

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

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

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

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

## MEDICLIN AG

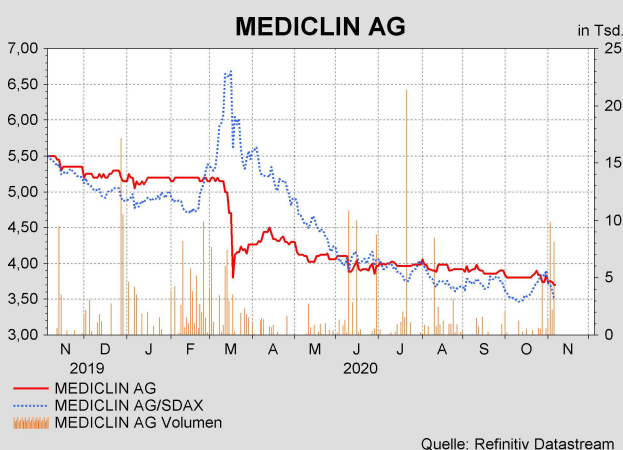
**In Zeiten von Corona zurück zum Normalbetrieb, ab 2021 wieder profitabel**

### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>5,65 € (5,80 €)</b>
Kurspotential	52,7%
Kurs (05.11.2020)	3,70 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung	175,8 Mio. €
Anzahl Aktien	47,5 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.mediclin.de

### Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. €)	673,1	660,0	718,0	743,1
EBITDA (Mio. €)	93,6	72,9	95,8	98,6
EBITDA-Marge	13,9%	11,0%	13,3%	13,3%
EBIT (Mio. €)	22,4	1,3	23,7	26,0
EBIT-Marge	3,3%	0,2%	3,3%	3,5%
Ergebnis je Aktie (€)	0,20	-0,15	0,26	0,32
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,00	0,05	0,05
Buchwert je Aktie (€)	4,02	3,81	4,07	4,34
EV/Umsatz	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	8,4	9,3	6,6	5,9
EV/EBIT	34,9	521,3	26,5	22,3
KGV	25,3	n.m.	14,3	11,7
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	1,4%	1,4%
Kurs/Buchwert	1,3	1,0	0,9	0,9



### Finanzkalender

- 26.03.2021 Konzern-Jahresfinanzbericht 2020
- 30.07.2021 Konzern-Finanzbericht (Halbjahr/Q2)

Seit Mitte Juni, als die für potenzielle Corona-Patienten reservierten und kaum genutzten Bettenkapazitäten wieder freigegeben wurden, befindet sich MEDICLIN zurück auf dem Weg in die betriebliche Normalität. Die Kapazitätsauslastung erreichte im Q3 knapp 79,6% (Vj. 88,8%) nach 59,8% im Q2. Für das saisonal schwächere Q4 geht MEDICLIN von einem ähnlichen Wert aus und berichtet, dass die Kapazitätsauslastung in den ersten Oktoberwochen mit leicht steigendem Trend über dem Niveau vom Q3 lag. Für die ersten 9 Monate wies MEDICLIN einen Umsatz von 498,7 Mio. € (-1,2% yoy) aus bei einem EPS von -0,09 € (Vj. 0,12 €). Im Q3 übertrafen Umsatz (175,2 Mio. €, 3,5% yoy) und EPS (0,14 €, 27% yoy) sogar das Vorjahr, obwohl die Auslastung erheblich geringer war. Das Zahlenwerk ist allerdings durch die verschiedenen Maßnahmen unter dem Corona-Schutzschirm und anderen Hilfsprogrammen verzerrt. Davon profitierten auch die liquiden Mittel, die zum 30.09. mit 88,6 Mio. € (31.12.: 37,2 Mio. €) berichtet wurden. Im Q4 entfallen die Zuschüsse und die Liquidität wird wieder zurückgeführt. Wir erhalten in unserem DCF-Modell nach kleineren Anpassungen einen fairen Wert von 5,65 € je MEDICLIN-Aktie nach 5,80 €. Bei einem Kurspotenzial von gut 50% bleibt die Aktie ein Kauf.

Der Zwischenbericht zum 30.09.20 enthält wieder eine Guidance für 2020. Der Vorstand geht davon aus, dass der Umsatz 2020 ggü. 2019 um ~2% zurückgehen wird. Das EBIT soll im Bereich des Break-even liegen. Dabei wird angenommen, dass die Zuschüsse aus dem Corona-Schutzschirm für Leerstandskapazitäten wegfallen und dass die Auslastung bei Normalbetrieb auf dem aktuellen Niveau (~80%) im Q4 gehalten werden kann. Nach unseren Berechnungen passen dazu ein Umsatz im Q4 von rund 160 Mio. € (Vj. 168,4 Mio. €) und ein EPS von -0,06 € (Vj. 0,08 €).

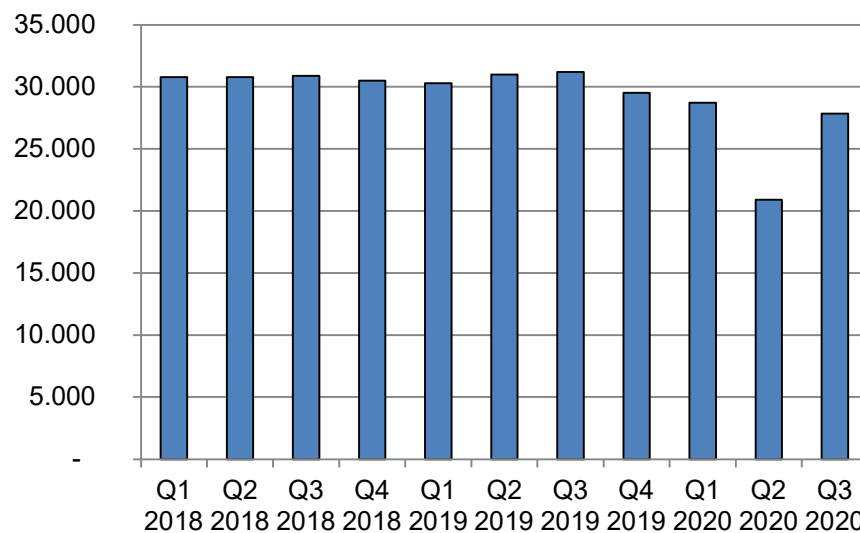
Die liquiden Mittel sind durch die Maßnahmen der verschiedenen Hilfsprogramme temporär aufgebläht. Zukünftige Belastungen ergeben sich aufgrund von Rückforderungen aus dem Schutzschirm, hier sind Stand 30.09.20 voraussichtlich im Q1'21 ~21,3 Mio. € zurückzuzahlen. Bei der Berechnung der Nettofinanzverschuldung haben wir temporäre Effekte bereinigt und den Verkauf des belastenden Krankenhauses am Crivitzer See berücksichtigt. Wir kommen nun auf einen Wert von 130 Mio. € nach 123 Mio. Dazu tragen höhere Pensionsrückstellungen (niedrigerer Zins) wesentlich bei.

Mit weiter steigender Kapazitätsauslastung sollte sich MEDICLIN 2021 kräftig erholen. Wir haben hier ggü. dem Update zum Halbjahr keine Änderungen vorgenommen.

## Fallzahlen und Auslastung

Mit der **Normalisierung des Geschäftsbetriebs** seit Mitte Juni haben sich die Fallzahlen (stationär) deutlich erholt, lagen im Q3 aber noch 10,7% unter Vorjahr. Die Anzahl der Betten stieg ggü. 30.09.2019 um 0,8% auf 8.431 und ggü. dem 30.06.2020 unwesentlich um 0,1%. Die Reservierung von Intensivbetten für Covid-19 Patienten wurde aufgehoben. Sie stehen nun wieder für den regulären Klinikbetrieb zur Verfügung.

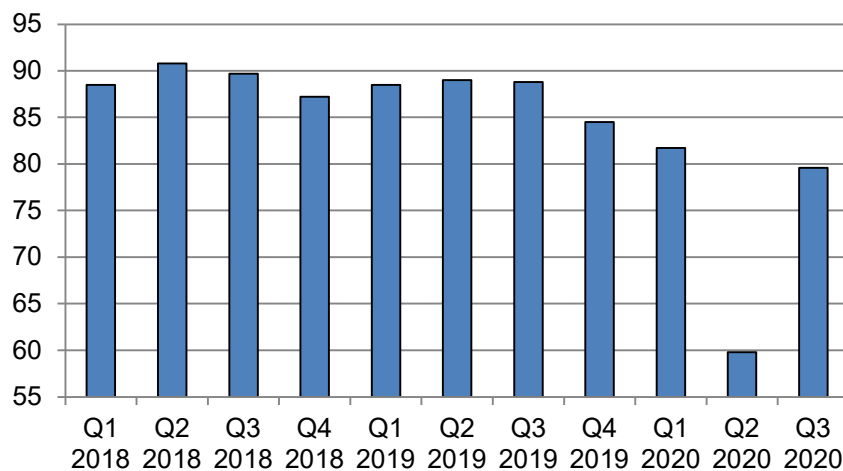
### MEDICLIN: Fallzahlen (stationär)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Die Auslastung verbesserte sich im Q3 auf 79,6% (Vj. 88,8%) und legte in den ersten Oktoberwochen weiter zu. Dieser Trend sollte sich fortsetzen. Von erneut hohen Leerständen zugunsten von potenziellen Corona-Patienten gehen wir aktuell nicht aus.

### MEDICLIN: Auslastung in %



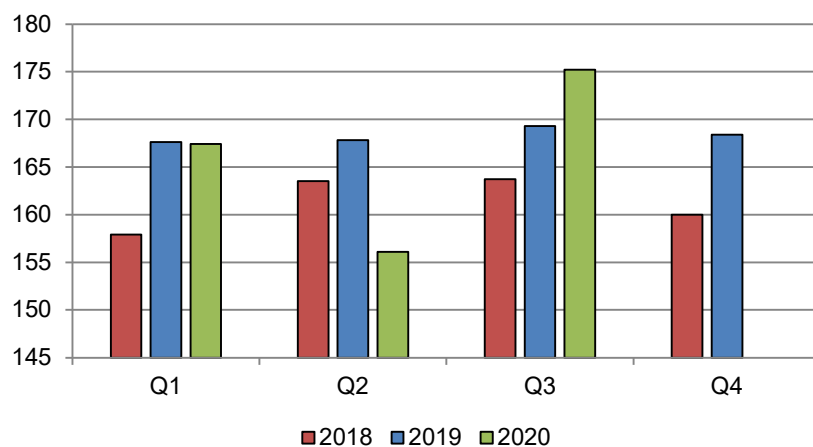
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## Finanzen

### GuV

In den ersten 9 Monaten erzielte MEDICLIN einen **Umsatz** von 498,7 Mio. €, der trotz der erheblich geringeren Kapazitätsauslastung nur um 1,2% oder 6,0 Mio. € unter Vorjahr lag. Im Segment **Postakut** war der Umsatz um 6,6% auf 292,7 Mio. € rückläufig. Darin enthalten sind 20,1 Mio. € von den Kostenträgern für freigehaltene Kapazitäten in den Rehakliniken. Dies konnte die geringeren Zuweisungen infolge aufgeschobener OPs nicht kompensieren. Dagegen stieg der Umsatz im Segment **Akut** um 9,3% oder 16,4 Mio. € auf 192,8 Mio. €. Davon sind 17,6 Mio. € aus dem Corona-Schutzschirm der Bundesregierung.

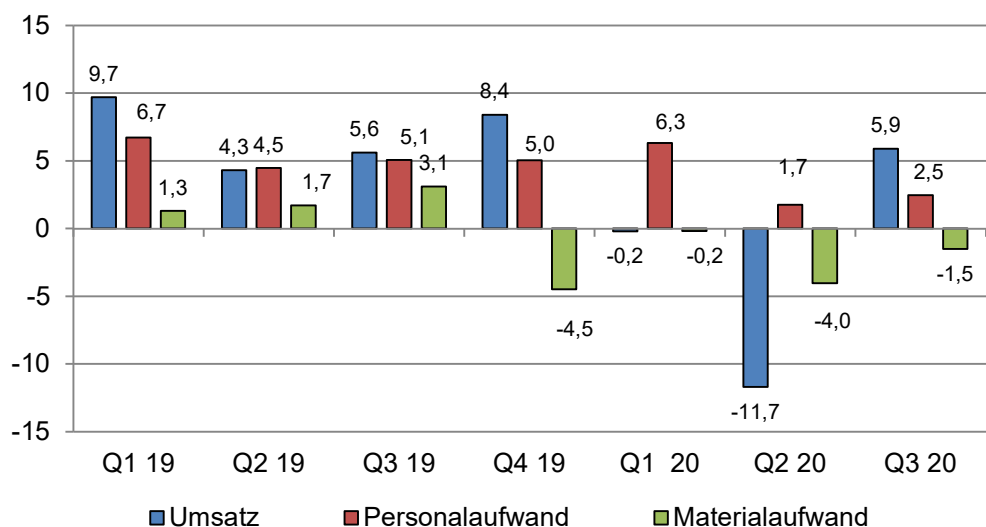
### MEDICLIN: Umsatz je Quartal in Mio. €



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Infolge der Unterauslastung fiel der **Materialaufwand (MA)** bei erhöhten Schutzaufwendungen zum 30.09. ggü. Vj. um 6,3% oder 5,7 Mio. € auf 85,5 Mio. €. Die MA-Quote gab ähnlich wie schon zum Halbjahr auf 17,1% (Vj. 18,1%) nach.

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



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Gegenläufig entwickelte sich der **Personalaufwand**, der zum 30.09. ggü. Vj. um 3,4% oder 10,6 Mio. € auf 319,3 Mio. € zulegte. Um jederzeit handlungsfähig zu sein, setzt(e) MEDICLIN Kurzarbeit (Postakut) nur restriktiv ein. Die Zahl der Vollzeitkräfte ist im Konzern um 97 auf 7.480 gestiegen. Im Segment Akut wurden Pflegekräfte eingestellt. Hinzu kommen höhere Entgeltleistungen. Die Personalaufwandsquote erreichte 64,0% (Vj. 61,2%).

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** gingen ggü. Vj. um 2,6 Mio. € auf 41,1 Mio. € zurück. Instandhaltungskosten, Rechts- und Beratungskosten sowie Reiseaufwendungen waren rückläufig.

Nach drei Quartalen fiel das **EBITDA** um 10,7% oder 7,3 Mio. € auf 60,6 Mio. € (Vj. 67,9 Mio. €). Bei einer Corona bedingt geringeren Gesamtleistung ist das auf höhere Personalkosten zurückzuführen. Weitgehend nach Plan entwickelten sich die **Abschreibungen**, die infolge der Investitionstätigkeit auf 58,6 Mio. € (Vj. 53,0 Mio. €) stiegen. Sie inkludieren Buchwertabschreibungen in Höhe von 1,5 Mio. € (bisher 1,2 Mio. €) auf das Krankenhaus in Crivitz, das Ende 2020 verkauft werden soll.

Ein geringeres EBITDA in Verbund mit höheren Abschreibungen resultierte in einem **EBIT** von 2,0 Mio. € zum 30.09. (Vj. 14,9 Mio. €). Nach -8,8 Mio. € zum Halbjahr ist dies auf die gute Entwicklung im Q3 zurückzuführen, wobei die oben angesprochenen Zahlungen das Bild überzeichnen. Mit -7,3 Mio. € belastete das **Finanzergebnis** 0,2 Mio. € weniger als im Vorjahr. Durch IFRS 16 werden geleistete Mieten in Auszahlungen für Tilgungen von Verbindlichkeiten aus Leasingverträgen und Auszahlungen für Zinsen aufgeteilt. Letztere machen den Großteil der Zinsaufwendungen bei MEDICLIN aus. Sie nehmen über die Laufzeit des Mietvertrags ab. Das negative Vorsteuerergebnis hatte eine Steuererstattung zur Folge, was den Rückgang des **Konzernergebnisses** abschwächte. Insgesamt wurde zum 30.09. ein Konzernergebnis von -4,4 Mio. € (Vj. 5,8 Mio. €) ausgewiesen. Das entspricht einem EPS von -0,09 € (Vj. 0,12 €).

## Bilanz

Zum 30.09. nahm die **Bilanzsumme** ggü. Ultimo 2019 um 14,0 Mio. € auf 912 Mio. € zu. Während Eigenkapital und langfristige Schulden rückläufig waren, stiegen bei den kurzfristigen Schulden die sonstigen Verbindlichkeiten um 34,4 Mio. €. Davon entfallen 28,3 Mio. € auf die sonstigen Verbindlichkeiten. Dabei geht es um **temporäre Maßnahmen zur Liquiditätssicherung** (Mietstundungen) und Corona-Hilfen (Corona-Schutzschirm, Zahlungen für freigehaltene Kapazitäten), die **teilweise zurückgezahlt werden müssen**. Die **Modalitäten** für die Rückforderungen sehen Zahlungen im Q1'21 vor.

Auf der **Aktivseite** waren die kräftig gestiegenen **liquiden Mittel** bei **rückläufigen Sachanlagen** und geringeren **Forderungen aus LL** (temporär verkürztes Zahlungsziel für die Kostenträger) bestimmend. Die Nutzungsrechte aus Mietverträgen (**Leasingverhältnissen** IFRS 16) werden planmäßig abgeschrieben. Die Abschreibungen entsprechen den Tilgungs- und Zinszahlungen (Mieten) über die Dauer des Mietvertrags.

Das **Krankenhaus am Crivitzer See** wird als zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte bilanziert. 8,8 Mio. € auf der Aktivseite stehen 2,7 Mio. € Verbindlichkeiten auf der Passivseite gegenüber. Die Rekommunalisierung soll zum 31.12.2020 erfolgen.

### **Kapitalflussrechnung**

Der Cashflow **aus laufender Geschäftstätigkeit** verbesserte sich zum 30.09. auf 96,2 Mio. € nach 54,5 Mio. € im Vorjahr. Das hängt vor allem mit Maßnahmen zur Sicherstellung der Liquidität im Kontext der Corona Pandemie zusammen. Die Effekte sind zum Teil temporär, s.o.

Aufgrund reduzierter Ausgaben für Investitionen belastete der **Cashflow aus Investitionstätigkeit** mit 11,8 Mio. € deutlich weniger als im Vorjahr (-27,3 Mio. €). Die verhaltene Investitionstätigkeit ist auch daran zu erkennen, dass die Fördermittel für den Neubau der MEDICLIN Hedon Klinik in Lingen zum 30.09. wie schon zum Ultimo 2019 bei 17,9 Mio. € lagen. Wir erwarten, dass mit einer Normalisierung der Kapazitätsauslastung und damit einhergehend der Innenfinanzierungskraft die Investitionen wieder hochgefahren werden.

Da keine Finanzschulden aufgenommen wurden, flossen mehr Mittel (-33,1 Mio. €) im Rahmen der **Finanzierungstätigkeit** ab als im Vorjahr (-31,5 Mio. €). Kompensierend wirkten dabei die ausgefallene Dividende und geringere Auszahlungen aus der Tilgung von Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen (IFRS 16, s.o.).

Die **liquiden Mittel** sind in den ersten 9 Monaten 2020 um 51,3 Mio. € auf 88,6 Mio. € gestiegen. Das hängt im Wesentlichen mit den temporären Maßnahmen zur Sicherung der Liquidität im Kontext der Corona Krise (15 Mio. € aufgrund des verkürzten Zahlungsziels der Kostenträger, Mietstundungen 7,9 Mio. €) und den Zahlungen unter dem Corona-Schutzschirm zusammen. Letztere müssen teilweise zurückgezahlt (23,1 Mio. €) werden (Rückforderungen). Bereinigt um diese Einflussfaktoren haben die liquiden Mittel in den ersten drei Quartalen um 5,4 Mio. € auf 24,7 Mio. € (ohne die Zuschüsse für die Hedon Klinik) zugenommen.

## Bewertung

Nachdem die Guidance vor dem Hintergrund der ersten Covid-19-Welle zurückgezogen worden war, enthält der **Zwischenbericht zum 30.09.2020 wieder eine Guidance**. Danach geht der Vorstand davon aus, dass der **Umsatz 2020 ggü. 2019 um ~2% zurückgehen** wird. Das **EBIT soll im Bereich des Break-even liegen**. Dabei wird angenommen, dass die Zuschüsse aus dem Corona-Schutzschirm für Leerstandskapazitäten wegfallen und dass bei Normalbetrieb die Auslastung auf dem aktuellen Niveau (~80%) im Q4 gehalten werden kann. Daraus lässt sich ein **Umsatz von gut 160 Mio. € (Vj. 168,4 Mio. €) bei einem EBIT von -2 Mio. € im Q4'2020 ableiten**. Wir erhöhen infolgedessen unsere Umsatzschätzung für 2020 um ca. 10 Mio. € auf 660 Mio. €. Unsere Schätzungen für das EBIT und EPS bleiben unverändert. Aufgrund höherer **Pensionsverpflichtungen** infolge eines geringeren Diskontierungszinses, steigt die von uns verwendete Nettoverschuldung von 123,5 Mio. € auf 130,2 Mio. € an. Dies führt dazu, dass der faire Wert um 0,15 € auf 5,65 € je Aktie fällt. Bei einem **Kurspotenzial von gut 50%** bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die MEDICLIN-Aktie.

Mögliche positive Effekte im Kontext der Klage gegen den **OIK-Immobilienfonds** auf Rückzahlung des über der Marktüblichkeit liegenden Teils der Mietzahlungen für den Zeitraum 2005 bis 2015 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. Die Klage richtet sich gegen aktuelle und ehemalige Aktionäre der Gesellschaft, die Anteilseigner des Immobilienfonds sind, an den zwischen 1999 und 2001 diese Immobilien veräußert und zurückgemietet wurden. Eine erste mündliche Verhandlung fand am 16.11.2018 am Landgericht Offenburg statt. Seit dem letzten Update ist die Nachrichtenlage unverändert.

## Peergroup-Vergleich

Bei MEDICLIN schlägt IFRS 16, aufgrund des hohen Anteils gemieteter Krankenhäuser, sehr viel stärker durch als bei den Vergleichsunternehmen. Das zeigt sich z.B. an der Nettoverschuldung inkl. Finanzverbindlichkeiten aus Nutzungsrechten. Die so definierte Nettoverschuldung stieg bei MEDICLIN 2019 ggü. 2018 um den Faktor 12,5, während der Faktor bei den Peers im Durchschnitt 2,1 betrug. Beim EV/EBITDA ist der Effekt durch IFRS 16 nicht so groß, weil Zähler und Nenner tangiert sind. Dagegen fällt EV/EBIT bei MEDICLIN in 2019 höher aus, weil der Effekt von IFRS 16 auf das EBIT weitgehend neutralisiert wird. Insoweit ist die Vergleichbarkeit in der Peergroup durch die Umsetzung von IFRS 16 eingeschränkt. Mit steigender Profitabilität sollten sich die Abschläge bei den Bewertungsparametern von MEDICLIN abbauen.

**MEDICLIN: Peergroup-Vergleich**

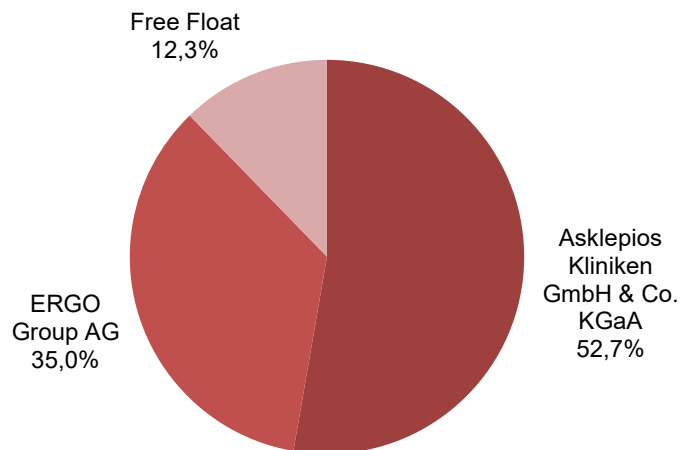
Ticker	Kurs 05.11.2020	Währung	KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBIT 2020e	EV/EBIT 2021e	Ebit- Marge 2020e	Ebit- Marge 2021e	Kurs/ Buchwert 2020e	Kurs/ Buchwert 2021e	EV/Sales 2020e	EV/Sales 2021e	Dividenden rendite 2020e
LNA Sante SA	47,55	EUR	29,1	28,0	17,3	10,6	9,9	23,3	19,7	9,1%	10,2%	2,5	2,3	2,1	2,0	1,0%
Orpea SA	93,22	EUR	32,7	38,4	24,6	15,6	13,4	31,8	25,1	11,0%	13,0%	1,9	1,8	3,5	3,3	1,2%
Korian SA	26,70	EUR	20,7	40,0	18,9	9,6	8,2	28,2	20,8	7,5%	9,4%	0,9	0,9	2,1	2,0	1,9%
Rhoen Klinikum AG	16,50	EUR	27,0	63,5	39,3	12,8	11,4	81,7	37,1	0,9%	2,0%	1,0	1,0	0,8	0,7	1,8%
Fresenius SE & Co KGaA	34,14	EUR	14,9	10,6	9,4	5,8	5,2	8,9	7,8	12,7%	13,2%	1,0	0,9	1,1	1,0	2,4%
Durchschnitt (ungewichtet)			24,9	36,1	21,9	10,9	9,6	34,8	22,1	8,3%	9,6%	1,5	1,4	1,9	1,8	1,7%
MEDIAN			27,0	38,4	18,9	10,6	9,9	28,2	20,8	9,1%	10,2%	1,0	1,0	2,1	2,0	1,8%
Mediclin AG*	3,70	EUR	25,3	-	14,3	9,3	6,6	521,3	26,5	0,2%	3,3%	1,0	0,9	1,0	0,9	0,0%
Abweichung vom Median			-6,4%	-	-24,4%	-12,8%	-33,6%	1746,4%	27,7%	-97,8%	-67,5%	-3,6%	-4,9%	-51,5%	-55,3%	-100,0%

\* MEDICLIN AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen  
 Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**Keine Veränderung bei den Großaktionären**

2008 stieg die Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA (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 Group AG (kurz ERGO) ist Teilkonzern der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG. Sie hält 35,0% der MEDICLIN-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 von Patrizia verwaltet wird. Wir gehen davon aus, dass Asklepios der natürliche Käufer der MEDICLIN-Anteile der ERGO ist. Ein solcher Schritt dürfte eine Lösung für die Probleme im Zusammenhang mit dem OIK-Immobilienfonds einschließen.

**MEDICLIN: Aktionärsstruktur**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**Kommende Termine**

- 26.03.2021 Konzern-Jahresfinanzbericht 2020
- 30.07.2021 Konzern-Finanzbericht (Halbjahr/Q2)

**MEDICLIN: GuV (in Tsd. €)**

	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>673.089,91</b>	<b>4,3%</b>	<b>660.000,00</b>	<b>-1,9%</b>	<b>718.014,05</b>	<b>8,8%</b>	<b>743.144,54</b>	<b>3,5%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.349,75	35,6%	12.510,82	-6,3%	10.987,49	-12,2%	9.651,44	-12,2%
Materialaufwand	120.956,01	1,3%	114.908,21	-5,0%	129.571,10	12,8%	131.514,67	1,5%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>565.483,65</b>	<b>5,6%</b>	<b>557.602,62</b>	<b>-1,4%</b>	<b>599.430,43</b>	<b>7,5%</b>	<b>621.281,31</b>	<b>3,6%</b>
Personalaufwand	412.575,43	5,4%	429.078,45	4,0%	454.823,15	6,0%	479.838,43	5,5%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	71.171,49	219,4%	71.628,70	0,6%	72.085,92	0,6%	72.543,14	0,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	59.324,48	-44,5%	55.596,40	-6,3%	48.826,90	-12,2%	42.889,69	-12,2%
EBITDA	93.583,75	150,6%	72.927,77	-22,1%	95.780,38	31,3%	98.553,19	2,9%
EBITDA-Marge	13,90%	8,1 pp	11,05%	-2,9 pp	13,34%	2,3 pp	13,26%	-0,1 pp
<b>EBIT</b>	<b>22.412,26</b>	<b>48,8%</b>	<b>1.299,06</b>	<b>-94,2%</b>	<b>23.694,46</b>	<b>1724,0%</b>	<b>26.010,06</b>	<b>9,8%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>3,33%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>0,20%</b>	<b>-3,1 pp</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,1 pp</b>	<b>3,50%</b>	<b>0,2 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	51,00	35,7%	51,00	0,0%	51,00	0,0%	51,00	0,0%
Zinserträge	85,03	-63,7%	32,50	-61,8%	31,19	-4,0%	38,42	23,2%
Zinsaufwand	10.937,55	215,0%	9.958,86	-8,9%	9.118,87	-8,4%	8.263,76	-9,4%
Finanzergebnis	-10.801,52	-237,5%	-9.875,36	8,6%	-9.036,68	8,5%	-8.174,34	9,5%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>11.610,74</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-8.576,30</b>	<b>-173,9%</b>	<b>14.657,78</b>	<b>-270,9%</b>	<b>17.835,72</b>	<b>21,7%</b>
EBT-Marge	1,72%	-0,1 pp	-1,30%	-3,0 pp	2,04%	3,3 pp	2,40%	0,4 pp
Steuern	1.927,84	-53,0%	-1.357,63	-170,4%	2.320,33	-270,9%	2.823,39	21,7%
Steuerquote	16,60%	-17,9 pp	15,83%	-0,8 pp	15,83%	0,0 pp	15,83%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>9.682,90</b>	<b>24,7%</b>	<b>-7.218,67</b>	<b>-174,6%</b>	<b>12.337,46</b>	<b>-270,9%</b>	<b>15.012,32</b>	<b>21,7%</b>
Anteile Dritter	21,17	-55,9%	-15,78	-174,6%	26,97	-270,9%	32,82	21,7%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>9.661,73</b>	<b>25,2%</b>	<b>-7.202,89</b>	<b>-174,6%</b>	<b>12.310,49</b>	<b>-270,9%</b>	<b>14.979,51</b>	<b>21,7%</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	47,50	0,0%	47,50	0,0%	47,50	0,0%	47,50	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>0,20</b>	<b>25,2%</b>	<b>-0,15</b>	<b>-174,6%</b>	<b>0,26</b>	<b>-270,9%</b>	<b>0,32</b>	<b>21,7%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG



**MEDICLIN: Bilanz (in Tsd. €)**

	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	37.249,82	10,1%	26.721,46	-28,3%	34.471,76	29,0%	40.294,56	16,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	101.138,46	8,6%	99.171,57	-1,9%	107.888,76	8,8%	111.664,86	3,5%
Vorräte	8.080,78	8,3%	8.404,01	4,0%	9.142,72	8,8%	9.462,72	3,5%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	17.794,25	35,6%	17.794,25	0,0%	17.794,25	0,0%	17.794,25	0,0%
Steuerforderungen	1.735,64	70,6%	1.735,64	0,0%	1.735,64	0,0%	1.735,64	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>165.998,94</b>	<b>11,8%</b>	<b>153.826,92</b>	<b>-7,3%</b>	<b>171.033,12</b>	<b>11,2%</b>	<b>180.952,03</b>	<b>5,8%</b>
Sachanlagen	211.083,20	8,5%	210.826,50	-0,1%	220.112,58	4,4%	228.941,45	4,0%
Immaterielle Vermögenswerte	8.820,06	132,3%	8.820,06	0,0%	8.820,06	0,0%	8.820,06	0,0%
Firmenwerte	49.253,84	0,9%	49.253,84	0,0%	49.253,84	0,0%	49.253,84	0,0%
Finanzanlagen	870,61	-2,9%	870,61	0,0%	870,61	0,0%	870,61	0,0%
Latente Steuern	8.724,16	34,7%	8.724,16	0,0%	8.724,16	0,0%	8.724,16	0,0%
Leasing Nutzungsrechte	406.406,32	n.m.	360.034,32	-11,4%	313.662,32	-12,9%	267.290,32	-14,8%
Forderungen nach dem Krankenhausfinanzierungsrecht	46.595,93	11,9%	46.595,93	0,0%	46.595,93	0,0%	46.595,93	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>731.754,12</b>	<b>147,0%</b>	<b>685.125,42</b>	<b>-6,4%</b>	<b>648.039,50</b>	<b>-5,4%</b>	<b>610.496,36</b>	<b>-5,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>897.753,06</b>	<b>101,9%</b>	<b>838.952,34</b>	<b>-6,5%</b>	<b>819.072,62</b>	<b>-2,4%</b>	<b>791.448,39</b>	<b>-3,4%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	47.500,00	0,0%	47.500,00	0,0%	47.500,00	0,0%	47.500,00	0,0%
Kapitalrücklage	129.391,83	0,0%	129.391,83	0,0%	129.391,83	0,0%	129.391,83	0,0%
Gewinnrücklagen	-29.568,50	36,5%	-36.771,39	24,4%	-26.835,90	-27,0%	-14.231,39	-47,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	43.669,12	20,0%	41.294,12	-5,4%	43.669,12	5,8%	43.669,12	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>190.992,45</b>	<b>-0,3%</b>	<b>181.414,57</b>	<b>-5,0%</b>	<b>193.725,05</b>	<b>6,8%</b>	<b>206.329,56</b>	<b>6,5%</b>
Anteile in Fremdbesitz	-245,99	21,3%	-245,99	0,0%	-245,99	0,0%	-245,99	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>190.746,46</b>	<b>-0,3%</b>	<b>181.168,58</b>	<b>-5,0%</b>	<b>193.479,06</b>	<b>6,8%</b>	<b>206.083,57</b>	<b>6,5%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	63.659,60	16,4%	62.421,58	-1,9%	67.908,44	8,8%	70.285,23	3,5%
Übrige Rückstellungen	23.342,35	2,6%	22.888,40	-1,9%	24.900,30	8,8%	25.771,81	3,5%
Finanzverbindlichkeiten	72.993,68	33,1%	72.993,68	0,0%	72.993,68	0,0%	72.993,68	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	368.366,54	505287,1%	321.994,54	-12,6%	275.622,54	-14,4%	229.250,54	-16,8%
Verbindlichkeiten nach dem Krankenhausfinanzierungsrecht	30.672,22	-0,8%	30.672,22	0,0%	30.672,22	0,0%	30.672,22	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2.175,43	6,1%	2.133,12	-1,9%	2.320,63	8,8%	2.401,85	3,5%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>561.209,82</b>	<b>239,4%</b>	<b>513.103,54</b>	<b>-8,6%</b>	<b>474.417,79</b>	<b>-7,5%</b>	<b>431.375,32</b>	<b>-9,1%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	12.588,66	5,2%	12.343,84	-1,9%	13.428,86	8,8%	13.898,87	3,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	17.599,49	2,9%	17.599,49	0,0%	19.146,49	8,8%	19.816,62	3,5%
Finanzverbindlichkeiten	26.707,27	28,2%	26.707,27	0,0%	26.707,27	0,0%	26.707,27	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	44.076,10	180970,2%	44.076,10	0,0%	44.076,10	0,0%	44.076,10	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	44.825,26	17,8%	43.953,52	-1,9%	47.817,04	8,8%	49.490,64	3,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>145.796,78</b>	<b>65,7%</b>	<b>144.680,23</b>	<b>-0,8%</b>	<b>151.175,77</b>	<b>4,5%</b>	<b>153.989,50</b>	<b>1,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>897.753,06</b>	<b>101,9%</b>	<b>838.952,34</b>	<b>-6,5%</b>	<b>819.072,62</b>	<b>-2,4%</b>	<b>791.448,39</b>	<b>-3,4%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: DCF-Modell (in Tsd. €)**

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	673.089,9	660.000,0	718.014,0	743.144,5	765.438,9	784.574,8	796.343,5	
<b>Veränderung in %</b>	4,3%	-1,9%	8,8%	3,5%	3,0%	2,5%	1,5%	
<b>EBITDA</b>	93.583,7	72.927,8	95.780,4	98.553,2	101.704,3	104.840,6	107.759,4	
<b>EBITDA-Marge</b>	13,9%	11,0%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	
<b>EBIT</b>	22.412,3	1.299,1	23.694,5	26.010,1	28.704,0	31.383,0	33.844,6	
<b>EBIT-Marge</b>	3,3%	0,2%	3,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	
<b>NOPLAT</b>	18.690,9	1.093,4	19.943,6	21.892,7	24.160,1	26.415,1	28.487,0	30.464,3
<b>Reinvestment Rate</b>	101,5%	-173,8%	86,2%	56,0%	41,0%	30,4%	23,0%	23,3%
<b>FCFF</b>	-276,9	2.993,8	2.748,6	9.637,8	14.249,1	18.391,9	21.925,4	501.129,9
<b>WACC</b>	5,40%	5,37%	5,42%	5,48%	5,53%	5,60%	5,67%	5,67%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,37%	111,08%	117,16%	123,65%	130,57%	137,97%	145,78%
<b>Barwerte der FCFF</b>		2.841,3	2.474,4	8.225,9	11.523,9	14.085,7	15.891,6	343.746,5
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>55.042,8</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>343.746,5</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	86,2%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>398.789,4</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	130.219,0							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>268.570,4</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>5,65</b>							

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

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 Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse 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. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

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

### 2. Pflichtangaben

- a) Abschluss der Erstellung: **06.11.2020, 09:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **06.11.2020, 09:30 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorgegangene 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 ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.
- g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

### 3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
11.11.19	Klaus Schlote	Kaufen	6,80 €	5,50 €	12 Monate
08.04.20	Schlote, Löchner	Kaufen	6,15 €	4,30 €	12 Monate
22.04.20	Schlote, Löchner	Kaufen	6,15 €	4,32 €	12 Monate
08.05.20	Schlote, Löchner	Kaufen	6,00 €	4,12 €	12 Monate
06.08.20	Schlote, Löchner	Kaufen	5,80 €	3,98 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.19 - 30.09.20)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	48	96,0%	45	90,0%
Halten	2	4,0%	2	4,0%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	50	100,0%	47	94,0%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

1. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

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

b) Ersteller

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

#### 5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen

- 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.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. 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 Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### 6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv 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.

#### 7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten 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. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-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. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

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

#### 8. 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 und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften von § 85 WphG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

**Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**