

# Gesundheitsreport

## Blendende Aussichten



Bild: HPS<sup>®</sup>, frei nach LaughingStock International Inc./dist. by United Media, 2003

„Soll ich versuchen, ob du ein Einzelzimmer kriegen kannst?“

- ◆ **Politik:** Mit neuen Reformen zieht sich der Gesetzgeber zunehmend aus der Verantwortung
- ◆ **Betreiber:** Die Börse ist tot und die private Netzwerkinitiative Helios noch ohne Leben
- ◆ **Blendende Aussichten:** Dem Bürger winken weiter steigende Beiträge bei rationierten Leistungen

**Der Gesundheitsreport ist urheberrechtlich geschützt.**

Adr.: HPS Research  
Hartmut Schmidt  
Am Gerauer Weg 25  
64572 Büttelborn  
Tel.: 06152/91 14 88  
Fax: 06152/92 67 30  
E-Mail: [hs@hpsresearch.de](mailto:hs@hpsresearch.de)

---

# Gesundheitsreport

AUSGABE JULI 2015

Die Politik zieht sich aus der Verantwortung und verlagert die Probleme auf die Beitragszahler, die sich in Zukunft auf kontinuierlich steigende Zahlungen bei reduzierten Leistungen einstellen müssen. Zudem verengt sie den Zugang zu privatem (Eigen-)Kapital, mit verheerenden Folgen für Effizienz und Qualität. Wenn sich nicht Entscheidendes verändert, wird das deutsche Gesundheitswesen ungebremst gegen die Wand rasen.

## KAUFEN\*

Eifelhöhen-Klinik

## HALTEN\*

RHÖN-KLINIKUM

MediClin

Maternus-Kliniken

Marseille-Kliniken

- **Politik zieht sich zurück:** Die Politik hat das Demografieproblem erkannt. Sie verlagert die Probleme zunehmend auf das zahlende Volk, das sich in Zukunft auf steigende Kosten für die Gesundheitsversorgung (Fremder) freuen darf, bei sinkenden Leistungen (für sich selbst). Am (bereits mumifizierten) System ändert sie nichts.
- **Probleme werden bald unlösbar:** Demografisch und systembedingt wird das deutsche Gesundheitssystem ohne weitreichende Veränderungen, die derzeit nicht sichtbar sind, ungebremst gegen die Wand fahren. Erschwert wird dieses Problem, da die Politik keine Zusammenhänge zwischen Gewinn, Investitionen und Qualität erkennen kann und alles versucht, um Gewinne bei (privaten) Betreibern zu verhindern.
- **Netzwerkinitiative noch ohne Leben:** Licht ans Ende des Tunnels könnte die neue Netzwerkinitiative von Asklepios, Helios und RHÖN-KLINIKUM bringen, die allein über 10 % des Marktes auf sich vereinen. Lebenszeichen hat sie allerdings bis heute noch nicht von sich gegeben.
- **Kapitel Börse für Klinik- und Pflegeheimunternehmen zu Ende:** Mit einem Free Float von nur noch rd. 1 Mrd. € ist das Kapitel Börse für Klinik- und Pflegeheime zu Ende. Ob sich dies längerfristig wieder ändert, bleibt abzuwarten. Der Blick auf die weiter sehr gute Performance der ausländischen börsennotierten Betreiber stimmt zuversichtlich.

\*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 '14 | P/E '15e | PCF '14e | PCF '15e | Rend. '14 | PBW 14 | EV/Umsatz | EV/Bett | EV/EBITDAR |
|------------|---------|-----------|---------|----------|----------|----------|-----------|--------|-----------|---------|------------|
| 30.06.2015 | Mio. €  | Mio. €    | X       | X        | X        | X        | %         | X      | X         | X       | X          |
| Eifelhöhen | 50      | 12        | 413,2   | 7,8      | 5,5      | 3,2      | 2,0%      | 0,8    | 1,7       | 129,0   | 10,6       |
| Marseille* | 212     | 48        | 5,1     | 5,9      | 2,8      | 3,4      | 5,9%      | 0,7    | 2,5       | 79,5    | 9,5        |
| Maternus   | 125     | 28        | 0,2     | -18,8    | 0,2      | 8,8      | 0,0%      | -1,1   | 2,2       | 70,5    | 12,7       |
| MediClin   | 552     | 170       | 19,8    | 16,4     | 4,7      | 5,6      | 0,0%      | 1,1    | 1,4       | 95,0    | 9,4        |
| Rhön       | 1.104   | 1.771     | 2,5     | 23,6     | 2,3      | 13,0     | 3,4%      | 1,4    | 1,4       | 298,6   | 10,5       |

\*2014, Marseille-Kliniken: 2014/15e, Kurs Valora-Effekten; Quelle: HPS®

# Inhalt

## Teil I: Zusammenfassung, Unternehmensvergleich

|   |     |
|---|-----|
| Zusammenfassung .....                             | 3   |
| Blendende Aussichten.....                         | 5   |
| Ranking, Klinik-News In- und Ausland .....        | 11  |
| Kursentwicklung und -perspektiven .....           | 175 |
| Änderung Prognose/Anlageempfehlung/Kursziel ..... | 178 |
| Unternehmens-/Bewertungsvergleich.....            | 179 |

## Teil II: Einzelstudien      **letzter Kurs (XETRA/Parkett): 30. Juni 2015**

|   |     |
|---|-----|
| RHÖN-KLINIKUM: Halten – Wachstum vs. Dividende .....              | 190 |
| MediClin: Halten – Zementierte Kurse .....                        | 202 |
| Eifelhöhen-Klinik: Kaufen – Für Ertragsfantasie ist gesorgt ..... | 216 |
| Maternus-Kliniken: Halten – Wichtige Etappenziele erreicht .....  | 230 |

## Teil III: Marktszenario

|  |     |
|--|-----|
| Gesundheitsmarkt im Umbruch.....                 | 242 |
| Akut: Konzentrations-/Privatisierungswelle.....  | 257 |
| Reha: Wachstum, Auslese und Integration.....     | 264 |
| Ambulanter Sektor Medizin: Integration Akut..... | 273 |
| Altenpflege: Integration und Konzentration.....  | 278 |

## Glossar

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| Fachausdrücke Krankenhäuser ..... | 287 |
| Fachausdrücke Finanzen.....       | 289 |
| Allgemeine Abkürzungen.....       | 290 |
| Abkürzungen Bundesländer.....     | 290 |
| Abkürzungen Nationen.....         | 290 |

# Zusammenfassung

## Blendende Aussichten

*Demografieproblem führt zu ...*  
 ... steigenden Soziallasten,  
 ... Rationierung,  
 ... Konzentrationsdruck

*Politik erkennt Problem und ...*  
 ... schiebt die Verantwortung von sich ab

Die Aussichten (für den Bürger im noch nicht rentenpflichtigen Alter) sind blendend. Denn die Politik hat erkannt, dass sie das Gesundheitssystem demografisch bedingt nicht mehr retten kann und schiebt die Verantwortung in allen Bereichen auf die gesetzlichen Sicherungssysteme und die Leistungsanbieter. Erstere werden bei gleichzeitig zunehmender Rationierung der Leistungen die Beiträge massiv erhöhen (müssen). Auf Letztere wird sich der Druck massiv erhöhen, dem sie (angesichts zunehmender finanzieller Sorgen) machtlos ausgeliefert sind. Der Konzentrationsdruck sowohl auf der Seite der Kostenträger als auch auf der der Leistungsanbieter wird sich massiv beschleunigen. Am Ende dieses Ausleseprozesses werden auf beiden Seiten nicht mehr viele Akteure übrig bleiben, was so schlecht nicht ist, unter anderem vor dem Hintergrund der dann (durch Abbau von Verwaltungen) möglichen Effizienz- und (durch einheitliche Prozesse über die Sektorengrenzen) Qualitätsgewinne.

*Ranking umfasst ...*  
 ... 85 Kliniken (dav. 20 Rehas)  
 ... 53 Pflegeunternehmen  
 ... 32 % des Krankenhausmarktes  
 ... 33 % des Reha-Marktes  
 ... 15 % des Pflegemarktes

56 Kurzanalysen

Neben dem Hauptteil enthält Teil I des Gesundheitsreports ein Ranking betriebswirtschaftlicher Kennzahlen von 148 Kliniken und Pflegeheimen aus dem In- und Ausland – die Inländer repräsentieren dabei im Bereich Krankenhäuser 32 % des Marktes, im Bereich Reha 33 % und im Segment Pflege 15 % – sowie 46 Kurzanalysen von nicht-börsennotierten Unternehmen der stationären Gesundheitsversorgung im Inland und 10 börsennotierten Unternehmen im Ausland. Die Einzel-Rankings sind dabei zu einem gewichteten Gesamtranking zusammengeführt.

## Klinik-/Pflegeaktien: Das Kapitel Börse ist zu Ende

*Kapitel Börse beendet, nach ...*  
 ... Delisting Marseille-Aktie  
 ... Kapitalheranzsetzung Rhön  
 ... Delisting CURANUM-Aktie

Das Kapitel Börse ist nach dem Delisting von CURANUM Anfang des Jahres in Deutschland für Klinik- und Pflegeheimaktien zu Ende. Es war eigentlich von Beginn an nicht schön, da mit Ausnahme vom RHÖN-KLINIKUM das Instrument Aktie (von den Banken und Alteigentümern) nur benutzt wurde, um die eigenen Risiken zu mindern. Infolgedessen gingen einige Unternehmen nach ihrem IPO Pleite (Bsp. EUROMED und Refugium) und viele Kurse brachen unmittelbar nach dem IPO ein und erholten sich nicht mehr (MediClin, Maternus- und Marseille-Kliniken). Nachdem auch RHÖN-KLINIKUM (auch in Folge der unberechenbaren Politik) mit dem Verkauf des Gros seines Geschäfts an Helios und der anschließenden Kapitalherabsetzung die Segel einholte, beträgt die Marktkapitalisierung des Free Floats nur noch rd. 1 Mrd. €, so dass das Marktsegment Kliniken bzw. Pflegeheimaktien für (institutionelle) Anleger uninteressant geworden ist.



*Kursentwicklung im Ausland ...  
... macht Mut*

Dass die deutsche Börse als Finanzierungsmedium für Klinik- und Pflegeheime wieder interessant werden wird, ist mit Blick auf die Gesundheitspolitik in Deutschland, die alles daran setzt, das Renditepotenzial für privates Kapital zu begrenzen, auf absehbare Zeit ausgeschlossen. Zudem ist der Privatisierungszug im Krankenhausbereich zum Stillstand gekommen, und die Großen der Branche (Asklepios, Helios-Fresenius und RHÖN-KLINIKUM) setzen in Zukunft verstärkt auf internes Wachstum. Ob die Finanzierungsalternative Börse im Bereich Kliniken bzw. Pflegeheime allerdings für immer geschlossen bleibt, bleibt abzuwarten. Die nach wie vor sehr gute Umsatz-, Ertrags- und Kursentwicklung der ausländischen börsennotierten Betreiber macht auf jeden Fall Mut.

*Anzahl Analysen in Teil II ...  
... weiter verringert*

Die Liste der börsennotierten Unternehmen, die im Gesundheitsreport noch analysiert werden, hat sich nach dem Delisting der Aktie von CURANUM von sechs auf vier reduziert – die auf Volara-Effekten gehandelte Aktie von Marseille-Kliniken wird im Report 7/15 nicht analysiert, da das Unternehmen seit Anfang des Jahres keine Zahlen veröffentlichte. Von den analysierten börsennotierten Klinik- und Pflegeheimaktien hat sich ggü. dem Report 1/15 kein Urteil geändert. Wie immer ist darauf hinzuweisen, dass sie Urteile sind und die Analysen potenziellen Anlegern die persönliche Entscheidung nicht abnehmen können. Die Urteile und die Themen der Analysen sind in der folgenden Übersicht dargestellt.

*RHÖN „Halten“*

**RHÖN-KLINIKUM:** Anlageurteil unverändert „Halten“. Titel: „Wachstum vs. Dividende“: 2015 ff wird sich die Aktie von einem Wachstums- zu einem Dividendenwert entwickeln.

*MediClin „Halten“*

**MediClin:** Anlageurteil unverändert „Halten“. Titel: „Zementierte Kurse“: Die Aktionärsstruktur, die jede Kursfantasie im Keim ersticken lässt, sorgt für festzementierte Kurse auch in der Zukunft.

*Eifelhöhen „Kaufen“*

**Eifelhöhen-Klinik:** Anlageurteil unverändert „Kaufen“. Titel: „Für Ertragsfantasie ist gesorgt“: 2015 ff ist mit deutlich steigenden Erträgen zu rechnen, auch da die Fühler nach neuen Projekten ausgerichtet werden.

*Maternus „Halten“*

**Maternus-Kliniken:** Anlageurteil unverändert „Halten“. Titel: „Wichtige Etappenziele erreicht“: 2015 wurden wichtige Etappenziele erreicht, die einen positiven Ausgang der Bankengespräche ermöglichen könnten.

## 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. Denn angesichts der finanziellen (Euro-) Probleme und demografischer sowie soziokultureller Veränderungen sind die Weichen bereits gestellt. Der Umbruch wird durch den vollendeten Fresenius-Helios-Rhön-Klinikum-Deal beschleunigt, der auch den Startschuss für die Netzwerk-Initiative von Münch gab. Es ist damit zu rechnen, dass das Münch-Modell auch auf die ausländischen Märkte ausstrahlen wird.

*Fresenius-Rhön-Deal ...  
... beschleunigt Umbruch  
... löst Münch-Modell aus*

# Ranking, Klinik-News In- und Ausland

## Vorbemerkung

### *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, wie ein Unternehmen im Vergleich zur Branche steht und wo bilanzielles Verbesserungspotenzial besteht. 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. Beginnend mit dem vorliegenden Report sind die gewichteten Einzelrankings zu einem Gesamtranking zusammengefasst; die Vorgehensweise wird anschließend erläutert.

### *Benchmark-Vergleich wird zum ... ... Ranking*

### *Gewichtete Einzelrankings zum ... ... Gesamtranking zusammengefasst*

### *Einzelanalyse unabdingbar*

Folgende generelle Anmerkungen sind zu beachten:

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. 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.
3. Die Transparenz des veröffentlichten Datenmaterials ist heterogen.
4. Die Beurteilung einer Klinik bzw. eines Pflegeheimes anhand einzelner Kennzahlen kann/wird zu falschen Ergebnissen führen.

## Unternehmen

*Ersatz HSK,  
pro diako,  
Damp,  
SenVital  
durch Klinikum Fulda,  
Contilia  
Kathol. Klinikum Bochum*

Im Vergleich zum Report 1/15 hat sich die deutsche Benchmark – die unverändert 7 bzw. 3 ausländischen Klinik- und Pflegeheimbetreiber werden getrennt dargestellt – derart verändert, dass im Akutbereich HSK, pro diako und Damp durch Klinikum Fulda, Contilia und Katholische Klinikum Bochum und im Bereich Pflege SenVital durch LAFIM ersetzt wurden. Sie umfasst damit unverändert

- 85 Kliniken, davon 20 Rehas
- 53 Pflegeheime, davon 3 Wohnstifte und 3 ambulante Pflegedienste.

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 (ohne die Universitätskliniken) unverändert rd. 26 % des deutschen Marktes in den Bereichen Akut, Reha und Pflege von 131 Mrd. € (40 % des Gesamtgesundheitsmarktes 2013 von rd. 315 Mrd. €).

## Krankenhäuser

| Unternehmen | kurz   | Träger        | Umsatz   |           |         |        | Umsatzverteilung |      |        |     |
|-------------|--|---------------|----------|-----------|---------|--------|------------------|------|--------|-----|
|             |  |               | (Mio. €) | Abschluss | von     | Zahlen | Akut             | Reha | Sonst. |     |
| 1           | Agaplesion                                   | Agaplesion    | freigem. | 904       | Konzern | 2013   | HGB              | 86%  | 0%     | 14% |
| 2           | Alexianer                                    | Alexianer     | freigem. | 573       | Konzern | 2013   | HGB              | 73%  | 0%     | 27% |
| 3           | Alfried Krupp von Bohlen und Halbach KH      | Krupp         | freigem. | 168       | Konzern | 2013   | HGB              | 91%  | 1%     | 9%  |
| 4           | Asklepios Kliniken                           | Asklepios     | privat   | 3.020     | Konzern | 2014   | IFRS             | 85%  | 14%    | 1%  |
| 5           | ATEGRIS                                      | ATEGRIS       | freigem. | 168       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 6           | Barmherzige Brüder                           | Barm. Brüder  | freigem. | 483       | Konzern | 2013   | HGB              | 81%  | 1%     | 18% |
| 7           | Caritas Trägergesellschaft Saarbrücken       | cts           | freigem. | 219       | Konzern | 2013   | HGB              | 74%  | 0%     | 26% |
| 8           | Caritas-Trägergesellschaft West              | CTW           | freigem. | 173       | Konzern | 2013   | HGB              | 93%  | 0%     | 7%  |
| 9           | Carl-Thiem-Klinikum                          | Carl-Thiem    | komm.    | 160       | gGmbH   | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 10          | Contilia                                     | CON           | freigem. | 203       | Konzern | 2013   | HGB              | 84%  | 0%     | 16% |
| 11          | Deutsche Malteser                            | Malteser      | freigem. | 451       | Konzern | 2013   | HGB              | 81%  | 0%     | 19% |
| 12          | Diakonische Dienste Hannover                 | DDH           | freigem. | 277       | Konzern | 2013   | HGB              | 82%  | 0%     | 18% |
| 13          | DRK Trägergesellschaft Süd-West              | DRK SW        | freigem. | 238       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 14          | edia.con                                     | edia.con      | freigem. | 141       | Konzern | 2013   | HGB              | 91%  | 0%     | 9%  |
| 15          | Evangel. u. Johanniter Klinikum Niederrhein  | EJK           | freigem. | 212       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 16          | Evangelisches Krankenhaus Bielefeld          | EK Bielefeld  | freigem. | 224       | gGmbH   | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 17          | Gemeinn. G'ft d. Franziskanerinnen zu Olpe   | GFO           | freigem. | 448       | Konzern | 2013   | HGB              | 84%  | 0%     | 16% |
| 18          | Gesundheit Nord                              | G'heit Nord   | komm.    | 516       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 19          | Gesundheit Nordhessen                        | Nordhessen    | komm.    | 332       | Konzern | 2013   | HGB              | 95%  | 2%     | 3%  |
| 20          | HELIOS Kliniken                              | Helios        | privat   | 5.244     | Konzern | 2014   | IFRS             | 88%  | 9%     | 3%  |
| 21          | Hochtaunus-Kliniken                          | Hochtaunus    | komm.    | 81        | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 22          | Hospitalvereinigung St. Marien               | HSM           | freigem. | 292       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 23          | Johanniter                                   | Johanniter    | freigem. | 612       | Konzern | 2013   | HGB              | 48%  | 0%     | 52% |
| 24          | Katholisches Klinikum Bochum                 | KKB           | freigem. | 199       | Konzern | 2013   | HGB              | 93%  | 0%     | 7%  |
| 25          | KBO Kliniken des Bezirks Oberbayern          | Oberbayern    | komm.    | 324       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 26          | Kliniken der Stadt Köln                      | Köln          | komm.    | 309       | gGmbH   | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 27          | Kliniken des Main-Taunus-Kreises             | MTK           | komm.    | 92        | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 28          | Kliniken Südbayern                           | Südbayern     | komm.    | 215       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 29          | Klinikum Chemnitz                            | Chemnitz      | komm.    | 333       | Konzern | 2013   | HGB              | 84%  | 0%     | 16% |
| 30          | Klinikum Darmstadt                           | Darmstadt     | komm.    | 153       | Konzern | 2013   | HGB              | 95%  | 0%     | 5%  |
| 31          | Klinikum Dortmund                            | Dortmund      | komm.    | 284       | gGmbH   | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 32          | Klinikum Frankfurt Höchst                    | Höchst        | komm.    | 162       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 33          | Klinikum Fulda                               | Fulda         | komm.    | 180       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 34          | Klinikum Hanau                               | Hanau         | komm.    | 116       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 35          | Klinikum Offenbach                           | Offenbach     | komm.    | 149       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 36          | Klinikum Oldenburg                           | KOB           | komm.    | 196       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 37          | Klinikum Saarbrücken                         | Saarbrücken   | komm.    | 112       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 38          | Klinikum St. Georg                           | St. Georg     | komm.    | 191       | Konzern | 2013   | HGB              | 97%  | 1%     | 2%  |
| 39          | Klinikverbund Südwest                        | Südwest       | komm.    | 264       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 40          | Klinikverbund Westmünsterland                | KVW           | freigem. | 195       | Konzern | 2013   | HGB              | 93%  | 0%     | 7%  |
| 41          | KMG Kliniken                                 | KMG           | privat   | 153       | Konzern | 2009   | HGB              | 71%  | 15%    | 14% |
| 42          | KRH Klinikum Region Hannover                 | Hannover      | komm.    | 501       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 43          | Maria Hilf Kranken- und Pflegegesellschaft   | Maria Hilf    | freigem. | 284       | Konzern | 2013   | HGB              | 67%  | 0%     | 33% |
| 44          | Marienhause Kranken- und Pflegegesellschaft  | Marienhause   | freigem. | 453       | GmbH    | 2012   | HGB              | 88%  | 2%     | 10% |
| 45          | MediClin                                     | MediClin      | privat   | 538       | Konzern | 2014   | IFRS             | 39%  | 58%    | 3%  |
| 46          | Niels-Stensen-Kliniken                       | Niels-Stensen | freigem. | 259       | Konzern | 2013   | HGB              | 93%  | 0%     | 7%  |
| 47          | Paracelsus Kliniken                          | Paracelsus    | privat   | 347       | Konzern | 2013   | HGB              | 80%  | 20%    | 0%  |
| 48          | Paul Gerhardt Diakonie                       | PGD           | freigem. | 319       | Konzern | 2013   | HGB              | 93%  | 0%     | 7%  |
| 49          | Pro Homine                                   | Pro Homine    | freigem. | 141       | Konzern | 2013   | HGB              | 78%  | 2%     | 20% |
| 50          | regioMed-Kliniken                            | regioMed      | komm.    | 259       | Konzern | 2013   | HGB              | 95%  | 0%     | 5%  |
| 51          | Region. Gesundheitsholding Heilbronn-Franken | Heilbronn-F.  | komm.    | 335       | Konzern | 2013   | HGB              | 91%  | 0%     | 9%  |
| 52          | Regionale Klinik Holding RKH                 | RKH           | komm.    | 434       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 53          | RHÖN-KLINIKUM                                | Rhön          | privat   | 1.510     | Konzern | 2014   | IFRS             | 96%  | 2%     | 2%  |
| 54          | Robert-Bosch-Krankenhaus                     | RBK           | komm.    | 203       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 55          | Saarland-Heilstätten                         | Saarland      | komm.    | 279       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 56          | Sana Kliniken                                | Sana          | privat   | 2.156     | Konzern | 2014   | IFRS             | 84%  | 0%     | 16% |
| 57          | Schwarzwald-Baar Klinikum                    | SBK-VS        | komm.    | 192       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 58          | SRH Kliniken                                 | SRH           | privat   | 444       | Konzern | 2013   | HGB              | 97%  | 3%     | 0%  |
| 59          | St. Augustinus                               | Augustinus    | freigem. | 251       | Konzern | 2013   | HGB              | 76%  | 0%     | 24% |
| 60          | St. Elisabeth Gruppe                         | Elisabeth     | freigem. | 207       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 61          | Städtische Klinikum München                  | München       | komm.    | 592       | GmbH    | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 62          | Städtisches Klinikum Braunschweig            | Braunschweig  | komm.    | 266       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 63          | Städtisches Klinikum Karlsruhe               | Karlsruhe     | komm.    | 280       | Konzern | 2013   | HGB              | 100% | 0%     | 0%  |
| 64          | Vivantes Netzwerk für Gesundheit             | Vivantes      | komm.    | 1.030     | Konzern | 2014   | HGB              | 95%  | 0%     | 5%  |
| 65          | Westpfalz-Klinikum                           | Westpfalz     | komm.    | 256       | Konzern | 2013   | HGB              | 98%  | 0%     | 2%  |

Quelle: HPS®



65 deutsche Krankenhäuser =  
32 % des deutschen Marktes

74 % von HCA

7 ausländische Ketten ...  
... erzielen 82 Mrd. € Umsatz  
... könnten Deutschland versorgen

Die unverändert 65 deutschen Krankenhausunternehmen repräsentieren rd. 32 (31) % des deutschen Krankenhausmarktes. Die 8 privaten Betreiber repräsentieren dabei 43 % der Benchmark und die 30 kommunalen 32 %. Sie sind fast ausnahmslos bedeutend kleiner als die ausländischen Betreiber und erwirtschaften zusammen nur rd. 74 % des Umsatzes von HCA.

Die in dem Tableau aufgelisteten sieben ausländischen Klinikketten, die im Nachfolgenden genauer durchleuchtet werden, erwirtschaften einen Umsatz von rd. 82 Mrd. €. Dies entspricht dem Volumen des gesamten deutschen Krankenhausmarktes 2013.

## Krankenhäuser Ausland

| Unternehmen                      | Kurz               | Träger | Umsatz* | Abschluss | von  | Zahlen | Akut** | Reha** | Sonst.** |
|----------------------------------|--------------------|--------|---------|-----------|------|--------|--------|--------|----------|
| 1 Apollo (Indien)                | <b>Apollo</b>      | privat | 730     | Konzern   | 2014 | IND.   | 77%    | 0%     | 23%      |
| 2 CHS (USA)                      | <b>CHS</b>         | privat | 21.561  | Konzern   | 2014 | USA    | 100%   | 0%     | 0%       |
| 3 Générale de Santé (Frankreich) | <b>GDS</b>         | privat | 1.929   | Konzern   | 2014 | IFRS   | 100%   | 0%     | 0%       |
| 4 HCA (USA)                      | <b>HCA</b>         | privat | 35.958  | Konzern   | 2014 | USA    | 100%   | 0%     | 0%       |
| 5 MEDI-CLINIC (Südafrika)        | <b>Medi-Clinic</b> | privat | 2.572   | Konzern   | 2014 | SA     | 100%   | 0%     | 0%       |
| 6 Ramsay Health Care             | <b>Ramsay</b>      | privat | 3.370   | Konzern   | 2014 | AUS    | 100%   | 0%     | 0%       |
| 7 Tenet (USA)                    | <b>Tenet</b>       | privat | 16.074  | Konzern   | 2014 | USA    | 100%   | 0%     | 0%       |

\*in Mio. € (Umrechnungskurs 30.6.2015 – der addierte Umsatz der sieben Betreiber ist mit rd. 82 Mrd. € Umsatz genauso so groß wie der gesamte deutsche Krankenhausmarkt), \*\* Umsatzverteilung; Quelle: HPS®

## Reha-Kliniken

| Unternehmen                           | Kurz             | Träger | Umsatz (Mio. €) | Abschluss | von     | Zahlen | Umsatzanteil Reha | Sonst. |
|---------------------------------------|------------------|--------|-----------------|-----------|---------|--------|-------------------|--------|
| 1 AHG Allgemeine Hospitalgesellschaft | <b>AHG</b>       | privat | 174             | Konzern   | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 2 AOK Klinik                          | <b>AOK</b>       | komm.  | 20              | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 3 Brandenburgklinik                   | <b>BBK</b>       | privat | 53              | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 4 Celenus                             | <b>CEL</b>       | privat | 84              | Konzern   | 2012    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 5 Dr. Becker Kliniken                 | <b>Becker</b>    | privat | 106             | Konzern   | 2012    | HGB    | 87%               | 3%     |
| 6 Eifelhöhen-Klinik                   | <b>EIF</b>       | privat | 43              | Konzern   | 2014    | IFRS   | 100%              | 0%     |
| 7 Johannesbad                         | <b>Jobad</b>     | privat | 114             | Konzern   | 2013    | HGB    | 90%               | 0%     |
| 8 Kliniken Hartenstein                | <b>Kha</b>       | privat | 27              | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 18%    |
| 9 Kliniken Höhenried                  | <b>Khö</b>       | komm.  | 26              | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 10 Kliniken Schmieder                 | <b>Schmieder</b> | privat | 107             | Konzern   | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 11 Klinikum Passauer Wolf             | <b>PaWo</b>      | privat | 55              | Konzern   | 2012/13 | HGB    | 100%              | 39%    |
| 12 MEDIAN Kliniken                    | <b>MEDIAN</b>    | privat | 403             | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 13 Medical Park                       | <b>MP</b>        | privat | 155             | Konzern   | 2012    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 14 MediClin                           | <b>MediClin</b>  | privat | 538             | Konzern   | 2014    | IFRS   | 58%               | 0%     |
| 15 Michels Kliniken                   | <b>Michels</b>   | privat | 21              | Konzern   | 2013    | HGB    | 65%               | 0%     |
| 16 REHASAN                            | <b>REHA</b>      | privat | 21              | Konzern   | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 17 RHM Kliniken                       | <b>RHM</b>       | privat | 101             | Konzern   | 2013    | HGB    | 80%               | 0%     |
| 18 Ruland Kliniken                    | <b>Ruland</b>    | privat | 27              | Konzern   | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 19 Sachsenklinik                      | <b>Sakl</b>      | privat | 51              | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 0%     |
| 20 Wittgensteiner Kliniken            | <b>WKA</b>       | privat | 210             | GmbH      | 2013    | HGB    | 100%              | 13%    |

Quelle: HPS®

20 Kliniken repräsentieren ...  
... 24 % des Reha-Marktes

Gesundheitsreport umfasst ...  
... 33 % des Reha-Marktes

Der Reha-Umsatz der ggü. dem Report 1/15 unverändert 20 Unternehmen beläuft sich auf rd. 2.335 (1/15: 1.971) Mio. € bzw. rd. 24 (1/15: 20) % des deutschen Reha-Marktes. Inkl. des Reha-Anteils der erfassten Krankenhäuser sind es 2,9 (1/15: 2,5) Mrd. € oder 33 (28) % des deutschen Reha-Marktes. Sie befinden sich mit Ausnahme von Nr. 2 und 9 in privater Trägerschaft und das Gros von ihnen ist familiengeführt.

## Wohnen im Alter/Pflege

53 deutsche Betreiber =  
... 12 % des deutschen Marktes

Gesundheitsreport umfasst ...  
... 15 % des Pflege-Marktes

Der Umsatz der ggü. dem Report 1/15 unverändert 53 Unternehmen beläuft sich auf rd. 5,2 (1/15: 4,9) Mrd. € Umsatz. Sie repräsentieren rd. 12 % des deutschen Pflegemarktes. Inkl. des Pflege-Anteils der erfassten Kliniken sind es 5,8 Mrd. € bzw. rd. 15 % des Marktes.

Kategorisiert nach Betreiberschaft repräsentieren die 35 (1/15: 34) privaten Betreiber 68 (1/15: 69) % des Umsatzes, die unverändert 8 kommunalen Betreiber 7 (8) % des Umsatzes und die 10 (9) freigemeinnützigen Betreiber 25 (249) % des Umsatzes.

| Unternehmen | Kurz   | Träger      | Umsatz<br>(Mio. €) | Abschluss | von        | Zahlen | Umsatzanteil |        |     |
|-------------|--|-------------|--------------------|-----------|------------|--------|--------------|--------|-----|
|             |  |             |                    |           |            |        | Pflege       | Sonst. |     |
| 1           | Advita**                                     | advita      | privat             | 32        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 2           | Alloheim                                     | ALO         | privat             | 122       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 3           | Alpenland                                    | Alpenland   | privat             | 65        | Konzern    | 2013   | HGB          | 76%    | 24% |
| 4           | Augustinum*                                  | AUG*        | freigem.           | 326       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 5           | Azurit Rohr                                  | Azurit      | privat             | 96        | GmbH       | 2.013  | HGB          | 100%   | 0%  |
| 6           | C.A.R.E. Europe                              | C.A.R.E.    | privat             | 50        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 7           | Caritas-Betriebsführ.- u. Trägergesellschaft | CBT Köln    | freigem.           | 77        | GmbH       | 2013   | HGB          | 92%    | 8%  |
| 8           | Casa Reha Holding                            | Casa Reha   | privat             | 236       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 9           | Cellitinnen                                  | Cellitinnen | freigem.           | 60        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 10          | Compassio                                    | Compassio   | privat             | 69        | GmbH & Co. | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 11          | CURA Kurkliniken Sen.-Wohn- u. Pflegeh.      | Cura        | privat             | 214       | Konzern    | 2013   | HGB          | 80%    | 20% |
| 12          | CURANUM                                      | Curanum     | privat             | 293       | Konzern    | 2013   | IFRS         | 100%   | 0%  |
| 13          | DANA Senioreneinrichtungen                   | Dana        | privat             | 38        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 14          | Deutsche Fachpflege Holding                  | DFH         | privat             | 50        | Konzern    | 2012   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 15          | DOMICIL Senioren-Residenzen                  | Domicil     | privat             | 117       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 16          | DSG  | DSG         | privat             | 46        | GmbH&Co.   | 2012   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 17          | Ev. Altenhilfe Duisburg                      | Duisburg    | freigem.           | 31        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 18          | Evangelische Heimstiftung                    | EHS         | freigem.           | 274       | Konzern    | 2013   | HGB          | 94%    | 6%  |
| 19          | GDA*   | GDA*        | freigem.           | 73        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 20          | H&R  | H&R         | privat             | 52        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 21          | Haus Edelberg Holding                        | HED         | privat             | 56        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 22          | Johanniter Seniorenhäuser                    | Johanniter  | freigem.           | 150       | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 23          | K&S - Dr. Krantz Sozialbau u. Betreuung      | K&S         | privat             | 116       | Konzern    | 2013   | HGB          | 80%    | 20% |
| 24          | KATHARINENHOF                                | KATHOF      | privat             | 33        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 25          | Kleeblatt Pflegeheime                        | Kleeblatt   | komm.              | 29        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 26          | Kursana Social Care                          | KSC         | privat             | 85        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 27          | KWA Kuratorium Wohnen im Alter*              | KWA*        | privat             | 111       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 28          | LAFIM  | LAFIM       | freigem.           | 90        | Konzern    | 2013   | HGB          | 76%    | 24% |
| 29          | Marseille-Kliniken                           | Marseille   | privat             | 202       | Konzern    | 2014   | IFRS         | 100%   | 0%  |
| 30          | Maternus-Kliniken                            | Maternus    | privat             | 122       | Konzern    | 2014   | IFRS         | 71%    | 29% |
| 31          | Mission Leben                                | ML          | freigem.           | 61        | Konzern    | 2013   | HGB          | 74%    | 26% |
| 32          | MÜNCHENSTIFT                                 | Mstift      | komm.              | 102       | gGmbH      | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 33          | PFLEGEN & WOHNEN HAMBURG                     | P&W         | privat             | 92        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 34          | Phönix                                       | Phönix      | privat             | 151       | Konzern    | 2012   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 35          | PROCON                                       | PROCON      | privat             | 57        | Konzern    | 2.013  | HGB          | 100%   | 0%  |
| 36          | ProCurand Immobilien                         | ProCurand   | privat             | 68        | Konzern    | 2011   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 37          | ProSENIS                                     | ProSenis    | privat             | 35        | gGmbH      | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 38          | proSenium                                    | proSenium   | privat             | 26        | Konzern    | 2.013  | HGB          | 100%   | 0%  |
| 39          | RENAFAN**                                    | REN**       | privat             | 83        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 40          | SBK Sozial-Betriebe-Köln                     | SBK         | komm.              | 82        | GmbH       | 2.013  | HGB          | 77%    | 23% |
| 41          | SENATOR                                      | SENATOR     | privat             | 134       | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 42          | Senator Dortmund                             | Senator Do. | privat             | 53        | GmbH       | 2012   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 43          | Senioren Wohnpark Weser                      | SWW         | privat             | 50        | GmbH       | 2.012  | HGB          | 100%   | 0%  |
| 44          | SeniVita                                     | SeniV       | privat             | 27        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 45          | Silver Care Holding                          | Silver Care | privat             | 61        | Konzern    | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 46          | Sozial-Holding der Stadt Mönchengladbach     | SHM         | komm.              | 29        | Konzern    | 2013   | HGB          | 92%    | 8%  |
| 47          | Sozialservice-Gesellschaft d. BRK            | BRK         | freigem.           | 118       | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 48          | Städt. Seniorenheime Dortmund                | Dortmund    | komm.              | 37        | gGmbH      | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 49          | Städtische Altenpflegeheime Leipzig          | SAH L       | komm.              | 34        | gGmbH      | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 50          | Victor's Bau + Wert                          | Victor's    | privat             | 379       | Konzern    | 2.013  | HGB          | 94%    | 0%  |
| 51          | Vitanas                                      | Vitanas     | privat             | 170       | KGaA       | 2013   | HGB          | 91%    | 9%  |
| 52          | Vivantes - Forum für Senioren                | VIV         | komm.              | 54        | GmbH       | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |
| 53          | Wohnen und Pflegen Magdeburg                 | W+P Mb      | komm.              | 18        | gGmbH      | 2013   | HGB          | 100%   | 0%  |

\*Wohnstifte, \*\*ambulante Pflegedienste; Quelle: HPS<sup>©</sup>

Sie sind ausnahmslos bedeutend kleiner als die ausländischen Betreiber. Zusammen erwirtschaften sie einen Umsatz, der ca. doppelt so hoch wie der von Brookdale ist.

## Wohnen im Alter Ausland

|   | Unternehmen             | Kurz             | Träger | (Mio. €) | Abschluss | von  | Zahlen | Umsatzanteil |       |
|---|-------------------------|------------------|--------|----------|-----------|------|--------|--------------|-------|
|   |                         |                  |        |          |           |      |        | Pflege       | Sonst |
| 1 | Brookdale Senior Living | <b>Brookdale</b> | privat | 3.437    | Konzern   | 2014 | USGAAP | 100%         | 0%    |
| 2 | Korian                  | <b>Korian</b>    | privat | 2.222    | Konzern   | 2014 | HGB    | 62%          | 38%   |
| 3 | ORPEA                   | <b>Orpea</b>     | privat | 1.949    | Konzern   | 2014 | IFRS   | 100%         | 0%    |

Quelle: HPS©

## Klinik-News In- und Ausland

Im Kapitel „Klinik-News In- und Ausland“ werden ausgewählte Klinik- und Pflegeheimbetreiber analysiert, die für die Analyse und Bewertung der Unternehmen in Teil II des Reports von Relevanz sind. Im Vergleich zum Report 1/15 (29 inländische, 10 ausländische Unternehmen) hat sich die Liste um 17 Inländer erweitert, da sehr viele Unternehmen im ersten Halbjahr ihre Zahlen 2013 veröffentlichten. Der Report 7/15 enthält Analysen von 46 inländischen Unternehmen:

46 Inländer, ...  
 ... 18 Krankenhäuser  
 ... 5 Unikliniken  
 ... 9 Reha-Betreiber  
 ... 14 Pflegeheimbetreiber

### Krankenhaus:

Agaplesion  
 Alexianer  
 Asklepios  
 Ategris  
 Contilia  
 Gesundheit Nord  
 Helios Kliniken  
 Hochtaunus-Kliniken  
 HSM  
 Johanniter Berlin  
 KKB  
 Klinikum Region Hannover  
 Klinikverbund Südwest  
 Paracelsus  
 RKH  
 Sana  
 Städtisches Klinikum München  
 Vivantes

### Universitätskliniken:

Charité  
 UKE  
 UKGM  
 UKSH  
 Klinikum Mannheim

### Reha:

AHG  
 Brandenburgklinik  
 Johannesbad  
 Klinik Höhenried  
 Kliniken Hartenstein  
 Median  
 Michels Kliniken  
 RHM  
 Schmieder

### Pflege:

Advita  
 Casa Reha  
 Compassio  
 CURA  
 EHS  
 Katharinenhof  
 K&S  
 LAFIM  
 RENAFAN  
 Seniorenhaus der Cellitinnen  
 Silvercare  
 Victor's  
 Vitanas  
 Vivantes Hauptstadtpflege

und 10 ausländischen (börsennotierten) Unternehmen:

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

### Krankenhaus:

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

Tenet, USA

### Pflege:

Brookdale, USA  
 Korian, Frankreich  
 Orpea, Frankreich

# Eifelhöhen-Klinik

www.eifelhoehen-klinik.de

# Kaufen

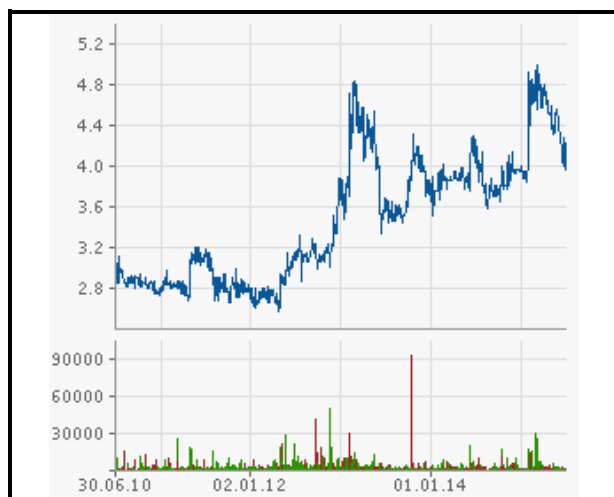
Kurs: 4,05 €

## Für Ertragsfantasie ist gesorgt

|                   |                  |      |
|-------------------|------------------|------|
| Reuters           | EIFG.DE          |      |
| WKN               | 565 360          |      |
| Market Cap        | 12,2 Mio. €      |      |
| Aktionärsstruktur | AKG*             | 29 % |
|                   | Management       | 3 %  |
|                   | ARF Holding**    | 15 % |
|                   | Eigene Anteile   | 4 %  |
|                   | Streubesitz      | 49 % |
| Index/Segment     | General Standard |      |
| Branche           | Kliniken (Reha)  |      |

\*Allgemeine Klinik-Betriebsgesellschaft mbH & Co. KG,

\*\*Geschäftsführer: Bruno Fortmeier



Quelle: Finanzen.net

| Mio. €         | 13    | 14e   | 15e  | 16e  |
|----------------|-------|-------|------|------|
| Umsatz         | 39,3  | 42,8  | 50,5 | 53,7 |
| EBITDAR        | 5,8   | 6,6   | 8,3  | 8,9  |
| EBT            | 0,0   | 0,5   | 2,1  | 2,5  |
| EAT            | -0,2  | 0,0   | 1,6  | 1,9  |
| EPS            | -0,05 | 0,01  | 0,52 | 0,63 |
| CFS            | 0,63  | 0,72  | 1,28 | 1,40 |
| Div.           | 0,08  | 0,08  | 0,16 | 0,19 |
| P/E (x)        | -72,6 | 413,2 | 7,8  | 6,4  |
| P/CF (x)       | 6,0   | 5,5   | 3,2  | 2,9  |
| Div. Rend.     | 2,1%  | 2,0%  | 3,8% | 4,7% |
| EV/Umsatz (x)  | 1,7   | 2,0   | 1,7  | 1,0  |
| EV/EBITDAR (x) | 11,5  | 13,0  | 10,6 | 8,9  |

### Termine:

Halbjahresbericht: 27. August 2015

Zwischenmitteilung: 17. November 2015

Mit einem Umsatz von rd. 50 Mio. € ist die Eifelhöhen-Klinik AG ein kleiner Betreiber von vier Reha-Kliniken in Nordrhein-Westfalen. Nachdem das EpS 2014 wie bereits 2013 durch Anlaufverluste der neuen Klinik in Mönchengladbach von 1,0 (0,6) € belastet war, wird der Ertragsprung 2015 umso höher ausfallen, da die neue Klinik wie auch der Bestand sehr gut ausgelastet ist und Preissteigerungen von 2,5 % winken. Die EpS-Prognose 2015 wurde daher erhöht. Aus fundamentaler Sicht ist die Aktie restlos unterbewertet. Ein Kurs deutlich jenseits der 10-Euro-Marke ist nicht eine Frage des „Ob“, sondern nur des „Wann“.

- **EpS 2001 „nur“ 0,01 €**  
Mit 0,01 (-0,05) € je Aktie wurde die auf 0,39 € erhöhte Prognose des letzten Reports verfehlt – die Anlaufverluste der neuen Klinik waren mit rd. 1 € höher als erwartet.
- **Prognose 2015 ff erhöht**  
Der Ergebnissprung 2015 wird damit angesichts einer guten Belegung – in Mönchengladbach plant das Unternehmen über 90 % – und Preissteigerungen umso höher ausfallen. Die von 0,47 auf 0,52 € je Aktie erhöhte EpS-Prognose 2015 ist sehr konservativ.
- **Für Ertragsfantasie ist gesorgt**  
Strategie ist es, 1. das Areal in Mönchengladbach zum Gesundheitspark auszubauen, 2. zu akquirieren und 3. telemedizinische Angebote für Reha-Patienten zu entwickeln. Für Ertragsfantasie auf lange Sicht ist damit gesorgt. Es ist damit zu rechnen, dass alle drei Punkte in den nächsten zwei-drei Jahren realisiert werden.
- **Kursziel unverändert über 10 €**  
Angesichts der Substanz und der Perspektiven sind Kurse über 10 € nicht eine Frage des „Ob“, sondern des „Wann“.



## Für Ertragsfantasie ist gesorgt

*EpS-Sprünge 2015 ff wegen ...  
... hoher Leistungszuwächse  
... neuer Klinik seit 10/14*

*Ertragsfantasie wegen ...  
... Gesundheitspark MG  
... möglicher Akquisitionen  
... telemedizinischer Angebote*

*Kursziel deutlich über 10 €*

Das Jahr 2015 muss sehr gut begonnen haben: Nachdem der Vorstand in dem Ende April 2015 veröffentlichten Jahresbericht 2014 „bei dem operativen Ergebnis 2015 ... eine ähnliche Entwicklung wie in 2014 erwartet[e]“, geht er in dem Mitte Mai 2015 veröffentlichten Zwischenbericht „für 2015 von einem deutlich verbesserten Konzernergebnis ... auch unter Berücksichtigung von Anlaufverlusten durch die neue Klinik in Mönchengladbach ... aufgrund der Belegungsentwicklung in den Kliniken“ aus. Die von 0,47 auf 0,52 € erhöhte EpS-Prognose ist vor diesem Hintergrund sehr konservativ – unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Anlaufverluste in Mönchengladbach das EpS 2014 mit rd. 1,00 € belasteten, könnte es Richtung 1,00 € je Aktie gehen. Aus heutiger Sicht ist dies allerdings irrelevant, da die Ertragsfantasie auch über 2015 hinaus vor dem Hintergrund der Strategie 1. Ausbau des Gesundheitsparks Mönchengladbach (mit externen Partnern), 2. geplanter Akquisitionen und 3. Entwicklung von innovativen telemedizinischen Angeboten für Rehapatienten aufrechterhalten wird.

Die bereits seit Langem vertretene These, dass (in Verbindung mit einer forcierten IR-Politik nach der 2015 erfolgten Verstärkung des Vorstands) ein Kursanstieg der Aktie deutlich über die 10-Euro-Marke nicht eine Frage des „Ob“, sondern nur des „Wann“ ist, wird damit unverändert aufrechterhalten. Bei einem Kurs von 10 € betrüge die Marktkapitalisierung rd. 30 und der Gesamtunternehmenswert (ohne kapitalisierte Mieten) rd. 45 Mio. €, was vor dem Hintergrund der Perspektiven, eines Umsatzes von 50 und eines EBITDA bzw. EBT 2015 von rd. 6 bzw. 2 Mio. € sowie der These, dass sich erhebliche stille Reserven im eigenen Immobilienbesitz vor allem in Bonn und Mönchengladbach verbergen, nicht hoch ist.

*DCF-Modell zeigt auf 18 – 24 €  
Beim Discounted-Cashflow-Modell werden die Free Cash Flows der Zukunft, ermittelt aus den Prognosen des Reports, abdiskontiert.*

| In Mio. €              | 5,5%        | 6,0%        | 6,5%        |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Summe DCF              | 104,8       | 95,7        | 88,0        |
| N.-Versch.             | -31,1       | -31,1       | -31,1       |
| Summe DCF – N.-Versch. | 73,7        | 64,6        | 56,9        |
| <b>je Aktie in €</b>   | <b>23,6</b> | <b>20,7</b> | <b>18,2</b> |

*N.-Versch. = Nettoverschuldung; Quelle: HPS<sup>©</sup>*

### Branchenvergleich

*Beim Branchenvergleich wird die Prognose des Reports 2015e bzw. 2014/15e (Marseille-Kliniken) mit dem aktuellen Kurs bewertet und dem so ermittelten Wert der Branchenunternehmen gegenübergestellt.*

| 2015e<br>*15/16e           | Mkt.-Kap.<br>Mio. € | EV <sup>1</sup><br>Mio. € | PBV<br>X   | P/E<br>X    | P/CF<br>X  | Rend.<br>%  | EV <sup>1</sup> /<br>Umsatz (x) | EV <sup>1</sup> /<br>EBITDAR (x) | EV <sup>1</sup> /Bett<br>(Tsd.) |
|----------------------------|---------------------|---------------------------|------------|-------------|------------|-------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| <b>Eifelhöhen</b>          | <b>12</b>           | <b>88</b>                 | <b>0,8</b> | <b>7,8</b>  | <b>3,2</b> | <b>3,8%</b> | <b>1,7</b>                      | <b>10,6</b>                      | <b>129,0</b>                    |
| Marseille*                 | 48                  | 532                       | 0,8        | 5,9         | 3,4        | 5,1%        | 2,5                             | 9,5                              | 79,5                            |
| Maternus                   | 28                  | 280                       | -4,0       | -18,8       | 8,8        | 0,0%        | 2,2                             | 12,7                             | 70,5                            |
| MediClin                   | 170                 | 759                       | 1,0        | 16,4        | 5,6        | 0,0%        | 1,4                             | 9,4                              | 95,0                            |
| Rhön                       | 1.771               | 1.561                     | 1,5        | 23,6        | 13,0       | 3,4%        | 1,4                             | 10,5                             | 298,6                           |
| <b>Schnitt<sup>2</sup></b> | <b>2.028</b>        | <b>3.220</b>              | <b>1,0</b> | <b>13,4</b> | <b>5,0</b> | <b>2,5%</b> | <b>1,9</b>                      | <b>10,5</b>                      | <b>134,5</b>                    |

*<sup>1</sup>inkl. kapitalis. Miete (Kapitalisierungssatz 8,5%), <sup>2</sup>ungewichtet; Quelle: HPS<sup>©</sup>*

## 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 1/15 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 vier Kliniken bestehende Basis ist als durchschnittlich zu bezeichnen. Zwei „Ertragsperlen“ in Bonn und (potenziell) in Mönchengladbach stehen (noch) zwei Problemkliniken in Marmagen und Bad Wünnenberg gegenüber, wobei letztere zwei Standorte derzeit sehr gut ausgelastet sind. Von Vorteil ist, dass sich die Kliniken ausschließlich auf die AHB konzentrieren.

### *Ertragskraft durchschnittlich*

Mit einer Cashflow-Rendite (einfache Definition EAT + Abschreibung) von rd. 6 (2013/14 rd. 5) % ist die Ertragskraft als durchschnittlich bis gut zu bezeichnen. 2015 ff sind die Ertragschancen allerdings mehr als gut, vor allem nach der Inbetriebnahme der neuen Klinik in Mönchengladbach, die Mittelpunkt eines neu entstehenden Gesundheitsparks werden soll. Die wesentlichen Ertragsrisiken resultieren aus den hohen Tagessätzen für PKV-Patienten in der Klinik in Bonn, dem Hauptergebnisträger des Konzerns, sowie der weniger vorteilhaften Lage der Klinik in Marmagen.

### *Strategie stark*

Die Strategie ist als sehr gut zu bezeichnen. Nach der Einführung einer Holding-Struktur 2010 (Ziele: Erhöhung der Transparenz, Verbesserung der Unternehmenssteuerung) zielt die weitere Strategie auf den Ausbau des Gesundheitsparks Mönchengladbach, die Akquisition von spezialisierten Rehakliniken sowie die Entwicklung von innovativen telemedizinischen Angeboten für Rehapatienten. Letzterer Punkt wurde 2014 neu auf die Agenda genommen.

### *Finanzstärke durchschnittlich*

Die Finanzstärke reicht für das bestehende Geschäft aus. Größere Investitionen für ein potenzielles deutliches externes Wachstum sind allerdings nicht zu stemmen, zumal auch die Marktkapitalisierung 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.

## Nullergebnis 2014, Prognosen 2015 ff erhöht

Ende April bzw. Mitte Mai wurden die Zahlen 2014 bzw. der Belegungsverlauf der Kliniken in den ersten 4 Monaten 2015 veröffentlicht. Die Entwicklung zeigte (ggü. den Vorjahreszahlen)

Umsatz +8,8 % wegen ...  
... Kapazitätserweiterungen  
... guter Auslastung in Marmagen

- einen deutlichen Anstieg des Umsatzes um 8,8 % auf 42,8 Mio. €, zurückzuführen auf die erweiterten Kapazitäten in Bonn, eine deutliche Steigerung der Auslastung in der Klinik in Marmagen sowie den Beginn mit der stationären Reha am neuen Klinikstandort in Mönchengladbach. In den ersten vier Monaten 2015 erhöhte sich die Nachfrage in den Bestandshäusern (vgl. Diagramm 2).
- einen Anstieg der Margen auf allen Ebenen der GuV und auch auf der Basis Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit (vgl. Randnotiz), zurückzuführen auf ein sehr starkes erstes Halbjahr. Das zweite Halbjahr verlief schwächer als im Vorjahr, vor allem aufgrund des Beginns der stationären Reha in Mönchengladbach. Das EpS des Gesamtjahres ist vor dem Hintergrund des EpS des ersten Halbjahres von +0,04 €, der deutlich auf 1,02 (0,62) € je Aktie in Mönchengladbach gestiegenen Anlaufverluste sowie der Tatsache, dass auf rd. 6 Mio. € steuerliche Verlustvorträge keine latenten Steueransprüche angesetzt wurden – Effekt rd. 0,32 € je Aktie –, zu sehen.

Margenanstieg Ebene ...  
... EBITDAR: 15,2 (14,8) %  
... EBITDA: 9,1 (8,1) %  
... EBIT: 4,1 (2,9) %  
... EAT: 0,1 (-0,5) %  
... Cashflow: 8,3 (7,6) %

EpS +0,01 (-0,05 €)

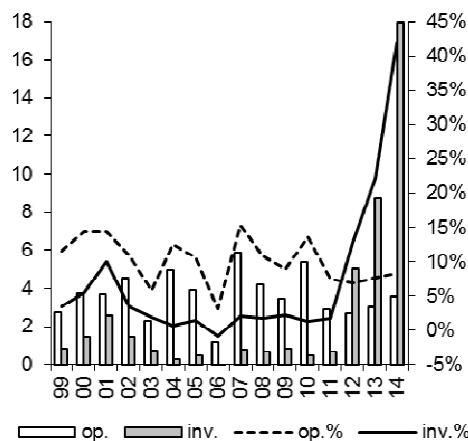
Prognose 2015 erhöht

Nachdem 2012 – 2014 die Umsatz- und EpS-Prognosen vor allem aufgrund der Verlustsituation der Aatalklinik, der schwachen Belegung Anfang 2013 und Anlaufverlusten der inzwischen in Betrieb genommenen Klinik in Mönchengladbach verfehlt wurden (vgl. Diagramm 3), wurde die EpS-Prognose aufgrund der starken Patientenentwicklung in den ersten vier Monaten 2015, einer durchschnittlichen Erhöhung der Pflegesätze um 2,5 % sowie der Auslastung der Klinik in Mönchengladbach von über 90 % leicht von 0,47 auf 0,52 € erhöht.

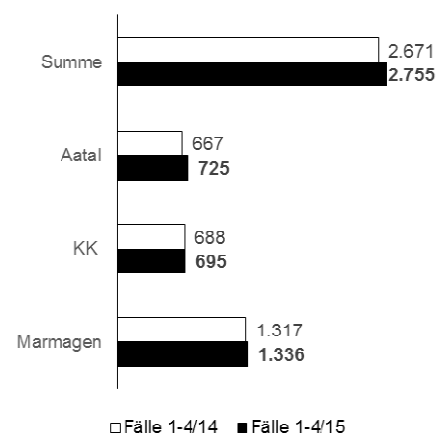
Diagramme 1 + 2

Aufgrund der Errichtung der neuen Klinik in Mönchengladbach stiegen die Investitionen 2012 – 2014 deutlich an. Den erhöhten Aufwendungen in allen Bereichen standen bis 2014 kaum Erlöse gegenüber, was sich 2015 ff mit der Inbetriebnahme und Erweiterung des Standortes ändern wird.

Entwicklung Cashflow



Entwicklung Patienten 2015

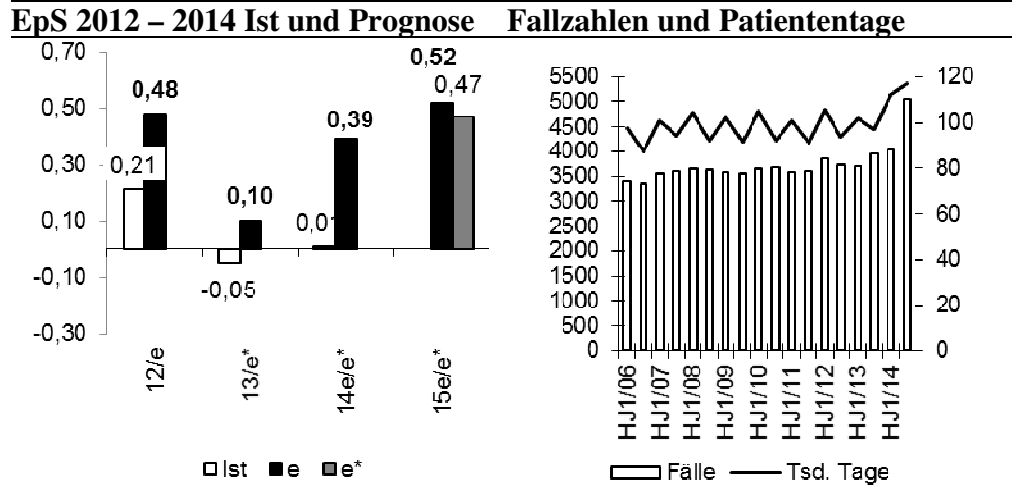


Quelle: HPS®

Diagramme 3 + 4

2012 – 2014 lagen die EpS-Prognosen des Reports aufgrund der Anlaufverluste der inzwischen in Betrieb genommenen Klinik in Mönchengladbach von 0,24, 0,61 und 1,02 € deutlich über den Ist-Zahlen.

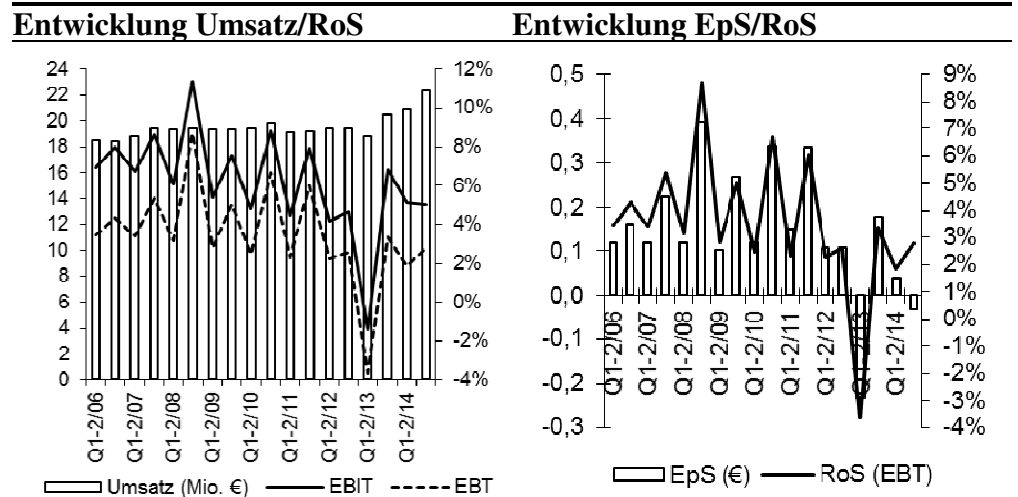
Die Fallzahlen steigen ...  
... seit HJ2/13 deutlich



Ist = Ist-Zahlen, e = Prognose des Reports, e\* = Prognose Report 1/15. Die Planungen des Unternehmens 2013 und 2014 lauteten unisono „Ergebnisentwicklung ähnlich dem Vorjahr“; für 2015 wurde der Plan „Ergebnisentwicklung ähnlich dem Vorjahr“ auf „deutlich verbessert“ erhöht; Quelle: HPS®

Diagramme 5 + 6

Abgrenzungsbedingt ist das HJ2 traditionell ertragsstärker als HJ1. 2014 war dies aufgrund der Inbetriebnahme der neuen Klinik in Mönchengladbach und deutlich erhöhter Anlaufverluste erstmalig nicht der Fall. Das EpS, das sich 2013 nach -0,23 € in HJ1 +0,18 € auf +0,18 € in HJ1 verbesserte, verschlechterte sich 2014 nach +0,04 € in HJ1 auf -0,03 € in HJ2.



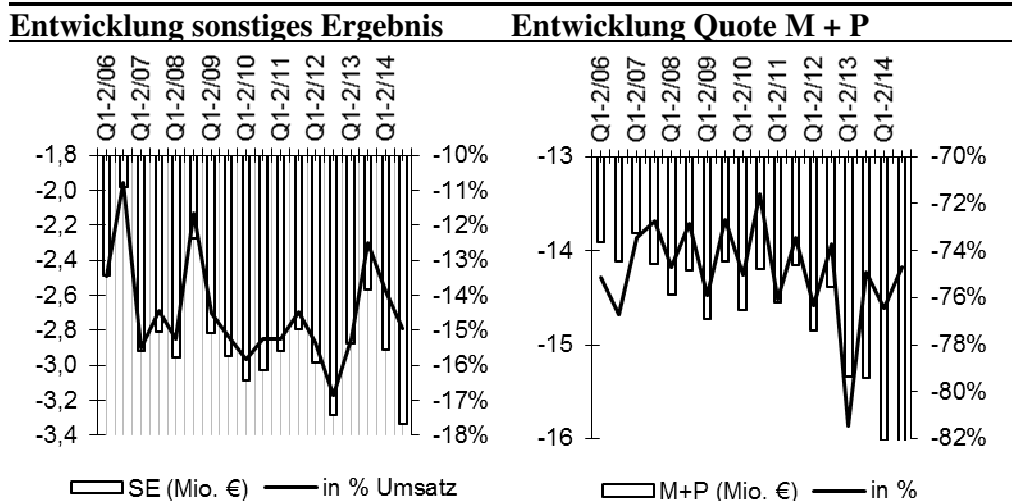
Quelle: HPS®

Diagramme 7 + 8

SE = Sonstiges betriebliches Ergebnis

M+P = Material- und Personalaufwand

Die Inbetriebnahme der neuen Klinik in Mönchengladbach bewirkte neben einem Anstieg des negativen sonstigen betrieblichen Ergebnisses vor allem auch eine vergleichsweise weniger geringe Verbesserung der M+P-Quote in HJ2/14.



Quelle: HPS®

## Prognosemodell

### Modell unverändert

Mit der Erweiterung der Klinik in Bonn und dem Neubau der Einrichtung in Mönchengladbach hat sich das Unternehmen erhebliche Perspektiven geschaffen. Die größten Impulse sind dabei von der neuen Klinik in Mönchengladbach zu erwarten, die im stationären Bereich im November 2014 in Betrieb gegangen ist.

|                    | 2014 ggü. 2013*                               | Potenzial (bis 2020)         |
|--------------------|---|------------------------------|
| Kaiser-Karl-Klinik | Umsatz 12 (+8,5 %), EpS 0,72 € (+12 %)        | Umsatz 14, EpS 0,90 €        |
| Eifelhöhen-Klinik  | Umsatz 15 (+8,0 %), EpS 0,27 (-0,04) €        | Umsatz 15, EpS 0,20 €        |
| Aatalklinik        | Umsatz 13 (+3,5 %), EpS 0,04 (-0,05) €        | Umsatz 17, EpS 0,20 €        |
| Mönchengladbach    | Umsatz 1 (-) EpS -1,02 (-0,61) €              | Umsatz 14, EpS 0,40 €        |
| <b>Summe</b>       | <b>Umsatz 43 (+8,8 %), EpS 0,01 (-0,05) €</b> | <b>Umsatz 60, EpS 1,70 €</b> |

\*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 21 Plätze im November 2013 hat sich das Umsatz- und Ergebnispotenzial ausweitert.

### 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 durchlief ein Investitionsprogramm zur Verbesserung der Marktchancen. Die Kapazitäten sind derzeit zwar gut ausgelastet, die Ergebnispotenziale allerdings bei unverändertem Risikopotenzial 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 hat sich die Lage derzeit zwar etwas entspannt. Angesichts der zunehmenden Belegungssteuerungen der Kostenträger und anhaltenden Preisdrucks sind allerdings die Potenziale beschränkt.

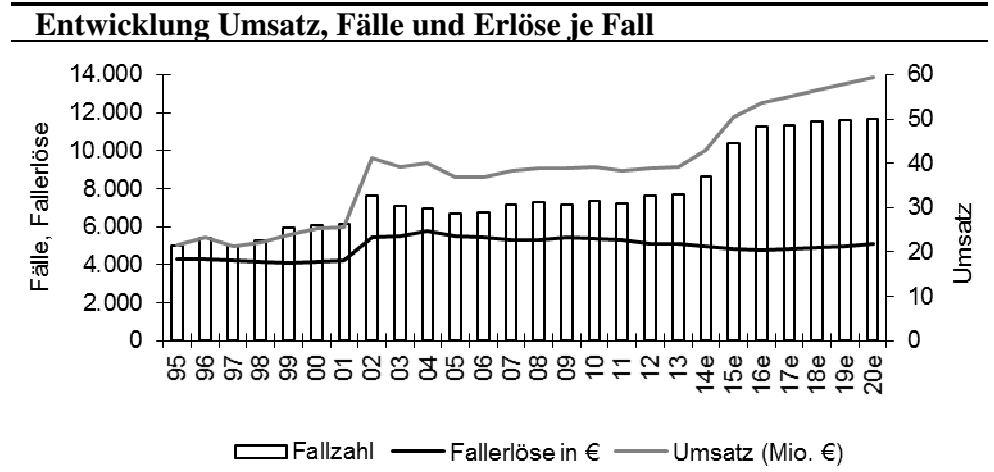
### Mönchengladbach: Hoffnungsträger

**4. Herzpark Mönchengladbach:** Im ambulanten Bereich war das Unternehmen bereits seit Ende 2012 tätig – der Bereich mit 40 Plätzen ist allerdings erst seit Ende 2014 nach dem Abschluss eines Versorgungsvertrages mit der Deutschen Rentenversicherung voll ausgelastet. Im Juni 2014 wurde der stationäre Betrieb mit 59 Betten aufgenommen. Die Kapazitäten, die im Laufe 2014 auf 105 Betten erweitert wurden, werden derzeit weiter auf 160 erhöht. 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.



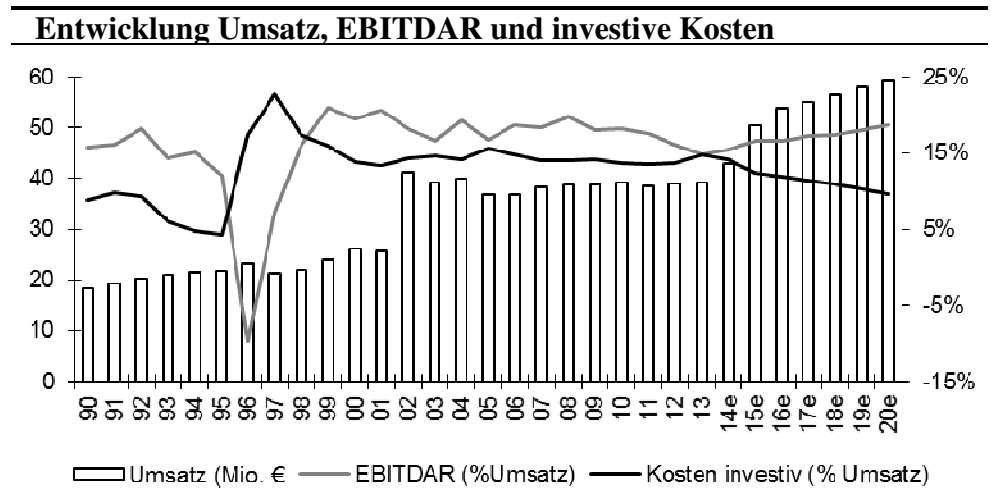
Die Ergebnisse des Modells sind in den nachfolgenden Diagrammen und die wesentlichen ihm zugrunde liegenden Annahmen auf der folgenden Seite dargestellt.

Diagramm 1



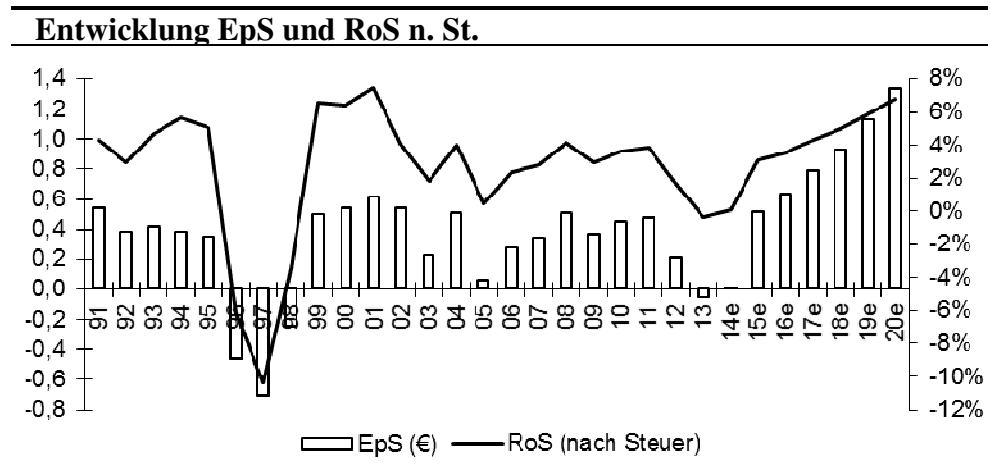
Quelle: HPS®

Diagramm 2



Quelle: HPS®

Diagramm 3



Quelle: HPS®

## 1. Deutliches Umsatzplus ab 2015

Der Umsatz errechnet sich als Produkt von Menge (= Fallzahlen bzw. Patiententage) und Preis (= Fall-/Tageserlöse). Vor dem Hintergrund der Erwartung, dass die Nachfrage nach qualifizierter AHB bei tendenziell reduzierter Verweildauer zunehmen wird, basiert die Prognose auf

*Neue Klinik in Mönchengladbach ...  
... bringt deutliches Leistungsplus*

*Nachfrage steigt 2015 deutlich*

*Verweildauer: Leichter Rückgang*

*Fall-/Tageserlös: +1,5 % p. a., ...  
... nach +2,5 % in 2015*

*Umsatz > +10 % in 2015/16*

- a. einer moderaten Steigerung der Fallzahlen von durchschnittlich 1 % p. a. ab 2017 – 2014 stieg die Nachfrage aufgrund der niedrigen Basis 2013 sowie der erweiterten Kapazitäten in Bonn um 12,8 %, und auch 2015/16 ist dank den neuen Kapazitäten in Mönchengladbach mit deutlicheren Steigerungen (Prognose: +20,5 und +8,2 %) zu rechnen – von Januar bis April 2015 betrug das Plus (ohne Mönchengladbach) 3,1 %.
- b. einem leichten Rückgang der Verweildauern um knapp 1 % p. a. (2014 rd. 25,6 nach 26,0, 4 Monate 2015 rd. 25,0 nach 25,8 Tagen),
- c. einem leichten Anstieg der Fall- und Tageserlöse (das Gros der Leistungen wird in Tagen abgerechnet) um rd. 1,5 % p. a. 2015 zeichnet sich nach Angaben des Unternehmens ein durchschnittliches Plus von 2,5 % ab.

Die Klinik in Mönchengladbach floss mit 105 Betten ab 11/14 und 160 ab 7/15, einer steigenden Belegung bis 90 % im Jahr 2015 und einem Fallerlös von 2.300 € (Umsatz rd. 5 Mio. €) in die Berechnung ein. Der Konzernumsatz 2015/16 wird damit um jeweils über 10 % wachsen.

## 2. Ergebnissteigerungen

*Unveränderte Prämissen und ...  
... reduzierte Investitionen ab 2015*

*Steigende EBITDAR-Margen ...  
... und sinkende Investkosten ...  
... beflügeln EBT-/EAT-Rendite*

Die Ertrags- und Bilanzprognose beruht auf folgenden, im Vergleich zum Report 1/15 unveränderten Prämissen: a. Effizienzgewinne 0,5 % p. a., b. Steigerung des Personalaufwands/Mitarbeiter um 1,5 % p. a., c. unveränderte Materialaufwandsquote, d. unveränderte sonstige Aufwandsquote, e. unveränderte Miete in Bad Wünnenberg von 2,5 Mio. €, f. Substanzverzehr auf bestehender Basis 1 % p. a., g. keine Veränderung des Net Working Capital im Verhältnis zum Umsatz, h. Ertragsteuerquote ab 2015 konstant 25 %, i. Ausschüttungsquote 30 % (2014: 828 %).

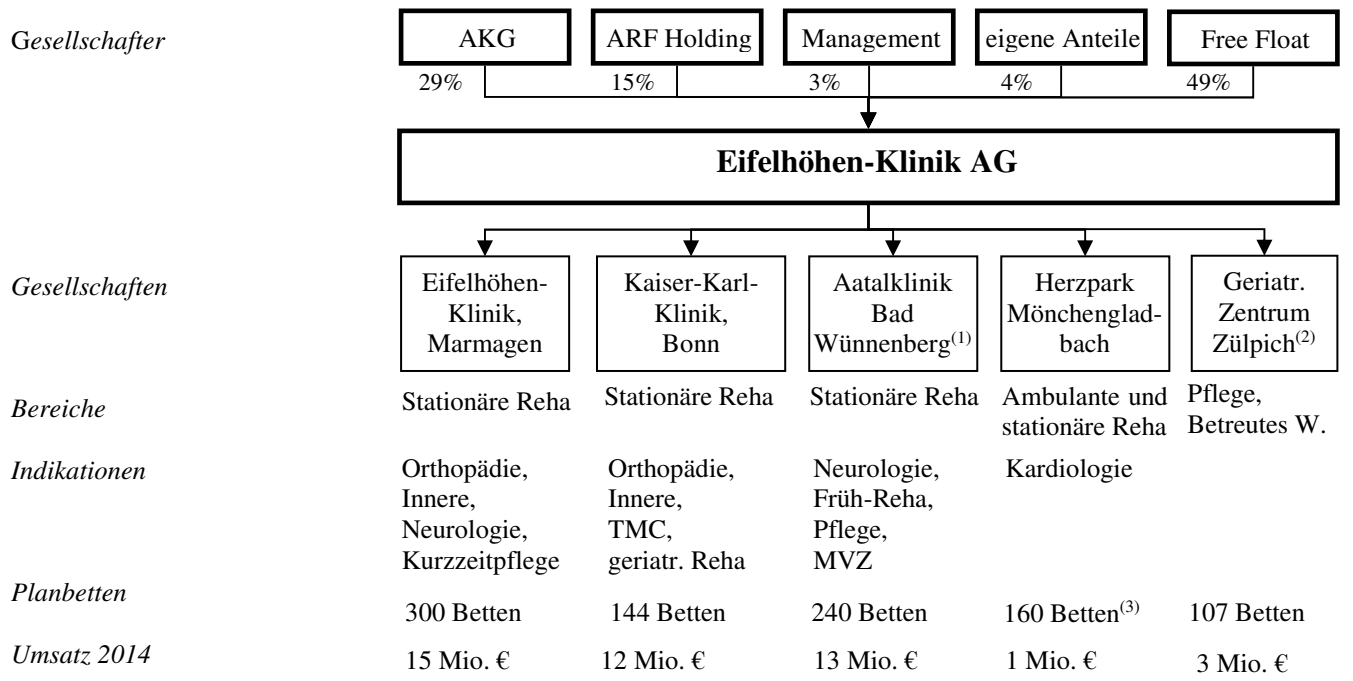
Ausgehend von diesen Annahmen lassen sich (nach Ertragsrückgängen 2012/13 und einem Nullergebnis 2014 aufgrund von Verlusten der Aatalklinik sowie hoher Vorlaufkosten) für 2015 ff deutlich steigende Umsatzmargen errechnen: Aufgrund steigender operativer EBITDAR-Renditen 2015 ff und tendenziell sinkender Investitionsaufwendungen 2015 ff wird sich die Schere zwischen operativer Rendite (graue Linie im obigen Diagramm 2) und investiver Aufwandsquote (schwarze Linie) öffnen; 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 hat über seine ARF Holding den Anteil von rd. 8 auf 15 % aufgestockt. Die Herzpark Mönchengladbach GmbH betreibt seit Ende 2014 eine Reha in Mönchengladbach, die derzeit von 105 auf 160 Betten erweitert wird.

**Konzernstruktur (Stand 31.12.2014)**



<sup>(1)</sup>Kurverwaltung Wünnenberg GmbH (Gesellschafter: Stadt Bad Wünnenberg) besitzt 30 % des Betriebes und 100 % der Immobilie, <sup>(2)</sup>Anteil 6 %, <sup>(3)</sup>Inbetriebnahme 2015; Quelle: HPS®

*100 % AHB-Patienten*

*Hohe Qualität*

*Nischenstrategie*

Die Kliniken mit den Schwerpunkten Neurologie und Orthopädie/Traumatologie (Umsatzanteil 45 bzw. 29 %) sind ausschließlich auf den AHB-Bereich konzentriert und allesamt zertifiziert (hohe Qualität). Strategie ist es, nach dem Abschluss der Sanierungsmaßnahmen in Marmagen, den erfolgreichen Verhandlungen zur Reduzierung der fixen Kosten in der Aatalklinik sowie der Kapazitätserweiterung in Bonn

*1. Ausbau Mönchengladbach*

*2. Akquisitionen*

*3. Telemedizinische Angebote*

- den Gesundheitspark Mönchengladbach auszubauen durch die Entwicklung von innovativen kardiologischen Therapie- und Präventionsangeboten, einschließlich der Pflege von Angehörigen.
- zu akquirieren (spezialisierte Rehakliniken, die zum bestehenden Geschäft passen).
- innovative telemedizinische Angebote für Rehapatienten zu entwickeln, z. B. für eine Verbesserung der Schnittstellenkoordination zwischen Krankenhaus und Reha.

## 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 2015 veröffentlichten Zahlen 2014 im Kontext mit den Zahlen 2013 und den Vorjahreszahlen zeigt,

Ertragsanstieg wegen/trotz ...  
... starken Umsatzplus  
... Anlaufkosten Mönchengladbach

- dass der (nicht erwartete) Verlust Q3-4/14 vor allem auf eine ggü. dem Vorjahr deutlich erhöhte Material- und Personalaufwandsquote – der abgrenzungsbedingt deutliche Rückgang ggü. Q1-2/14 blieb aus – sowie einen von 12,5 auf 15,3 % erhöhten negativen Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen vom Umsatz zurückzuführen war. Beides basierte vor allem auf der inzwischen in Betrieb genommenen Klinik in Mönchengladbach; den deutlich gestiegenen Aufwendungen vor der Eröffnung standen noch nicht die entsprechenden Erträge gegenüber. Da die Verluste nicht mit Erträgen aus den anderen Kliniken verrechnet werden konnten, stieg auch die Steuerquote erheblich an; sie betrug Q1-2 bzw. Q3-4/14 rd. 70 bzw. 156 % vom EBT! Mit steigenden Erlösen in Mönchengladbach und reduzierten Anlaufverlusten wird sich die Situation 2015 dramatisch verändern.

Ertragssprung 2015 „sicher“

Bilanz abnehmend solide

- ein aufgrund der anstehenden Kapazitätserweiterungen deutlich auf 65 (12/13 rd. 48) Mio. € gestiegenes Vermögen, das mit 86 (84) überwiegend langfristiger Natur ist, mit rd. 5 (3) % steigend liquide ist und mit 23 (36) % absteigend eigen-, mit 52 (37) % steigend finanziell fremd- und (im Gegensatz zu den Jahren zuvor) nicht fristenkongruent finanziert ist: das das kurzfristige Vermögen von 9 Mio. € deckt nicht das kurzfristige Kapital von 18 Mio. €, und das langfristige Vermögen von 56 Mio. € ist mit 47 Mio. € nicht ganz langfristig finanziert.

Diagramme 1 + 2

FK = Fremdkapital

kf = kurzfristig

f = finanziell

EK = Eigenkapital

V = Vermögen

lf = langfristig

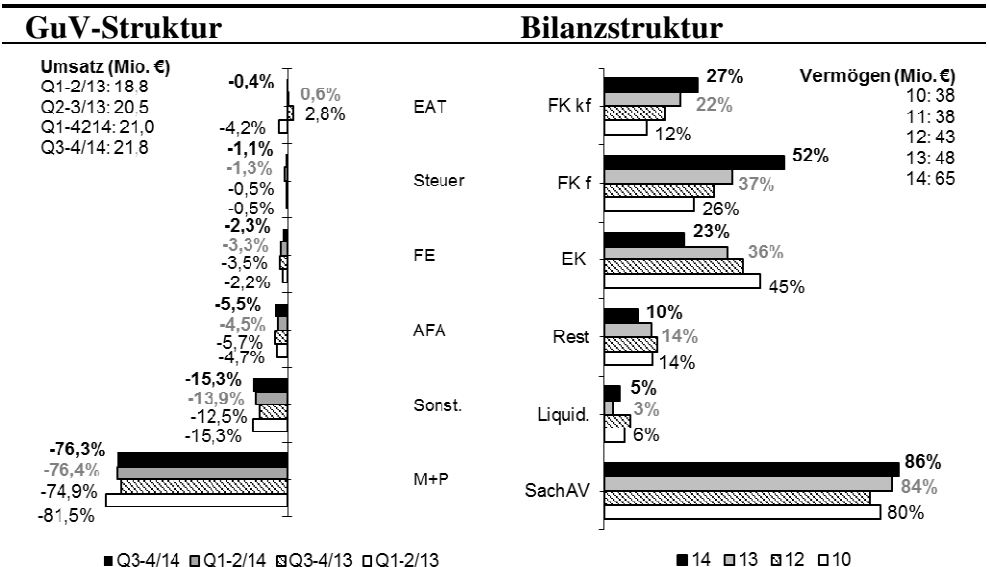
M+P = Material- und  
Personalaufwand

Sonst. = Sonstiger operativer  
Aufwand

AFA = Abschreibungen

St.EuE = Ertragsteuern

EAT = Ergebnis nach Steuern  
(vor Anteilen Dritter)



Quelle: HPS®

## Halbjahres-GuV

|                        | Q1-2        | Q3-4/09      | Q1-2        | Q3-4/10      | Q1-2        | Q3-4/11      | Q1-2        | Q3-4/12     | Q1-2         | Q3-4/13      | Q1-2        | Q3-4/15      |
|------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| <b>Umsatz (Mio. €)</b> | <b>19,4</b> | <b>19,4</b>  | <b>19,5</b> | <b>19,8</b>  | <b>19,1</b> | <b>19,3</b>  | <b>19,5</b> | <b>19,5</b> | <b>18,8</b>  | <b>20,5</b>  | <b>21,0</b> | <b>21,8</b>  |
| Material               | -14,0%      | -14,6%       | -14,5%      | -15,2%       | -14,9%      | -14,7%       | -15,4%      | -15,8%      | -16,0%       | -16,5%       | -15,1%      | -16,5%       |
| Personal               | -61,9%      | -58,1%       | -60,5%      | -56,4%       | -61,1%      | -58,8%       | -60,9%      | -57,9%      | -65,5%       | -58,5%       | -61,4%      | -59,8%       |
| Sonst.                 | -14,5%      | -15,2%       | -15,8%      | -15,3%       | -15,2%      | -14,5%       | -15,3%      | -16,8%      | -15,3%       | -12,5%       | -13,9%      | -15,3%       |
| <b>EBITDA</b>          | <b>9,5%</b> | <b>12,2%</b> | <b>9,2%</b> | <b>13,1%</b> | <b>8,7%</b> | <b>12,1%</b> | <b>8,3%</b> | <b>9,4%</b> | <b>3,3%</b>  | <b>12,5%</b> | <b>9,7%</b> | <b>8,4%</b>  |
| Abschreibung           | -4,1%       | -4,6%        | -4,3%       | -4,3%        | -4,3%       | -4,2%        | -4,2%       | -4,8%       | -4,7%        | -5,7%        | -4,5%       | -5,5%        |
| <b>EBIT</b>            | <b>5,4%</b> | <b>7,5%</b>  | <b>4,8%</b> | <b>8,9%</b>  | <b>4,4%</b> | <b>7,9%</b>  | <b>4,2%</b> | <b>4,7%</b> | <b>-1,4%</b> | <b>6,8%</b>  | <b>5,2%</b> | <b>3,0%</b>  |
| Finanzergebnis         | -2,6%       | -2,5%        | -2,4%       | -2,2%        | -2,1%       | -1,9%        | -1,9%       | -2,1%       | -2,2%        | -3,5%        | -3,3%       | -2,3%        |
| <b>EBT</b>             | <b>2,8%</b> | <b>5,0%</b>  | <b>2,5%</b> | <b>6,7%</b>  | <b>2,3%</b> | <b>6,0%</b>  | <b>2,3%</b> | <b>2,6%</b> | <b>-3,6%</b> | <b>3,3%</b>  | <b>1,9%</b> | <b>0,7%</b>  |
| Steuern                | -1,0%       | -0,7%        | -0,4%       | -1,1%        | -0,4%       | -1,0%        | -0,9%       | -1,0%       | -0,5%        | -0,5%        | -1,3%       | -1,1%        |
| Anteile Dritter        | -0,2%       | -0,1%        | -0,2%       | -0,2%        | 0,4%        | 0,4%         | 0,4%        | 0,1%        | 0,4%         | -0,2%        | 0,0%        | 0,0%         |
| <b>EAT</b>             | <b>1,6%</b> | <b>4,3%</b>  | <b>1,9%</b> | <b>5,3%</b>  | <b>2,3%</b> | <b>5,4%</b>  | <b>1,7%</b> | <b>1,7%</b> | <b>-3,7%</b> | <b>2,7%</b>  | <b>0,6%</b> | <b>-0,4%</b> |
| <b>EpS</b>             | <b>0,10</b> | <b>0,27</b>  | <b>0,12</b> | <b>0,34</b>  | <b>0,15</b> | <b>0,33</b>  | <b>0,11</b> | <b>0,11</b> | <b>-0,23</b> | <b>0,18</b>  | <b>0,04</b> | <b>-0,03</b> |

## Halbjahres-Bilanz

|                    | Q2           | Q4/09        | Q2           | Q4/10        | Q2           | Q4/11        | Q2           | Q4/12        | Q2           | Q4/13        | Q2           | Q4/14        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| langfr. Verm.      | 83,3%        | 84,0%        | 82,2%        | 80,5%        | 79,1%        | 79,1%        | 76,6%        | 77,6%        | 81,5%        | 83,9%        | 83,4%        | 85,9%        |
| kurzfr. Verm.      | 16,7%        | 16,0%        | 17,8%        | 19,5%        | 20,9%        | 20,9%        | 23,4%        | 22,4%        | 18,5%        | 16,1%        | 16,6%        | 14,1%        |
| dav. Liquidität    | 1,7%         | 1,1%         | 1,8%         | 5,9%         | 4,6%         | 5,2%         | 7,2%         | 7,5%         | 3,0%         | 2,6%         | 5,4%         | 4,5%         |
| <b>BS (Mio. €)</b> | <b>39,1</b>  | <b>38,3</b>  | <b>38,4</b>  | <b>38,4</b>  | <b>38,4</b>  | <b>37,9</b>  | <b>39,7</b>  | <b>42,9</b>  | <b>44,3</b>  | <b>47,6</b>  | <b>58,2</b>  | <b>65,2</b>  |
| FK langfr.         | 45,2%        | 44,9%        | 44,1%        | 42,5%        | 39,3%        | 39,4%        | 39,9%        | 42,1%        | 40,5%        | 42,4%        | 45,5%        | 49,8%        |
| FK kurzfr.         | 13,5%        | 11,9%        | 12,6%        | 12,4%        | 13,3%        | 12,3%        | 15,0%        | 17,6%        | 22,1%        | 22,0%        | 26,2%        | 27,1%        |
| FK verzinsl.       | 32,4%        | 32,0%        | 28,8%        | 26,0%        | 23,5%        | 22,2%        | 23,4%        | 31,8%        | 33,3%        | 37,0%        | 47,1%        | 52,4%        |
| <b>EK</b>          | <b>41,3%</b> | <b>43,2%</b> | <b>43,3%</b> | <b>45,1%</b> | <b>47,4%</b> | <b>48,2%</b> | <b>45,1%</b> | <b>40,3%</b> | <b>37,4%</b> | <b>35,7%</b> | <b>28,4%</b> | <b>23,1%</b> |

langfr. = langfristig, kurzfr. = kurzfristig, Verm. = Vermögen, BS = Bilanzsumme, FK = Fremdkapital, verzinslich = zu verzinsen

## Halbjahres-Cashflow-Rechnung

| Mio. €                     | Q1-2       | Q3-4/09     | Q1-2       | Q3-4/10    | Q1-2        | Q3-4/11    | Q1-2       | Q3-4/12     | Q1-2        | Q2-3/13     | Q1-2        | Q3-4/15     |
|----------------------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CF Geschäft                | 1,4        | 1,1         | 1,7        | 2,7        | 0,8         | 1,7        | 1,6        | 0,7         | 0,1         | 2,3         | 1,7         | 1,1         |
| CF Investitionen           | -0,3       | -0,5        | -0,2       | -0,2       | -0,4        | -0,3       | -1,3       | -3,7        | -3,7        | -5,1        | -9,5        | -12,7       |
| CF Finanzierung            | -0,7       | -1,2        | -0,8       | -1,1       | -0,8        | -1,3       | 0,3        | 1,7         | -0,2        | 1,8         | 5,7         | 8,7         |
| <b>Änderung Liquidität</b> | <b>0,3</b> | <b>-0,6</b> | <b>0,7</b> | <b>1,4</b> | <b>-0,4</b> | <b>0,1</b> | <b>0,5</b> | <b>-1,3</b> | <b>-3,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>-2,1</b> | <b>-2,9</b> |
| CF Geschäft % Umsatz       | 7,2%       | 5,5%        | 8,8%       | 13,8%      | 4,1%        | 8,9%       | 8,1%       | 3,5%        | 0,6%        | 11,1%       | 8,1%        | 5,1%        |
| CF Investit. % Umsatz      | 1,7%       | 2,4%        | 1,2%       | 1,1%       | 1,9%        | 1,6%       | 6,7%       | 19,1%       | 19,6%       | 24,7%       | 45,3%       | 58,2%       |

CF = Cashflow



## GuV in Mio. €

|                     | 05           | 06           | 07           | 08           | 09           | 10           | 11           | 12           | 13           | 14           | 15e          | 16e          | 17e          |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatz</b>       | <b>36,8</b>  | <b>36,9</b>  | <b>38,3</b>  | <b>38,9</b>  | <b>38,8</b>  | <b>39,3</b>  | <b>38,4</b>  | <b>39,0</b>  | <b>39,3</b>  | <b>42,8</b>  | <b>50,5</b>  | <b>53,7</b>  | <b>55,0</b>  |
| Material            | -5,2         | -5,3         | -5,3         | -5,5         | -5,5         | -5,8         | -5,7         | -6,1         | -6,4         | -6,8         | -7,9         | -8,4         | -8,6         |
| Personal            | -22,8        | -22,7        | -22,6        | -23,2        | -23,3        | -23,0        | -23,0        | -23,2        | -24,3        | -25,9        | -30,1        | -32,0        | -32,4        |
| Sonstiges           | -5,1         | -4,5         | -5,7         | -5,2         | -5,8         | -6,1         | -5,7         | -6,3         | -5,4         | -6,2         | -6,9         | -7,1         | -7,2         |
| <b>EBITDA</b>       | <b>3,7</b>   | <b>4,4</b>   | <b>4,6</b>   | <b>5,0</b>   | <b>4,2</b>   | <b>4,4</b>   | <b>4,0</b>   | <b>3,5</b>   | <b>3,2</b>   | <b>3,9</b>   | <b>5,6</b>   | <b>6,2</b>   | <b>6,7</b>   |
| <b>EBITDAR</b>      | <b>6,2</b>   | <b>6,9</b>   | <b>7,1</b>   | <b>7,7</b>   | <b>7,0</b>   | <b>7,2</b>   | <b>6,8</b>   | <b>6,3</b>   | <b>5,8</b>   | <b>6,6</b>   | <b>8,3</b>   | <b>8,9</b>   | <b>9,5</b>   |
| Abschreibungen      | -1,8         | -1,7         | -1,6         | -1,6         | -1,7         | -1,7         | -1,6         | -1,7         | -2,1         | -2,1         | -2,3         | -2,3         | -2,3         |
| <b>EBIT</b>         | <b>1,9</b>   | <b>2,8</b>   | <b>2,9</b>   | <b>3,4</b>   | <b>2,5</b>   | <b>2,7</b>   | <b>2,4</b>   | <b>1,7</b>   | <b>1,1</b>   | <b>1,7</b>   | <b>3,3</b>   | <b>3,9</b>   | <b>4,5</b>   |
| Finanzergebnis      | -1,5         | -1,3         | -1,3         | -1,1         | -1,0         | -0,9         | -0,8         | -0,8         | -1,1         | -1,2         | -1,2         | -1,3         | -1,3         |
| <b>EBT</b>          | <b>0,4</b>   | <b>1,4</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,3</b>   | <b>1,5</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,6</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,5</b>   | <b>2,1</b>   | <b>2,5</b>   | <b>3,2</b>   |
| Steuern EuE         | -0,2         | -0,5         | -0,5         | -0,6         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,4         | -0,2         | -0,5         | -0,5         | -0,6         | -0,8         |
| <i>Steuerquote</i>  | <i>45,2%</i> | <i>35,7%</i> | <i>28,0%</i> | <i>24,0%</i> | <i>20,6%</i> | <i>16,6%</i> | <i>17,0%</i> | <i>39,3%</i> | <i>-</i>     | <i>94,7%</i> | <i>25,0%</i> | <i>25,0%</i> | <i>25,0%</i> |
| <b>EAT</b>          | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,5</b>   | <b>1,3</b>   | <b>0,6</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>0,0</b>   | <b>1,6</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,4</b>   |
| Anteile Dritter     | -0,1         | 0,0          | -0,1         | -0,1         | -0,1         | -0,1         | 0,2          | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| 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          | 0,0          |
| <b>EAT Aktionär</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,1</b>   | <b>1,6</b>   | <b>1,1</b>   | <b>1,4</b>   | <b>1,5</b>   | <b>0,7</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>0,0</b>   | <b>1,6</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,4</b>   |
| <b>Cashflow</b>     | <b>2,0</b>   | <b>2,5</b>   | <b>2,7</b>   | <b>3,2</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,1</b>   | <b>3,1</b>   | <b>2,4</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,2</b>   | <b>3,8</b>   | <b>4,2</b>   | <b>4,6</b>   |
| Aktien (Stck.)      | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,1          | 3,0          | 3,0          | 3,0          | 3,0          | 3,0          |
| <b>EpS (€)</b>      | <b>0,06</b>  | <b>0,28</b>  | <b>0,35</b>  | <b>0,51</b>  | <b>0,37</b>  | <b>0,45</b>  | <b>0,48</b>  | <b>0,21</b>  | <b>-0,05</b> | <b>0,01</b>  | <b>0,52</b>  | <b>0,63</b>  | <b>0,79</b>  |
| <b>CFS (€)</b>      | <b>0,64</b>  | <b>0,81</b>  | <b>0,87</b>  | <b>1,02</b>  | <b>0,91</b>  | <b>0,99</b>  | <b>1,00</b>  | <b>0,78</b>  | <b>0,63</b>  | <b>0,72</b>  | <b>1,28</b>  | <b>1,40</b>  | <b>1,54</b>  |
| <b>Div. (€)</b>     | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,15</b>  | <b>0,12</b>  | <b>0,15</b>  | <b>0,15</b>  | <b>0,05</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,16</b>  | <b>0,19</b>  | <b>0,24</b>  |

## GuV in %

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

## Bilanz in Mio. €

|                          | 05          | 06          | 07          | 08          | 09          | 10          | 11          | 12          | 13          | 14e         | 15e         | 16e         | 17e         |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Anlagevermögen</b>    | <b>37,4</b> | <b>34,8</b> | <b>34,0</b> | <b>33,1</b> | <b>32,2</b> | <b>30,9</b> | <b>30,0</b> | <b>33,3</b> | <b>39,9</b> | <b>55,8</b> | <b>58,8</b> | <b>59,3</b> | <b>57,6</b> |
| dav. Sachanlagen         | 36,6        | 34,6        | 33,7        | 32,9        | 32,0        | 30,8        | 29,9        | 33,1        | 39,8        | 55,6        | 58,6        | 59,1        | 57,4        |
| <b>Umlaufvermögen</b>    | <b>6,3</b>  | <b>7,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,1</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,9</b>  | <b>9,6</b>  | <b>7,7</b>  | <b>9,4</b>  | <b>8,6</b>  | <b>11,3</b> | <b>13,8</b> |
| dav. Vorräte             | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,4         |
| dav. Forderungen         | 4,7         | 7,0         | 5,4         | 5,5         | 5,5         | 5,0         | 5,7         | 6,2         | 6,2         | 5,9         | 7,0         | 7,5         | 7,6         |
| dav. Liquidität          | 0,8         | 0,6         | 0,3         | 0,5         | 0,4         | 2,3         | 2,0         | 3,2         | 1,3         | 3,0         | 1,0         | 3,2         | 5,5         |
| <b>Eigenkapital</b>      | <b>12,4</b> | <b>13,3</b> | <b>14,5</b> | <b>15,9</b> | <b>16,5</b> | <b>17,3</b> | <b>18,3</b> | <b>17,3</b> | <b>17,0</b> | <b>15,0</b> | <b>16,1</b> | <b>17,4</b> | <b>19,1</b> |
| 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         | 8,0         |
| <b>Rückstellungen</b>    | <b>8,6</b>  | <b>7,3</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,3</b>  | <b>7,1</b>  | <b>7,5</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,6</b>  | <b>10,9</b> | <b>10,9</b> | <b>10,9</b> | <b>10,9</b> |
| dav. Pensionen           | 7,3         | 7,0         | 6,7         | 6,2         | 6,2         | 6,9         | 7,2         | 8,5         | 8,5         | 10,6        | 10,6        | 10,6        | 10,6        |
| <b>Verbindlichkeiten</b> | <b>22,5</b> | <b>21,7</b> | <b>18,1</b> | <b>16,2</b> | <b>14,7</b> | <b>13,5</b> | <b>11,7</b> | <b>16,6</b> | <b>21,9</b> | <b>39,3</b> | <b>40,4</b> | <b>42,2</b> | <b>41,3</b> |
| dav. Bank                | 19,7        | 19,4        | 15,3        | 13,5        | 12,3        | 10,0        | 8,4         | 13,6        | 17,6        | 34,0        | 34,2        | 35,7        | 34,6        |
| dav. LuL                 | 0,7         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 1,3         | 1,8         | 2,3         | 2,7         | 2,9         | 3,0         |
| <b>Bilanzsumme</b>       | <b>43,7</b> | <b>42,6</b> | <b>39,9</b> | <b>39,2</b> | <b>38,3</b> | <b>38,4</b> | <b>37,9</b> | <b>42,9</b> | <b>47,7</b> | <b>65,2</b> | <b>67,4</b> | <b>70,6</b> | <b>71,3</b> |

## Bilanz in %

|                          | 05            | 06            | 07            | 08            | 09            | 10            | 11            | 12e           | 13            | 14e           | 15e           | 16e           | 17e           |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Anlageverm.</b>       | <b>85,5%</b>  | <b>81,7%</b>  | <b>85,1%</b>  | <b>84,2%</b>  | <b>84,0%</b>  | <b>80,5%</b>  | <b>79,1%</b>  | <b>77,6%</b>  | <b>83,8%</b>  | <b>85,5%</b>  | <b>87,2%</b>  | <b>84,0%</b>  | <b>80,7%</b>  |
| dav. Sachanlagen         | 83,7%         | 81,3%         | 84,6%         | 83,8%         | 83,6%         | 80,2%         | 78,9%         | 77,3%         | 83,5%         | 85,3%         | 87,0%         | 83,8%         | 80,5%         |
| <b>Umlaufvermögen</b>    | <b>14,5%</b>  | <b>18,3%</b>  | <b>14,9%</b>  | <b>15,8%</b>  | <b>16,0%</b>  | <b>19,5%</b>  | <b>20,9%</b>  | <b>22,4%</b>  | <b>16,2%</b>  | <b>14,5%</b>  | <b>12,8%</b>  | <b>16,0%</b>  | <b>19,3%</b>  |
| dav. Liquidität          | 1,8%          | 1,4%          | 0,8%          | 1,3%          | 1,1%          | 5,9%          | 5,2%          | 7,5%          | 2,6%          | 4,5%          | 1,5%          | 4,6%          | 7,7%          |
| <b>Eigenkapital</b>      | <b>28,3%</b>  | <b>31,3%</b>  | <b>36,4%</b>  | <b>40,5%</b>  | <b>43,2%</b>  | <b>45,1%</b>  | <b>48,2%</b>  | <b>40,3%</b>  | <b>35,6%</b>  | <b>23,0%</b>  | <b>23,9%</b>  | <b>24,7%</b>  | <b>26,7%</b>  |
| dav. Grundkap.           | 18,3%         | 18,8%         | 20,0%         | 20,4%         | 20,9%         | 20,8%         | 21,1%         | 18,6%         | 16,8%         | 12,2%         | 11,9%         | 11,3%         | 11,2%         |
| <b>Rückstellungen</b>    | <b>19,7%</b>  | <b>17,2%</b>  | <b>17,6%</b>  | <b>17,0%</b>  | <b>16,5%</b>  | <b>18,5%</b>  | <b>19,7%</b>  | <b>20,2%</b>  | <b>18,1%</b>  | <b>16,7%</b>  | <b>16,2%</b>  | <b>15,5%</b>  | <b>15,3%</b>  |
| <b>Verbindlichkeiten</b> | <b>51,5%</b>  | <b>51,0%</b>  | <b>45,5%</b>  | <b>41,3%</b>  | <b>38,5%</b>  | <b>35,1%</b>  | <b>30,8%</b>  | <b>38,8%</b>  | <b>45,9%</b>  | <b>60,2%</b>  | <b>59,9%</b>  | <b>59,8%</b>  | <b>57,9%</b>  |
| dav. Bank                | 45,1%         | 45,5%         | 38,4%         | 34,4%         | 32,0%         | 26,0%         | 22,2%         | 31,8%         | 37,0%         | 52,2%         | 50,7%         | 50,5%         | 48,5%         |
| <b>Bilanzsumme</b>       | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

\*Aufgrund der Umstellung der Bilanzierung auf IFRS sank die Eigenkapitalquote um 7 Punkte durch eine notwendige Höherdotierung von Pensionsrückstellungen und eine Aufholung des Fehlbetrages von rd. 1,8 Mio. € aus der 1999 geschlossenen und ausgelagerten Pensionskasse; 2013/14 sank das Eigenkapital aufgrund einer Höherdotierung der Pensionsrückstellungen um 1,3 bzw. 3,0 Mio. € oder 2,7 bzw. 4,6 Prozentpunkte.

## CF-Rechnung in Mio. €

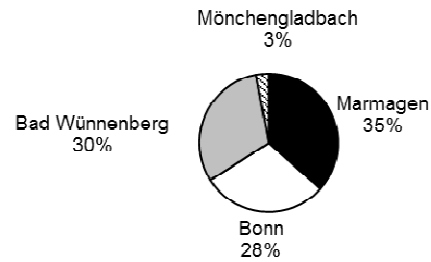
|                              | 05          | 06          | 07          | 08          | 09          | 10          | 11          | 12          | 13          | 14e          | 15e         | 16e         | 17e         |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EAT</b>                   | <b>0,2</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-0,2</b> | <b>0,0</b>   | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,4</b>  |
| Abschreibungen               | 1,8         | 1,7         | 1,6         | 1,6         | 1,7         | 1,7         | 1,6         | 1,7         | 2,1         | 2,1          | 2,3         | 2,3         | 2,3         |
| Sonstiges                    | -0,1        | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | 0,2         | 0,1         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cashflow</b>              | <b>2,0</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,2</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,1</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,2</b>   | <b>3,8</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,6</b>  |
| Änderung NWC                 | 0,5         | -2,8        | 1,5         | 0,2         | -0,4        | 0,4         | -0,7        | 0,0         | 0,5         | 0,7          | -0,7        | -0,3        | -0,1        |
| Sonstiges                    | -0,2        | -0,5        | 0,4         | -0,2        | -0,1        | 1,5         | 0,0         | -1,2        | 0,6         | 0,6          | 0,5         | 0,2         | 0,1         |
| <b>Cashflow Geschäft</b>     | <b>2,2</b>  | <b>-0,8</b> | <b>4,6</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>5,1</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,2</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,5</b>   | <b>3,7</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,6</b>  |
| Nettoinvestitionen           | -0,5        | 0,9         | -0,8        | -0,7        | -0,8        | -0,5        | -0,6        | -5,1        | -8,7        | -18,0        | -5,3        | -2,8        | -0,6        |
| <b>Free Cash Flow</b>        | <b>1,7</b>  | <b>0,1</b>  | <b>3,8</b>  | <b>2,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>4,6</b>  | <b>1,7</b>  | <b>-3,9</b> | <b>-5,7</b> | <b>-14,5</b> | <b>-1,6</b> | <b>1,3</b>  | <b>4,0</b>  |
| 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         | 0,0         |
| Dividende                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,5        | -0,4        | -0,5        | -0,5        | -0,2        | -0,2        | -0,2         | -0,5        | -0,6        | -0,7        |
| <b>Änderung Nettoversch.</b> | <b>-1,7</b> | <b>-0,1</b> | <b>-3,8</b> | <b>-2,0</b> | <b>-1,1</b> | <b>-4,2</b> | <b>-1,3</b> | <b>4,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>14,7</b>  | <b>2,1</b>  | <b>-0,8</b> | <b>-3,3</b> |

# Übersicht

## GuV in %

|                 | 13      | 14     | 15e    | 16e    |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| Materialaufwand | -16,2%  | -15,8% | -15,7% | -15,7% |
| Personalaufwand | -61,8%  | -60,6% | -59,6% | -59,5% |
| EBITDAR         | 14,8%   | 15,5%  | 16,5%  | 16,6%  |
| EBITDA          | 2,9%    | 4,1%   | 6,6%   | 7,2%   |
| EBIT            | 0,0%    | 1,3%   | 4,1%   | 4,7%   |
| EBT             | -0,5%   | 0,1%   | 3,1%   | 3,5%   |
| EAT             | -0,4%   | 0,1%   | 3,1%   | 3,5%   |
| Cashflow        | 4,8%    | 5,1%   | 7,6%   | 7,9%   |
| Aussch.-Quote   | -155,0% | 828,8% | 30,0%  | 30,0%  |

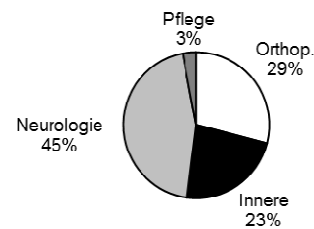
## Umsatzverteilung Häuser (2014)



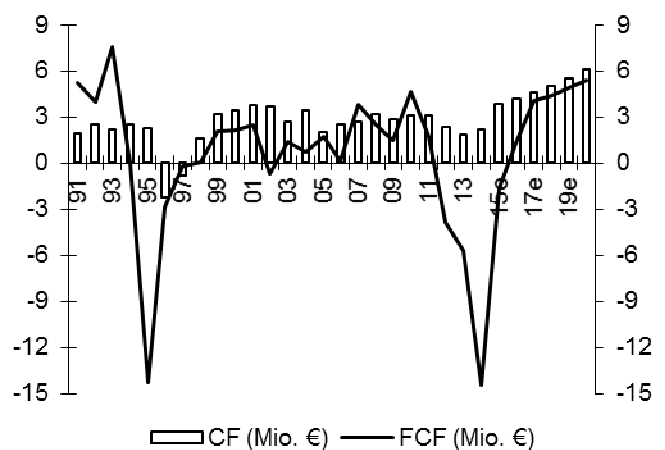
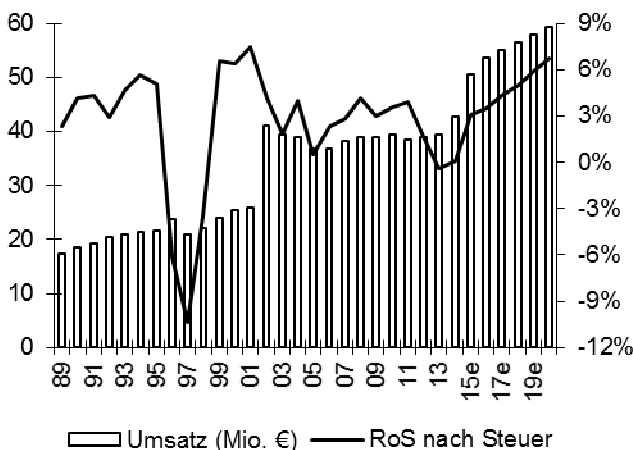
## Kennziffern

|                         | 13     | 14    | 15e  | 16e   |
|-------------------------|--------|-------|------|-------|
| Umsatz/Mitarb. (Tsd. €) | 53,2   | 50,8  | 44,3 | 42,3  |
| EBITDAR/Mitarb./Tsd. €) | 5,7    | 6,6   | 8,3  | 8,7   |
| RoE                     | -12,0% | 0,2%  | 9,7% | 10,9% |
| ROCE                    | 13,8%  | 6,6%  | 4,3% | 4,3%  |
| Gearing                 | 115%   | 348%  | 275% | 275%  |
| NV/EBITDA               | 5,1    | 8,0   | 5,9  | 5,3   |
| EBITDA/FE               | 2,8    | 3,3   | 4,5  | 4,7   |
| Cashflow/Invest.        | 0,2    | 0,1   | 0,7  | 1,5   |
| Free Cash Flow (Mio. €) | -5,7   | -14,5 | -1,6 | 1,3   |

## Umsatz Indikationen (2013)



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

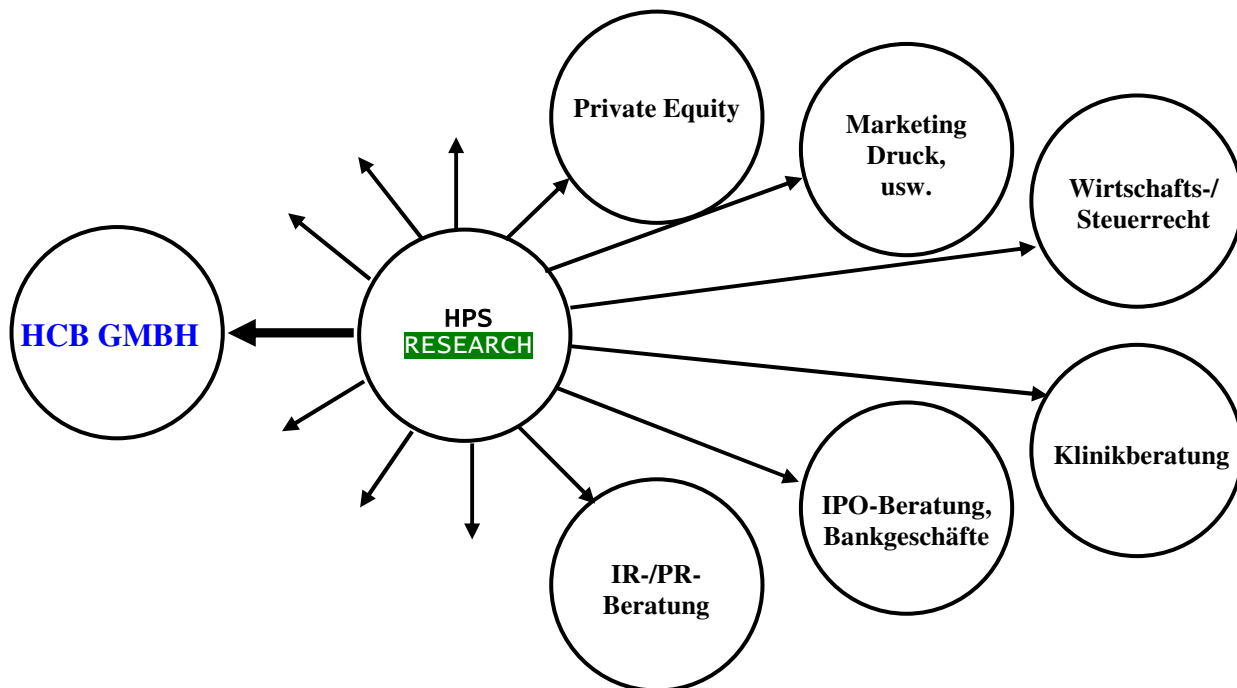


## Porträt des Autors



Hartmut Schmidt, geb. 1961, verheiratet, 3 Kinder, Studium der Betriebswirtschaftslehre an den Universitäten München und Regensburg, Abschluss als Diplom-Kaufmann 1989, Aktienanalyst institutionelles Geschäft (Schwerpunkt SmallCaps) bei der Berliner Bank AG (1989-1990), bei Hauckbankiers KGaA (1991-1993), bei Dresdner Kleinwort Benson GmbH (1994-1999, Aufbau SmallCap-Analyse, Initiator SmallCap-Handbuch, Krankenhausreport), bei equinet Institutional Services GmbH (2000), selbständiger Analyst und Unternehmensberater seit 2001 (Schwerpunkt stationäre Gesundheitsversorgung), Veröffentlichung HPS Gesundheitsreport seit Januar 2001 als Nachfolgeprodukt des unter DKBR und equinet veröffentlichten Krankenhausreports. Seit 2001 Veranstalter des zweimal jährlich stattfindenden Gesundheitstages, seit 2002 Dozent an der FH Neu-Ulm, seit 2004 freier Mitarbeiter der Zeitschrift KMA, seit 2005 Dozent an der FH Hannover, 2006 Mitgründer der HCB Institute for Health Care Business GmbH, Essen, seit 2007 freier Mitarbeiter der Zeitschrift CARE Invest.

Mit der Gründung des Joint Ventures HCB zusammen mit dem Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, hat sich das Leistungs-, Angebots- und Kundenspektrum deutlich erweitert.



## Gewährleistungsausschluss

Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die für zuverlässig und korrekt gehalten werden. **Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen kann jedoch nicht übernommen werden. Es wird keinerlei Haftung für Verluste oder Schäden übernommen, die direkt oder indirekt aus der Verwendung des Inhalts dieser Ausarbeitung entstehen.** Die Ausarbeitung stellt die Meinung des Verfassers dar und ersetzt nicht die Meinungsbildung durch den Empfänger. Sie ist nur zur Verwendung durch den Empfänger in seiner Eigenschaft als professioneller und institutioneller Anleger bestimmt. **Diese Ausarbeitung darf zudem weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch den Autor vervielfältigt oder an andere Personen verteilt werden.** Zusätzliche Informationen zum Inhalt dieser Ausarbeitung können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden.

**Der Gesundheitsreport erscheint zweimal jährlich, Anfang Januar und Anfang Juli jedes Jahres. Er enthält die Analysen aller in Deutschland notierten Unternehmen der stationären Gesundheitsversorgung sowie eine umfassende Analyse des gesundheitspolitischen Rahmens.**

Adr.: HPS Research  
Hartmut Schmidt  
Am Gerauer Weg 25  
64572 Büttelborn  
Tel.: 06152/91 14 88  
Fax: 06152/92 67 30  
E-Mail: [hs@hpsresearch.de](mailto:hs@hpsresearch.de)