	-5,2	-5,8	-6,1	-5,7	-6,3	-6,6	-6,7	-7,0	-7,1
EBITDAR	3,7	4,4	4,6	5,0	4,2	4,4	4,0	3,5	3,7	5,3	5,8	6,3
Abschreibungen	6,2	6,9	7,1	7,7	7,0	7,2	6,8	6,3	6,6	8,1	8,6	9,1
EBIT	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8	-2,2	-2,2	-2,2
Finanzergebnis	1,9	2,8	2,9	3,4	2,5	2,7	2,4	1,7	1,9	3,1	3,6	4,1
EBT	-1,5	-1,3	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4	-1,4
Steuern EuE	0,4	1,4	1,7	2,3	1,5	1,8	1,6	0,9	0,9	1,9	2,1	2,7
<i>Steuerquote</i>	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
EAT	45,2%	35,7%	28,0%	24,0%	20,6%	16,6%	17,0%	39,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Anteile Dritter	0,2	0,9	1,2	1,8	1,2	1,5	1,3	0,6	0,7	1,5	1,7	2,1
Bereinigungen	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
EAT Aktionär	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow	0,2	0,9	1,1	1,6	1,1	1,4	1,5	0,7	0,7	1,4	1,6	2,0
Aktien (Stck.)	2,0	2,5	2,7	3,2	2,8	3,1	3,1	2,4	2,5	3,6	3,8	4,2
EpS (€)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
CFS (€)	0,06	0,28	0,35	0,51	0,37	0,45	0,48	0,21	0,23	0,46	0,52	0,66
Div. (€)	0,64	0,81	0,87	1,02	0,91	0,99	1,00	0,78	0,82	1,17	1,24	1,36

GuV in %

	05	06	07	08	09	10	11	12	13e	14e	15e	16e
Leistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Material	-14,0%	-14,4%	-13,9%	-14,1%	-14,3%	-14,8%	-14,8%	-15,6%	-15,5%	-15,4%	-15,4%	-15,4%
Personal	-62,1%	-61,6%	-59,2%	-59,6%	-60,0%	-58,5%	-60,0%	-59,4%	-58,7%	-58,7%	-58,6%	-58,2%
Sonstiges	-13,9%	-12,1%	-15,0%	-13,5%	-14,8%	-15,5%	-14,9%	-16,1%	-16,5%	-14,6%	-14,2%	-14,1%
EBITDA	10,0%	12,0%	12,0%	12,8%	10,9%	11,2%	10,4%	8,9%	9,3%	11,3%	11,8%	12,4%
EBITDAR	16,8%	18,7%	18,5%	19,9%	18,0%	18,2%	17,6%	16,1%	16,3%	17,4%	17,5%	17,9%
Abschreibungen	-4,9%	-4,5%	-4,3%	-4,0%	-4,4%	-4,3%	-4,2%	-4,5%	-4,5%	-4,7%	-4,5%	-4,3%
EBIT	5,1%	7,5%	7,7%	8,7%	6,5%	6,9%	6,2%	4,4%	4,8%	6,7%	7,3%	8,1%
Finanzergebnis	-4,0%	-3,6%	-3,3%	-2,8%	-2,6%	-2,3%	-2,0%	-2,0%	-2,6%	-2,6%	-2,9%	-2,8%
EBT	1,2%	3,9%	4,4%	5,9%	3,9%	4,6%	4,2%	2,4%	2,2%	4,1%	4,3%	5,3%
Steuern EuE	-0,5%	-1,4%	-1,2%	-1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-1,0%	-0,4%	-0,8%	-0,9%	-1,1%
EAT	0,6%	2,5%	3,2%	4,5%	3,1%	3,8%	3,5%	1,5%	1,8%	3,3%	3,5%	4,2%
Anteile Dritter	-0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,1%	-0,2%	0,4%	0,2%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Bereinigungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EAT Aktionär	0,5%	2,4%	2,8%	4,1%	3,0%	3,6%	3,9%	1,7%	1,8%	3,1%	3,2%	4,0%
Cashflow	5,4%	6,8%	7,1%	8,2%	7,3%	7,9%	8,1%	6,2%	6,3%	7,7%	7,8%	8,3%

Bilanz in Mio. €

	05	06	07	08	09	10	11	12	13e	14e	15e	16e
Anlagevermögen	37,4	34,8	34,0	33,1	32,2	30,9	30,0	33,3	43,5	48,3	48,9	47,3
dav. Sachanlagen	36,6	34,6	33,7	32,9	32,0	30,8	29,9	33,1	43,4	48,2	48,8	47,2
Umlaufvermögen	6,3	7,8	6,0	6,2	6,1	7,5	7,9	9,6	7,0	8,1	8,5	10,8
dav. Vorräte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
dav. Forderungen	4,7	7,0	5,4	5,5	5,5	5,0	5,7	6,2	5,9	6,8	7,2	7,5
dav. Liquidität	0,8	0,6	0,3	0,5	0,4	2,3	2,0	3,2	0,8	0,9	1,0	3,0
Eigenkapital	12,4	13,3	14,5	15,9	16,5	17,3	18,3	17,3	17,8	18,9	20,1	21,6
dav. Grundkapital	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Rückstellungen	8,6	7,3	7,0	6,7	6,3	7,1	7,5	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
dav. Pensionen	7,3	7,0	6,7	6,2	6,2	6,9	7,2	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Verbindlichkeiten	22,5	21,7	18,1	16,2	14,7	13,5	11,7	16,6	23,7	28,5	28,4	27,5
dav. Bank	19,7	19,4	15,3	13,5	12,3	10,0	8,4	13,6	20,6	24,9	24,6	23,6
dav. LuL	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6
Bilanzsumme	43,7	42,6	39,9	39,2	38,3	38,4	37,9	42,9	50,5	56,3	57,4	58,1

Bilanz in %

	05	06	07	08	09	10	11	12e	13e	14e	15e	16e
Anlageverm.	85,5%	81,7%	85,1%	84,2%	84,0%	80,5%	79,1%	77,6%	86,2%	85,7%	85,2%	81,4%
dav. Sachanlagen	83,7%	81,3%	84,6%	83,8%	83,6%	80,2%	78,9%	77,3%	86,0%	85,5%	85,0%	81,2%
Umlaufvermögen	14,5%	18,3%	14,9%	15,8%	16,0%	19,5%	20,9%	22,4%	13,8%	14,3%	14,8%	18,6%
dav. Liquidität	1,8%	1,4%	0,8%	1,3%	1,1%	5,9%	5,2%	7,5%	1,6%	1,6%	1,7%	5,2%
Eigenkapital	28,3%	31,3%	36,4%	40,5%	43,2%	45,1%	48,2%	40,3%	35,2%	33,5%	35,0%	37,2%
dav. Grundkap.	18,3%	18,8%	20,0%	20,4%	20,9%	20,8%	21,1%	18,6%	15,8%	14,2%	13,9%	13,8%
Rückstellungen	19,7%	17,2%	17,6%	17,0%	16,5%	18,5%	19,7%	20,2%	17,2%	15,4%	15,1%	14,9%
Verbindlichkeiten	51,5%	51,0%	45,5%	41,3%	38,5%	35,1%	30,8%	38,8%	47,0%	50,6%	49,4%	47,3%
dav. Bank	45,1%	45,5%	38,4%	34,4%	32,0%	26,0%	22,2%	31,8%	40,9%	44,3%	42,8%	40,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Aufgrund der Umstellung der Bilanzierung auf IFRS sank die Eigenkapitalquote um 7 Punkte durch eine notwendige Höherdotierung der Pensionsrückstellungen und eine Aufholung des Fehlbetrages von rd. 1,8 Mio. € aus der 1999 geschlossenen und ausgelagerten Pensionskasse.

CF-Rechnung in Mio. €

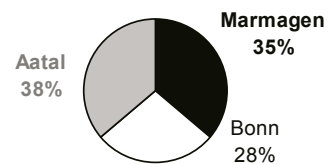
	05	06	07	08	09	10	11	12	13e	14e	15e	16e
EAT	0,2	0,9	1,2	1,8	1,2	1,5	1,3	0,6	0,7	1,5	1,7	2,1
Abschreibungen	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	1,8	2,2	2,2	2,2
Sonstiges	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Cashflow	2,0	2,5	2,7	3,2	2,8	3,1	3,1	2,4	2,5	3,6	3,8	4,2
Änderung NWC	0,5	-2,8	1,5	0,2	-0,4	0,4	-0,7	0,0	0,3	-0,8	-0,3	-0,2
Sonstiges	-0,2	-0,5	0,4	-0,2	-0,1	1,5	0,0	-1,2	0,1	0,4	0,2	0,2
Cashflow Geschäft	2,2	-0,8	4,6	3,1	2,3	5,1	2,4	1,2	2,8	3,2	3,7	4,2
Nettoinvestitionen	-0,5	0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5	-0,6	-5,1	-12,0	-6,9	-2,9	-0,5
Free Cashflow	1,7	0,1	3,8	2,5	1,5	4,6	1,7	-3,9	-9,2	-3,7	0,9	3,7
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Änderung Nettoversch.	-1,7	-0,1	-3,8	-2,0	-1,1	-4,2	-1,3	4,0	9,4	4,2	-0,4	-3,1

Übersicht

GuV in %

	11	12	13e	14e
Materialaufwand	-14,8%	-15,6%	-15,5%	-15,4%
Personalaufwand	-60,0%	-59,4%	-58,7%	-58,7%
EBITDAR	17,6%	16,1%	16,3%	17,4%
EBITDA	6,2%	4,4%	4,8%	6,7%
EBIT	4,2%	2,4%	2,2%	4,1%
EBT	3,5%	1,5%	1,8%	3,3%
EAT	3,9%	1,7%	1,8%	3,1%
Cashflow	8,1%	6,2%	6,3%	7,7%
Aussch.-Quote	31,3%	23,3%	30,0%	30,0%

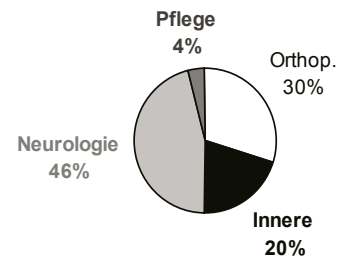
Umsatzverteilung Häuser (2012)



Kennziffern

	11	12	13e	14e
Umsatz/Mitarb. (Tsd. €)	55,0	54,9	54,5	47,2
EBITDAR/Mitarb./Tsd. €)	7,3	6,3	6,8	8,3
RoE	8,1	3,8%	4,0%	7,5%
ROCE	6,6	4,3%	16,5	6,6%
Gearing	348	275	112	348%
NV/EBITDA	1,6	3,0	5,3	4,6
EBITDA/FE	5,2	4,5	3,6	4,4
Cashflow/Invest.	4,8	0,5	0,2	0,5
Free Cashflow (Mio. €)	1,7	-3,9	-9,2	-3,7

Umsatz Indikationen (2012)



Entwicklung Umsatz, EAT-, Cashflow- und Free-Cash-Flow-Margen

