

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

NICO LÖCHNER
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
DWATZ@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LINGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

MEDICLIN AG

Hohe Investitionen für weiteres Wachstum

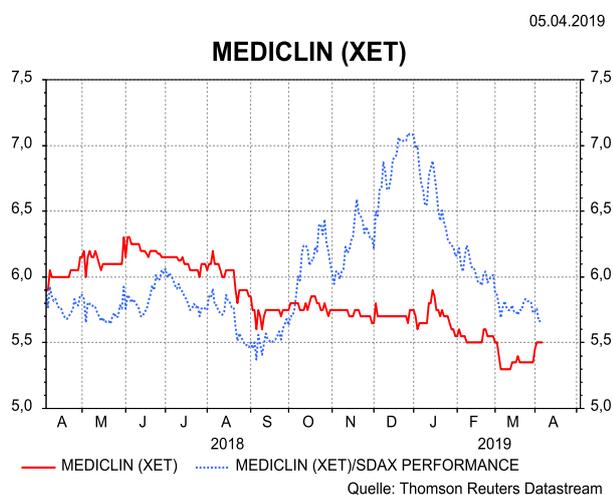
Kaufen (Kaufen)

| | |
|-------------------------------|------------------------|
| Kursziel | 7,30 € (7,10 €) |
| Kurs (04.04.2019) | 5,50 € |
| ISIN | DE0006595101 |
| Marktkapitalisierung (Mio. €) | 261,3 |
| Anzahl Aktien (Mio.) | 47,5 |
| Marktsegment: | Prime Standard |
| Homepage: | www.mediclin.de |

Kerndaten und Prognosen

| | 2018* | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. €) | 645 | 677 | 711 | 747 |
| EBIT (Mio. €) | 15,1 | 24,4 | 29,2 | 33,6 |
| EBIT-Marge | 2,3% | 3,6% | 4,1% | 4,5% |
| EBITDA (Mio. €) | 37,4 | 92,4 | 97,7 | 102,7 |
| EBITDA-Marge | 5,8% | 13,6% | 13,7% | 13,7% |
| Ergebnis je Aktie (€) | 0,16 | 0,24 | 0,34 | 0,43 |
| Dividende je Aktie (€) | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| Buchwert je Aktie (€) | 4,03 | 4,22 | 4,51 | 4,89 |
| KGW | 33,9 | 22,9 | 16,2 | 12,7 |
| Kurs/Buchwert | 1,36 | 1,30 | 1,22 | 1,12 |
| EV/EBIT | 50,9 | 29,8 | 23,4 | 18,6 |
| EV/EBITDA | 20,5 | 7,9 | 7,0 | 6,1 |
| EV/Umsatz | 1,19 | 1,07 | 0,96 | 0,84 |
| Dividendenrendite | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |

* IFRS 16 wurde in der Bilanz bereits beachtet, EV ist ohne IFRS16



MEDICLIN bestätigt die vorläufigen Zahlen 2018 vom 22.02. Der Umsatz stieg 2018 um 5,9% auf 645,1 Mio. €. Das EBIT liegt bei 15,1 Mio. € (+128,8% yoy) und bereinigt bei 22,6 Mio. € (+7,6% yoy). Das EPS stellte sich auf 0,16 € je Aktie (Vj. 0,08 €). Wie im Vorjahr wird eine Dividende je Aktie von 0,05 € vorgeschlagen. Wir sehen den fairen Wert der MEDICLIN-Aktie bei 7,30 € und empfehlen die Aktie, weiter zu kaufen.

Das größte Segment Postakut erreichte 2018 einen Umsatz von 400,5 Mio. € (7,3% yoy). Dies entspricht einem Umsatzanteil von 62,1%. Der Materialaufwand stieg um 2,1 Mio. € auf 78,1 Mio. €. Die Aufwendungen für Personal legten deutlich um 10,6% auf 209,0 Mio. € zu. Das um Einmaleffekte bereinigte Segmentergebnis nahm ggü. Vj. um 0,3 Mio. € auf 20,5 Mio. € ab.

Aufgrund einer temporär schwächeren Bettenbelegung im Dez. 2018 stieg der Umsatz im Segment Akut nur um 3,5% yoy auf 224,3 Mio. €, was aber innerhalb der angestrebten Bandbreite lag. Während sich die Materialaufwendungen lediglich um 1,1% auf 60,2 Mio. € erhöhten, nahmen die Personalaufwendungen um 7,2 % auf 131,3 Mio. € zu. Das Segmentergebnis wurde mit -1,2 Mio. € nach +2,3 Mio. € im Vorjahr ausgewiesen.

Im Segment Sonstige Aktivitäten, dem u.a. die Pflege zugeordnet ist, kam es zu einem Umsatzrückgang von 1,1 Mio. € auf 72,1 Mio. €. Im Gegensatz zu den anderen Segmenten stiegen die Materialaufwendungen mit 6,2% auf 29,3 Mio. € deutlicher. Dagegen gab der Personalaufwand um 0,6% auf 50,3 Mio. € nach. Das EBIT sank von 5,2 Mio. € auf -3,1 Mio. €, wobei 2017 ein positiver Einmaleffekt von 5,7 Mio. € enthalten ist.

Das EK wuchs 2018 um 6,1 Mio. € auf 191,4 Mio. €. Die EK-Quote ging dennoch auf 43,0% (Vj. 50,3%) zurück. Ausschlaggebend waren zusätzliche Kredite zur Finanzierung der laufenden Wachstumsinvestitionen. Die Nettofinanzverschuldung betrug zum Ultimo 2018 41,9 Mio. € (Vj. 20,6 Mio. €). Durch die Einführung von IFRS 16 zum 01.01.2019 verdoppelt sich die Bilanzsumme und die EK-Quote halbiert sich auf 21,3%.

2019 will MEDICLIN den Umsatz um 5 bis 6% steigern: Im Segment Postakut um 4 bis 6% und im Segment Akut um 2 bis 3%. Das Konzern-EBIT wird in der Spanne von 22 bis 28 Mio. € geguided, was einer Marge von 3 bis 4% entspricht. Für das Segment Postakut stellt MEDICLIN eine Marge von 5 bis 6% in Aussicht, während es für das Segment Akut positive 1 bis 2% sind. Die Effekte aus IFRS 16 sind im Ausblick der Gesellschaft bereits eingearbeitet.

Deutliche Verbesserung des operativen Cashflow 2018

MEDICLIN steigerte den operativen Cashflow aus laufender Tätigkeit auf 29,7 Mio. € (Vj. 20,2 Mio. €). Treiber waren das höhere EBIT und Veränderungen beim Working Capital. Von den Auszahlungen von 46,5 Mio. € (Vj. 38,5 Mio. €) entfielen 42,8 Mio. € (Vj. 31,3 Mio. €) auf Bruttoauszahlungen für das Sachanlagevermögen. Brutto bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die gezahlten Fördermittel nicht gegengerechnet sind. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug 23,4 Mio. € (Vj. 2,6 Mio. €). Grund dafür war die Netto-Aufnahme von Finanzschulden i. H. v. 21,7 Mio. €. Dies erfolgte zur Finanzierung der Klinikneubauten in Lingen und Röbel. Die liquiden Mittel stiegen 2018 auf 33,8 Mio. € (Vj. 26,9 Mio. €).

Hohe Einmalkosten und Personalzuwachs belasten EBIT

Mit einem Plus von 5,9% auf 645,1 Mio. € lag der Umsatzzuwachs 2018 im oberen Bereich der Guidance (5-6%). Das EBIT verbesserte sich zwar auf 15,1 Mio. € (Vj. 6,6 Mio. €), blieb aber hinter den Erwartungen (26 - 28 Mio. €) zurück. Dazu trugen maßgeblich Einmaleffekte aus zusätzlichen Aufwendungen sowie Rückstellungen für Personal- und Personalnebenkosten von 7,5 Mio. € bei. Bereinigt um diese Effekte erreichte das EBIT 22,6 Mio. € (Vj. 21,0 Mio. € bereinigt). 2017 hatten ein Unternehmenserwerb (+5,7 Mio. €) und Rückstellungen in Zusammenhang mit einem Besserungsschein (OIK Immobilienfonds) in Höhe von -20,1 Mio. € Einmaleffekte ausgelöst.

Wie schon in den Vorjahren setzte sich der Trend zu einer höheren Personalkostenquote und geringeren Materialkostenquote fort. Dahinter stehen steigende Löhne aufgrund von Personalmangel, aber auch zusätzlicher Personalbedarf aufgrund von regulativen Anforderungen, die höhere Kapazitätsauslastung und die Investitionen in Kliniken, die einen gewissen Personalvorlauf benötigen. Insgesamt stieg die Zahl der Vollzeitkräfte im Jahresdurchschnitt um 262.

MEDICLIN: Kennziffern (in Mio. €)

| | 2017 | | 2018 | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | berichtet | bereinigt | berichtet | bereinigt |
| Umsatz | 609,1 | 609,1 | 645,1 | 645,1 |
| EBITDAR* | 94,2 | 88,5 | 85,2 | 92,7 |
| EBITDA | 27,0 | 41,4 | 37,3 | 44,8 |
| EBIT | 6,6 | 21,0 | 15,1 | 22,6 |
| EBITDAR-Marge | 15,5% | 14,5% | 13,2% | 14,4% |
| EBITDA-Marge | 4,4% | 6,8% | 5,8% | 6,9% |
| EBIT-Marge | 1,1% | 3,4% | 2,3% | 3,5% |

* vor Mieten

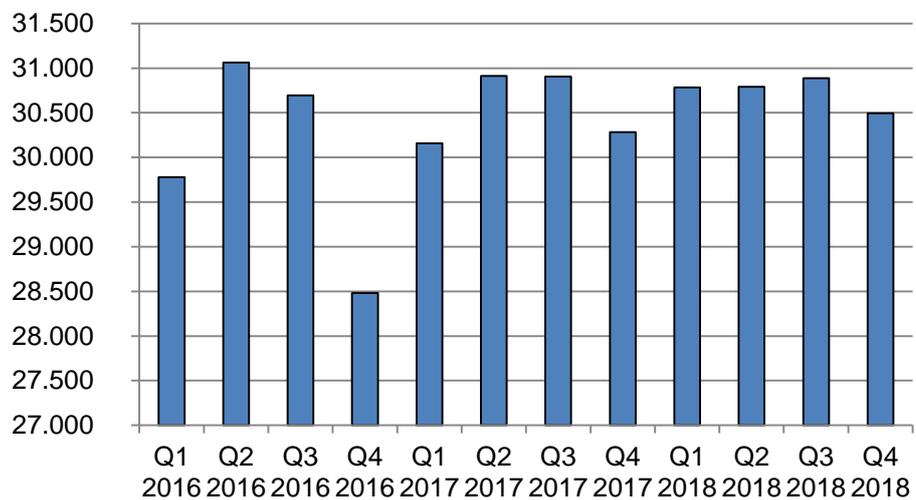
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Das bereinigte EBIT stieg ggü. Vj. um 7,6% auf 22,6 Mio. €. Die Bereinigung 2018 umfasst +7,5 Mio. € an Rückstellungen für einmalige Personal- und Personalnebenkosten. Die Bereinigung 2017 beläuft sich auf +14,4 Mio. € (+20,1 Mio. € Rückstellung für einen Besserungsschein -5,7 Mio. € aus einem Unternehmenserwerb). Die Bereinigungen von EBITDA und EBITDAR umfassen die gleichen Sachverhalte wie beim EBIT. Das bereinigte EBITDA wuchs um 8,2% auf 44,8 Mio. € und das bereinigte EBITDAR um 4,7% auf 92,7 Mio. € zu. Die Margen lagen auf bereinigter Basis etwa auf Vorjahresniveau.

Fallzahlen und Auslastung

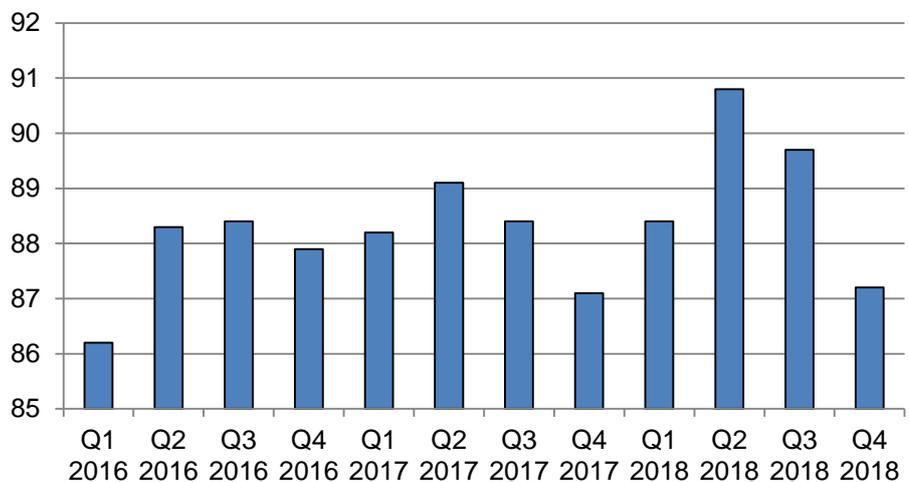
Ende des Jahres 2018 gab es eine Abschwächung der Fallzahlen auf 30.365. Damit kam es wie im Vorjahr im Q4 zu einem Rückgang. Auf Jahresbasis stieg die Anzahl an Fällen um 0,7% auf 122.954. Durch die Investitionen in Kapazitätserweiterungen, z. B. am Müritz-Klinikum in Röben, und insbesondere den geplanten Klinikneubau in Lingen kann in Zukunft mit steigenden Fallzahlen gerechnet werden. Die Auslastung im Q4'2018 war mit 87,2% wie im Vorjahr deutlich unter den Werten von Q1-Q3'2018. Insgesamt konnte die Auslastung 2018 aber auf 89,1% (Vj. 88,2%) gesteigert werden.

MEDICLIN: Fallzahlen



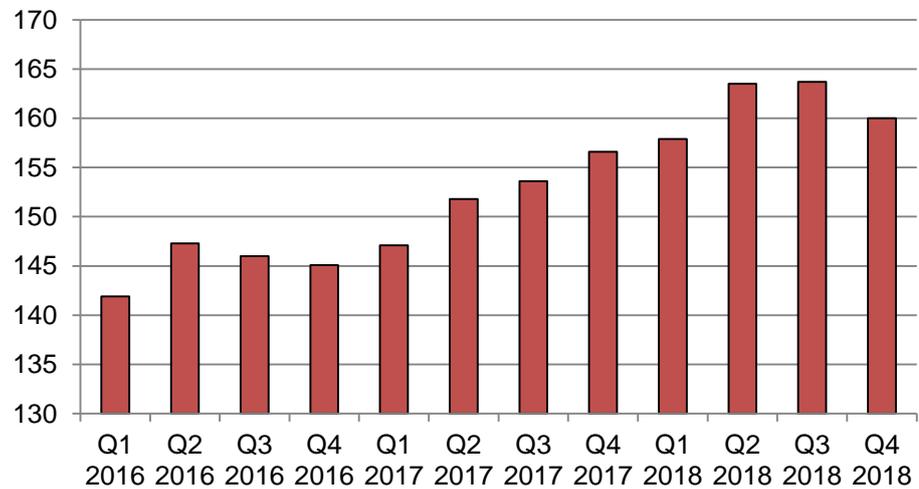
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

MEDICLIN: Auslastung in %



Quelle: Solventis Research MEDICLIN AG

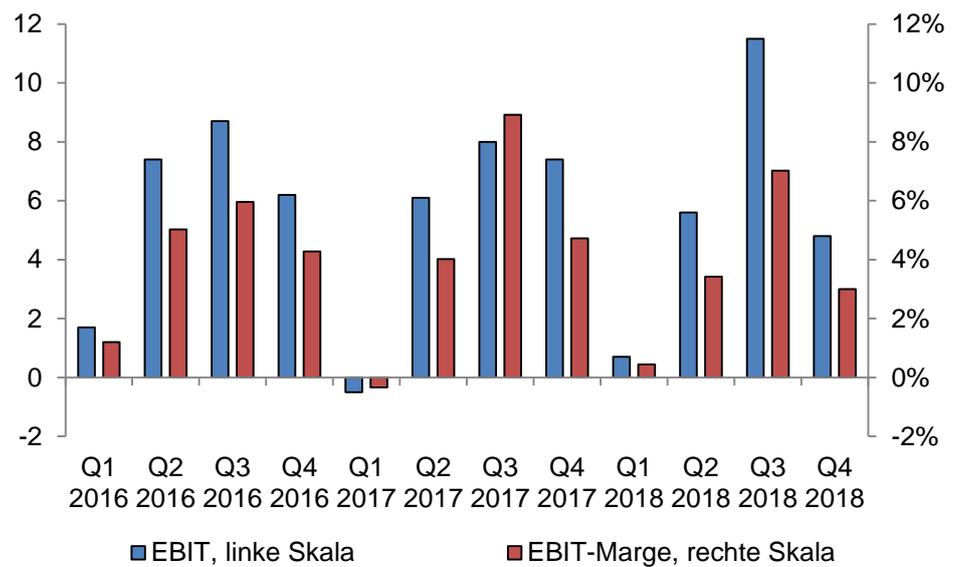
MEDICLIN: Konzern-Umsatz (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

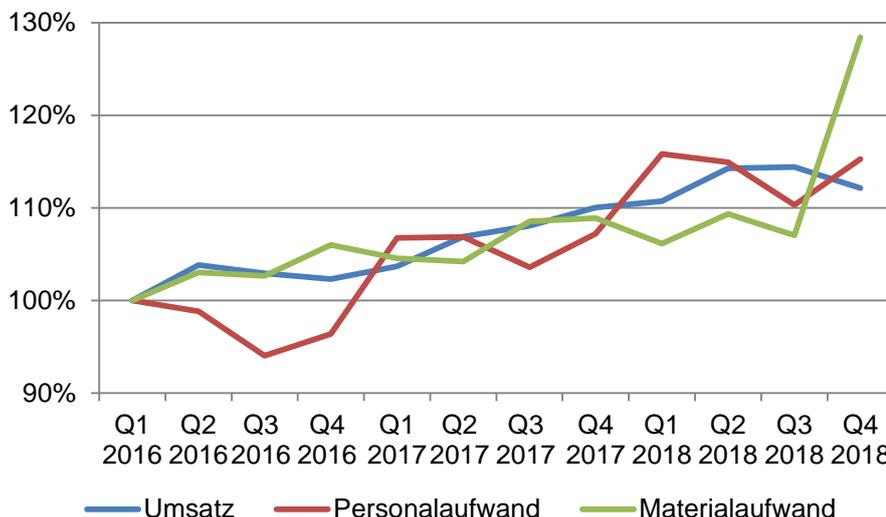
Der Umsatz verschlechterte sich im Q4'2018 ggü. Q3'2018 um 3,7 Mio. € auf 160,0 Mio. €. Hier kam es zu einer temporären Unterauslastung aufgrund von Einweiserproblemen und Personalmangel (Pflege). Die bereinigte EBIT-Marge betrug in Q4'2018 3,0% nach 7,0% in Q3'2018. Unbereinigt betrug die EBIT-Marge in Q4'2018 -1,7%.

MEDICLIN: bereinigte Konzern-EBIT (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

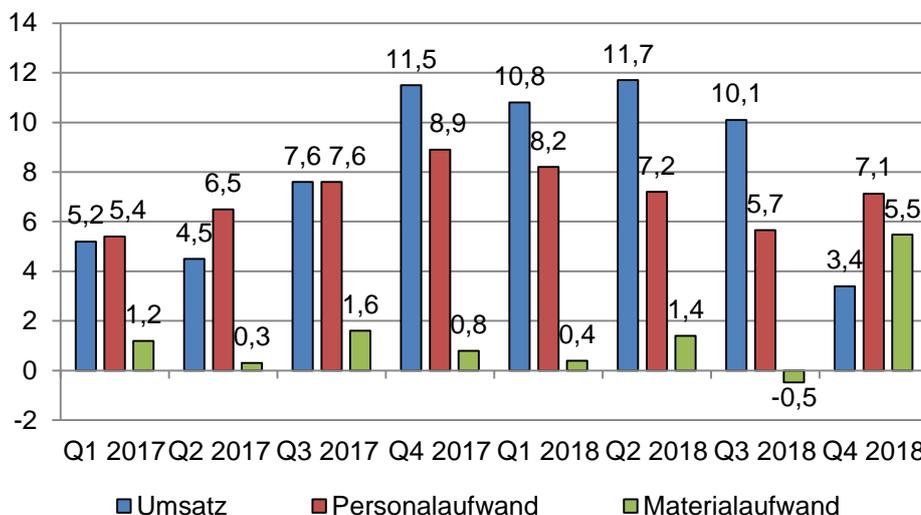
MEDICLIN: Relative Veränderungen ggü. dem Vorquartal



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Im Q4'2018 gab es bei den Materialaufwendungen einen Anstieg von 21,4% (qoq) auf 34,3 Mio. €. Wesentlich war ein Einmaleffekt von 4,5 Mio. € bei den Personal- und Personalnebenkosten, die an externe Fachkräfte nachgezahlt werden müssen. Dieser Effekt zeigt sich in Höhe von 2,9 Mio. € auch beim Personalaufwand. Die Personalaufwandsquote stieg 2018 auf 60,7% (Vj. 59,6%) und bereinigt um den Einmaleffekt auf 60,2% (Vj. 59,6%). Die Materialaufwandsquote bewegte sich 2018 mit 18,5% auf Vorjahresniveau. Bereinigt lag sie um 0,7 Prozentpunkte unter Vorjahr (18,5%).

MEDICLIN: Absolute Veränderung ggü. dem Vorjahresquartal (Mio. €)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Im Jahr 2018 stieg der Materialaufwand um 6,0% auf 119,4 Mio. €. Darin sind Sondereffekte von 4,5 Mio. € enthalten, die im Q4'18 verbucht wurden, siehe Vorseite. Bereinigt um diesen Effekt beträgt der Materialaufwand 114,9 Mio. € (+2,1% yoy). Der berichtete Personalaufwand wuchs um 7,8% auf 391,3 Mio. €. Darin ist ein Einmaleffekt aus dem gleichen Sachverhalt wie beim Materialaufwand in Höhe von 3,0 Mio. € enthalten. Auf bereinigter Basis ergab sich ein Plus von 7,0% beim Personalaufwand.

MEDICLIN: Materialaufwand und Personalaufwand (in Mio. €)

| | 2017 | | 2018 | |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | berichtet | bereinigt | berichtet | bereinigt |
| Materialaufwand | 112,6 | 112,6 | 119,4 | 114,9 |
| ggü Vj. | | | 6,0% | 2,1% |
| Anteil am Umsatz | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 17,8% |
| Personalaufwand | 363,1 | 363,1 | 391,3 | 388,3 |
| ggü Vj. | | | 7,8% | 7,0% |
| Anteil am Umsatz | 59,6% | 59,6% | 60,7% | 60,2% |

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

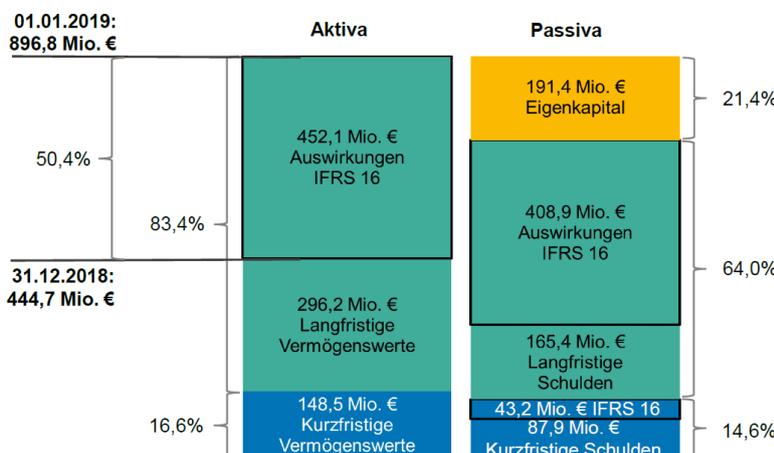
Auswirkungen von IFRS 16 auf die Bilanz und GuV

Zum 01.01.2019 wurde IFRS 16 eingeführt. Für MEDICLIN hat dies besonders gravierende Auswirkungen auf die Bilanz. Die Bilanzsumme verdoppelte sich von 444,7 Mio. € (31.12.2018) auf 896,8 Mio. € (01.01.2019). Auf der Aktiv-Seite nahm die Position „Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschließlich der Bauten auf fremden Grundstücken“ um 449,5 Mio. € zu. Neben dieser Position erhöhte sich auch die Position „Betriebs- und Geschäftsausstattung“, jedoch nur um 2,5 Mio. €. Bei den Passiva stiegen die langfristigen „Verbindlichkeiten Leasing“ um 409,0 Mio. € und die kurzfristigen „Verbindlichkeiten Leasing“ um 43,0 Mio. €.

In der GuV entfällt durch IFRS 16 der Mietaufwand (sonstige betriebliche Aufwendungen), während Abschreibungen und Zinsaufwand steigen. MEDICLIN gibt an, dass das EBIT durch den IFRS 16-Effekt um 4,4 Mio. € höher ausfällt. Die Zinsaufwendungen nehmen von Jahr zu Jahr ab. Dadurch wird zu Beginn des Leasingvertrages das Konzernergebnis belastet und gegen Ende der Laufzeit entlastet („Front-Loading-Effekt“). Mehr Details zu IFRS 16 finden sich in unserer IFRS 16-Studie vom Februar 2018 oder auch im GB 2018 der MEDICLIN AG.

MEDICLIN: Auswirkungen von IFRS 16 auf die Bilanz und GuV von 2019

Bilanz:



GuV:

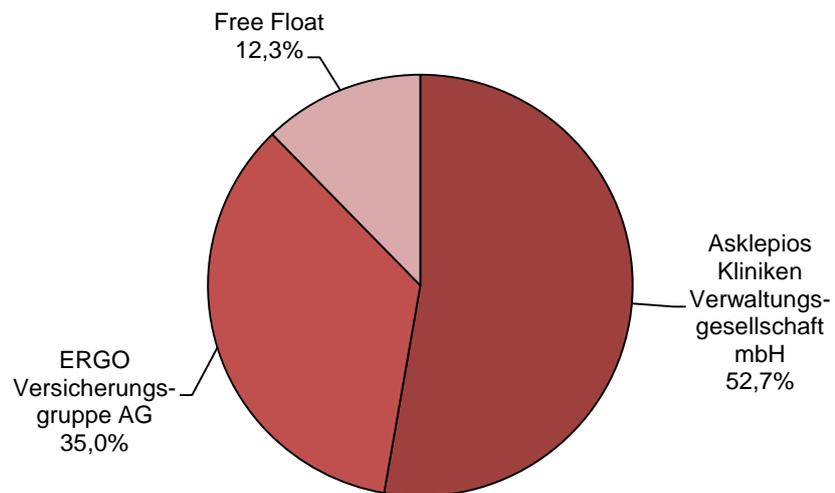
| | |
|------------------------------------|--------------------|
| Gesamtleistung | 0 Mio. € |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 50,4 Mio. € |
| EBITDA | 50,4 Mio. € |
| Abschreibungen | -46,1 Mio. € |
| EBIT | 4,4 Mio. € |
| Finanzergebnis | -8,0 Mio. € |
| EBT | -3,6 Mio. € |
| Ertragssteuern | 0,5 Mio. € |
| Konzernergebnis | -3,1 Mio. € |

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Keine Veränderung bei den Großaktionären

2008 stieg die Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH (kurz Asklepios) mit 10,6% bei der MEDICLIN AG ein und kaufte in den Folgejahren weiter zu. Durch die Übernahme eines Aktienpakets der Provinzial Rheinland Lebensversicherung AG in Höhe von 18,1% erlangte Asklepios 2011 mit 52,7% die Aktienmehrheit an MEDICLIN. Herr Dr. Bernard große Broermann ist Alleingesellschafter der Asklepios. Die ERGO Versicherungsgruppe AG (ERGO) ist Teilkonzern der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG. Sie hält 35,0% der Aktien. Davon liegen 23,2% bei ERGO und 11,8% bei der ERGO-Konzerntochter DKV Deutsche Krankenversicherung Aktiengesellschaft. Diese Gesellschaften zählen auch zu den Anteilseignern des OIK-Immobilienfonds, der bei Patrizia liegt. Wir gehen davon aus, dass Asklepios der natürliche Käufer der Anteile der ERGO ist. Ein solcher Schritt dürfte auch eine Lösung für die Probleme im Zusammenhang mit dem OIK-Immobilienfonds einschließen.

MEDICLIN: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Bewertung

Wir bewerten MEDICLIN auf Basis unseres DCF-Modells, das wir an die Ist-Zahlen 2018 und die IFRS 16-Effekte angepasst haben. Der Schätzzeitraum wurde um ein Jahr vorgestellt. Grundsätzlich hat IFRS 16 zur Folge, dass der Mietaufwand aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen eliminiert und auf Abschreibungen und Zinsaufwand verteilt wird. Entsprechend schnellte insbesondere das EBITDA nach oben, während der positive Effekt beim EBIT schon deutlich kleiner ist: MEDICLIN gibt ihn mit 4,4 Mio. € an. Aufgrund des erhöhten Zinsaufwands fällt der Jahresüberschuss in den ersten Jahren geringer aus als ohne IFRS 16 (Frontloading) aus. Alles in allem geht es um buchhalterische Veränderungen, die auf den Cashflow keinen Effekt haben.

In der Detailplanung schwankt das WACC um die 5,5% herum (Beta 0,75, Risikoprämie 5,5%, risikoloser Zins 2,0%). Im TV erhöhen wir das Beta auf 1,0 mit der Folge, dass das WACC auf 6,74% steigt. Die Reinvestment Rate steht bei 22,3% und die ewige Wachstumsrate bei 1,0%. Die Nettoverschuldung berücksichtigt zwar die Pensionsrückstellungen, nicht aber die Leasingverbindlichkeiten infolge von IFRS 16, die über Abschreibungen und Zinsaufwand abgebildet werden. Im Ergebnis erhalten wir einen **fairen Wert** von 7,30 € nach 7,10 €. Der Anstieg beruht im Wesentlichen darauf, dass durch den vorgeschobenen Schätzzeitraum das unbereinigte Jahr 2018 herausfällt.

Mögliche positive Effekte im Kontext der Klage gegen den **OIK-Immobilienfonds** auf Rückzahlung des über der Marktüblichkeit liegenden Teils der Mietzahlungen lassen wir unberücksichtigt. Dabei geht es um mehr als 200 Mio. €. Das macht mehr als 4,00 € je Aktie aus. Bilanzielle Konsequenzen sind nach Auffassung des Vorstands bislang nicht erforderlich.

Im **Peergroup-Vergleich** zeigt sich, dass die vergleichsweise günstige Bewertung von MEDICLIN mit der relativ geringen Profitabilität der Gesellschaft zusammenhängt. Mit steigender Profitabilität bei MEDICLIN sollte sich das ändern. Aktuell stellt MEDICLIN allerdings das Topline-Wachstum in den Vordergrund, was die Marge belastet. Das setzt sich auch 2019 fort. Aufgrund der Änderungen im Zusammenhang mit IFRS 16 dürfte die Aussagefähigkeit des Peergroup-Vergleichs temporär verzerrt sein. Es braucht erfahrungsgemäß einige Monate, bis IFRS 16-Effekte in den Schätzungen der Analysten die berücksichtigt sind bzw. die alten Schätzungen aus dem Konsens herausfallen.

Kommender Newsflow

- 29.03.2019: Veröffentlichung des Konzern-Jahresfinanzberichts
- 06.05.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 31.03.19
- 29.05.2019: Hauptversammlung
- 01.08.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 30.06.19
- 05.11.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 31.09.19

MEDICLIN: Peer-Group-Vergleich

| Ticker | Kurs 04.04.2019 | Währung | KGV 2018 | KGV 2019e | KGV 2020e | EV/EBITDA 2019e | EV/EBITDA 2020e | EV/EBIT 2019e | EV/EBIT 2020e | Ebit- Marge 2019e | Ebit- Marge 2020e | Kurs/ Buchwert 2019e | Kurs/ Buchwert 2020e | EV/Sales 2019e | EV/Sales 2020e | Dividenden rendite 2019e |
|----------------------------|--------------------|---------|-------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|
| LNA Sante SA | 46,35 | EUR | 15,1 | 16,1 | 14,4 | 10,9 | 9,9 | 16,2 | 15,1 | 7,4% | 7,3% | 2,2 | 2,1 | 1,2 | 1,1 | 0,8% |
| Orpea SA | 107,40 | EUR | 26,1 | 27,1 | 24,2 | 18,1 | 16,9 | 24,6 | 23,3 | 13,0% | 13,0% | 2,3 | 2,1 | 3,2 | 3,0 | 1,2% |
| Korian SA | 34,68 | EUR | 20,7 | 21,3 | 18,1 | 10,8 | 9,9 | 16,8 | 15,0 | 9,3% | 9,8% | 1,1 | 1,1 | 1,6 | 1,5 | 1,9% |
| Rhoen Klinikum AG | 26,35 | EUR | 30,1 | 42,8 | 40,7 | 13,5 | 13,3 | 27,1 | 29,5 | 4,7% | 4,1% | 1,5 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,1% |
| Fresenius SE & Co KGaA | 52,39 | EUR | 11,7 | 15,5 | 14,4 | 7,2 | 6,6 | 9,7 | 8,9 | 13,4% | 13,5% | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,5% |
| Durchschnitt (ungewichtet) | | | 20,7 | 24,5 | 22,4 | 12,1 | 11,3 | 18,9 | 18,3 | 9,5% | 9,6% | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,3% |
| MEDIAN | | | 20,7 | 21,3 | 18,1 | 10,9 | 9,9 | 16,8 | 15,1 | 9,3% | 9,8% | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,2% |
| Mediclin AG * | 5,50 | EUR | 35,9 | 22,9 | 14,6 | 7,8 | 6,8 | 29,8 | 22,0 | 3,6% | 4,4% | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,8% |
| Abweichung vom Median | | | 73,7% | 7,3% | -19,2% | -28,1% | -31,1% | 77,8% | 45,9% | -61,4% | -55,1% | -20,1% | -19,2% | -17,0% | -20,3% | 48,9% |

* MEDICLIN AG sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, Thomson Reuters

MEDICLIN: GuV (in Tsd. €)

| | 2018 | yoy | 2019e | yoy | 2020e | yoy | 2021e | yoy |
|---|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Umsatz | 645.106 | 5,9% | 677.362 | 5,0% | 711.230 | 5,0% | 746.791 | 5,0% |
| sonstige betriebliche Erträge | 9.848 | -43,2% | 4.147 | -57,9% | 3.863 | -6,8% | 3.600 | -6,8% |
| Materialaufwand | 119.400 | 6,0% | 125.370 | 5,0% | 131.639 | 5,0% | 138.221 | 5,0% |
| Rohergebnis nach GKV | 535.554 | 4,2% | 556.138 | 3,8% | 583.454 | 4,9% | 612.170 | 4,9% |
| Personalaufwand | 391.289 | 7,8% | 418.679 | 7,0% | 443.800 | 6,0% | 470.428 | 6,0% |
| Abschreibungen | 22.286 | 9,3% | 68.055 | 205,4% | 68.555 | 0,7% | 69.055 | 0,7% |
| sonstige betriebliche Aufwendungen | 106.917 | -13,6% | 45.019 | -57,9% | 41.939 | -6,8% | 39.082 | -6,8% |
| EBITDA | 37.348 | 38,3% | 92.440 | 147,5% | 97.715 | 5,7% | 102.661 | 5,1% |
| EBITDA-Marge | 5,79% | 1,4 pp | 13,65% | 7,9 pp | 13,74% | 0,1 pp | 13,75% | 0,0 pp |
| EBIT | 15.063 | 127,7% | 24.385 | 61,9% | 29.160 | 19,6% | 33.606 | 15,2% |
| EBIT-Marge | 2,33% | 1,2 pp | 3,60% | 1,3 pp | 4,10% | 0,5 pp | 4,50% | 0,4 pp |
| Erträge aus Beteiligungen | 38 | n.m. | 38 | 0,0% | 38 | 0,0% | 38 | 0,0% |
| Zinserträge | 234 | 15,8% | 16 | -93,0% | 16 | -4,8% | 19 | 24,4% |
| Zinsaufwand | 3.472 | 35,5% | 10.784 | 210,6% | 9.959 | -7,7% | 9.119 | -8,4% |
| Finanzergebnis | -3.200 | -35,6% | -10.730 | -235,3% | -9.906 | 7,7% | -9.062 | 8,5% |
| Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT) | 11.862 | 178,7% | 13.655 | 15,1% | 19.255 | 41,0% | 24.544 | 27,5% |
| EBT-Marge | 1,84% | 1,1 pp | 2,02% | 0,2 pp | 2,71% | 0,7 pp | 3,29% | 0,6 pp |
| Steuern | 4.098 | 1287,1% | 2.161 | -47,3% | 3.047 | 41,0% | 3.884 | 27,5% |
| Steuerquote | 34,54% | 27,6 pp | 15,83% | -18,7 pp | 15,83% | 0,0 pp | 15,83% | 0,0 pp |
| Ergebnis n. Steuern | 7.765 | 96,1% | 11.494 | 48,0% | 16.208 | 41,0% | 20.660 | 27,5% |
| Anteile Dritter | 48 | -8,4% | 71 | 48,0% | 100 | 41,0% | 128 | 27,5% |
| Konzernjahresüberschuss | 7.717 | 97,5% | 11.423 | 48,0% | 16.107 | 41,0% | 20.532 | 27,5% |
| Anzahl Aktien | 47,50 | 0,0% | 47,50 | 0,0% | 47,50 | 0,0% | 47,50 | 0,0% |
| Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR) | 0,16 | 97,5% | 0,24 | 48,0% | 0,34 | 41,0% | 0,43 | 27,5% |

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

MEDICLIN: Bilanz (in Tsd. €) inkl. IFRS 16

| | 2018 | yoy | 2019e | yoy | 2020e | yoy | 2021e | yoy |
|---|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| Aktiva | | | | | | | | |
| Kassenbestand | 33.829 | 25,7% | 29.681 | -12,3% | 30.707 | 3,5% | 44.838 | 46,0% |
| Forderungen Lieferungen und Leistungen | 93.099 | 10,8% | 97.754 | 5,0% | 102.641 | 5,0% | 107.773 | 5,0% |
| Vorräte | 7.461 | 2,3% | 7.834 | 5,0% | 8.226 | 5,0% | 8.637 | 5,0% |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte | 11.913 | 27,8% | 11.913 | 0,0% | 11.913 | 0,0% | 11.913 | 0,0% |
| Sonstige Vermögenswerte | 1.207 | -10,0% | 1.207 | 0,0% | 1.207 | 0,0% | 1.207 | 0,0% |
| Steuerforderungen | 1.017 | 20345500,0% | 1.017 | 0,0% | 1.017 | 0,0% | 1.017 | 0,0% |
| Summe Umlaufvermögen | 148.526 | 15,3% | 149.406 | 0,6% | 155.711 | 4,2% | 175.386 | 12,6% |
| Sachanlagen | 646.603 | 264,3% | 613.548 | -5,1% | 579.993 | -5,5% | 535.938 | -7,6% |
| Immaterielle Vermögenswerte | 3.797 | 5,7% | 3.797 | 0,0% | 3.797 | 0,0% | 3.797 | 0,0% |
| Firmenwerte | 48.830 | 0,0% | 48.830 | 0,0% | 48.830 | 0,0% | 48.830 | 0,0% |
| Finanzielle Vermögenswerte | 897 | -3,2% | 897 | 0,0% | 897 | 0,0% | 897 | 0,0% |
| Latente Steuern/langfr. Ertragsteueransprüche | 6.476 | 0,9% | 6.476 | 0,0% | 6.476 | 0,0% | 6.476 | 0,0% |
| Geleistete Anzahlungen | 4.008 | 61,3% | 4.008 | 0,0% | 4.008 | 0,0% | 4.008 | 0,0% |
| Sonstige langf. Vermögenswerte inkl. KHG | 37.644 | n.m. | 37.644 | 0,0% | 37.644 | 0,0% | 37.644 | 0,0% |
| Summe Anlagevermögen | 748.256 | 212,1% | 715.201 | -4,4% | 681.646 | -4,7% | 637.591 | -6,5% |
| Bilanzsumme | 896.782 | 143,3% | 864.606 | -3,6% | 837.357 | -3,2% | 812.976 | -2,9% |
| Passiva | | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 47.500 | 0,0% | 47.500 | 0,0% | 47.500 | 0,0% | 47.500 | 0,0% |
| Kapitalrücklage | 129.392 | 0,0% | 129.392 | 0,0% | 129.392 | 0,0% | 129.392 | 0,0% |
| Gewinnrücklagen | -21.667 | 3,4% | -12.619 | 41,8% | 1.113 | 108,8% | 19.270 | 1631,0% |
| Kumuliertes übriges comprehensive income | 36.382 | 17,1% | 36.382 | 0,0% | 36.382 | 0,0% | 36.382 | 0,0% |
| Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz | 191.607 | 3,3% | 200.655 | 4,7% | 214.387 | 6,8% | 232.544 | 8,5% |
| Anteile in Fremdbesitz | -203 | -25,1% | -203 | 0,0% | -203 | 0,0% | -203 | 0,0% |
| Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz | 191.404 | 3,3% | 200.452 | 4,7% | 214.185 | 6,9% | 232.342 | 8,5% |
| Langfristige Schulden | | | | | | | | |
| Pensionsrückstellungen | 54.707 | -1,0% | 57.443 | 5,0% | 60.315 | 5,0% | 61.521 | 2,0% |
| Übrige Rückstellungen | 22.755 | 0,3% | 21.393 | -6,0% | 19.963 | -6,7% | 18.461 | -7,5% |
| Verbindlichkeiten Lease/Finance Lease | 409.053 | 420606,5% | 362.998 | -11,3% | 316.943 | -12,7% | 270.888 | -14,5% |
| Finanzverbindlichkeiten | 54.853 | 46,8% | 54.853 | 0,0% | 54.853 | 0,0% | 54.853 | 0,0% |
| Sonstige finanzielle Verbindl. | 30.918 | 8002,5% | 30.918 | 0,0% | 30.918 | 0,0% | 30.918 | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 2.051 | -22,6% | 2.153 | 5,0% | 2.261 | 5,0% | 2.374 | 5,0% |
| Summe langfristige Schulden | 574.336 | 385,0% | 529.757 | -7,8% | 485.251 | -8,4% | 439.014 | -9,5% |
| Kurzfristige Schulden | | | | | | | | |
| Übrige Rückstellungen | 11.968 | 100,0% | 12.566 | 5,0% | 13.195 | 5,0% | 13.855 | 5,0% |
| Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen | 17.105 | 24,7% | 17.960 | 5,0% | 18.858 | 5,0% | 19.801 | 5,0% |
| Finanzverbindlichkeiten | 20.831 | 105,5% | 20.831 | 0,0% | 20.831 | 0,0% | 20.831 | 0,0% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 23.919 | 16,0% | 25.115 | 5,0% | 26.371 | 5,0% | 27.689 | 5,0% |
| Verbindlichkeiten Lease/Finance Lease | 43.091 | 577,8% | 43.091 | 0,0% | 43.091 | 0,0% | 43.091 | 0,0% |
| Sonstige finanzielle Verbindl. inkl. KHG | 14.127 | 76,5% | 14.834 | 5,0% | 15.575 | 5,0% | 16.354 | 5,0% |
| Summe Kurzfristige Schulden | 131.041 | 101,7% | 134.397 | 2,6% | 137.921 | 2,6% | 141.621 | 2,7% |
| Bilanzsumme | 896.782 | 143,3% | 864.606 | -3,6% | 837.357 | -3,2% | 812.976 | -2,9% |

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

MEDICLIN: DCF-Modell (in Tsd. €)

| | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | Terminal Value |
|------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| Umsatz | 645.106 | 677.362 | 711.230 | 746.791 | 784.131 | 807.655 | 827.846 | |
| Veränderung in % | 5,9% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 3,0% | 2,5% | |
| EBITDA | 37.348 | 92.440 | 97.715 | 102.661 | 104.841 | 106.399 | 107.808 | |
| EBITDA-Marge | 5,8% | 13,6% | 13,7% | 13,7% | 13,4% | 13,2% | 13,0% | |
| EBIT | 15.063 | 24.385 | 29.160 | 33.606 | 35.286 | 36.344 | 37.253 | |
| EBIT-Marge | 2,3% | 3,6% | 4,1% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | |
| NOPLAT | 9.860 | 20.526 | 24.546 | 28.288 | 29.702 | 30.593 | 31.358 | 31.671 |
| Reinvestment Rate | 301,2% | 83,7% | 68,8% | 23,3% | 21,3% | 13,2% | 9,9% | 22,3% |
| FCFF | -19.839 | 3.353 | 7.664 | 21.687 | 23.371 | 26.550 | 28.246 | 428.672 |
| WACC | 5,13% | 5,37% | 5,41% | 5,45% | 5,49% | 5,53% | 5,62% | 6,74% |
| Kumuliertes WACC | | 100,00% | 105,41% | 111,15% | 117,25% | 123,74% | 130,69% | 139,49% |
| Barwerte der FCFF | | 3.353 | 7.271 | 19.512 | 19.933 | 21.457 | 21.613 | 307.305 |
| Summe Barwerte FCFF | 93.139 | | | | | | | |
| Barwert Terminal Value | 307.305 | | | | | | | |
| in % des Unternehmenswertes | 76,7% | | | | | | | |
| Wert des Unternehmens | 400.445 | | | | | | | |
| Netto-Finanzschulden | 53.470 | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | 346.975 | | | | | | | |
| Wert pro Aktie | 7,30 | | | | | | | |

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **05.04.2019, 15:30 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **quartalsweise**

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

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

| Veröffentlichungsdatum | Kurs | Votum | Kursziel |
|------------------------|------|--------|----------|
| 27.02.18 | 5,90 | Kaufen | 7,00 |
| 25.04.18 | 6,05 | Kaufen | 7,30 |
| 16.05.18 | 6,05 | Kaufen | 7,30 |
| 07.08.18 | 6,20 | Kaufen | 7,30 |
| 12.11.18 | 5,75 | Kaufen | 7,10 |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

| Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.18 - 31.03.19) | in % | Auftrags- research | in % |
|--|-----------|-----------------------|-------|
| Kaufen | 46 100,0% | 35 | 76,1% |
| Halten | 0 0,0% | 0 | 0,0% |
| Verkaufen | 0 0,0% | 0 | 0,0% |
| Insgesamt | 46 100,0% | 35 | 76,1% |

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-banking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
6. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Nico Löchner, Junior Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.