

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

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

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

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

## MEDICLIN AG

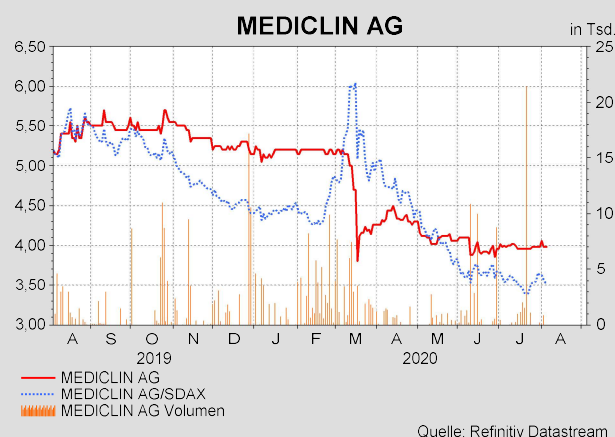
### Corona-Maßnahmen drücken MEDICLIN in die Verlustzone

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>5,80 € (6,00 €)</b>
Kurspotential	45,7%
Kurs (05.08.2020)	3,98 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung	189,1 Mio. €
Anzahl Aktien	47,5 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.mediclin.de

#### Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. €)	673,1	649,5	718,0	743,1
EBITDA (Mio. €)	93,6	72,9	95,8	98,6
EBITDA-Marge	13,9%	11,2%	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	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	8,4	9,5	6,7	6,0
EV/EBIT	34,9	531,3	27,1	22,8
KGV	25,3	-26,2	15,4	12,6
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	1,3%	1,3%
Kurs/Buchwert	1,3	1,0	1,0	0,9



#### Finanzkalender

- 03.11.2020 Zwischenbericht 9M'2020

H1'2020 war gekennzeichnet von den Corona-Maßnahmen, die MEDICLIN durchführen musste. So wurde auf aufschiebbare Operationen verzichtet. Die für Corona-Patienten bereitgestellten Bettenkapazitäten blieben weitgehend ungenutzt, während das Personal vorgehalten werden musste. In der Folge war die Kapazitätsauslastung gering und MEDICLIN rutschte in die Verlustzone. Die Mittel aus dem Corona-Schutzschirm reichten nicht aus, um die Leerstände zu kompensieren. Insbesondere das Segment Postakut war betroffen. Durch die im Konzernumsatz verbuchten Corona-Hilfen ging der Umsatz moderat um 11,9 Mio. € (3,5%) ggü. Vj. zurück. Dass die Corona-Hilfen nicht kostendeckend sind, ist an den Ertragskennziffern abzulesen. Das EBIT fiel ggü. Vj. um knapp 15 Mio. € auf -8,8 Mio. € und der Konzernverlust betrug 11,1 Mio. € (EPS -0,23 €) nach einem Gewinn von 0,7 Mio. € (EPS 0,02 €) im Vorjahr. Aktuell verzeichnet MEDICLIN eine steigende Auslastung, sieht aufgrund der Unwägbarkeiten im Kontext der Corona Pandemie aber weiterhin von einer Wiederaufnahme der Guidance für 2020 ab. Infolge der Auswirkungen von Corona auf das MEDICLIN-Geschäft und des geplanten Verkaufs des Krankenhauses in Crivitz reduzieren wir unsere Schätzungen erneut. Außerdem berücksichtigen wir bei der Nettoverschuldung jetzt die Pensionsverpflichtungen und passen weitere Parameter an. Insgesamt erhalten wir einen fairen Wert von 5,80 € je Aktie und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Wir schätzen, dass im H1'2020 gut 15 Mio. € an liquiden Mitteln verbraucht wurden. Aufgrund von Sondereffekten stieg die Kasse zum 30.6 trotzdem auf 62,4 Mio. € (Vj. 37,3 Mio. €). Trotz des temporären Ergebniseinbruchs bewertet der Vorstand die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage des Konzerns als solide.

Um den Mittelabfluss zu verlangsamen, hat MEDICLIN die Investitionen zurückgefahren. Im H1'2020 wurden brutto 15,8 Mio. € (Vj. 21,7 Mio. €) investiert. Wir rechnen ganzjährig mit 30 Mio. €, statt der angestrebten knapp 50 Mio. € (Vj. 48,2 Mio. €).

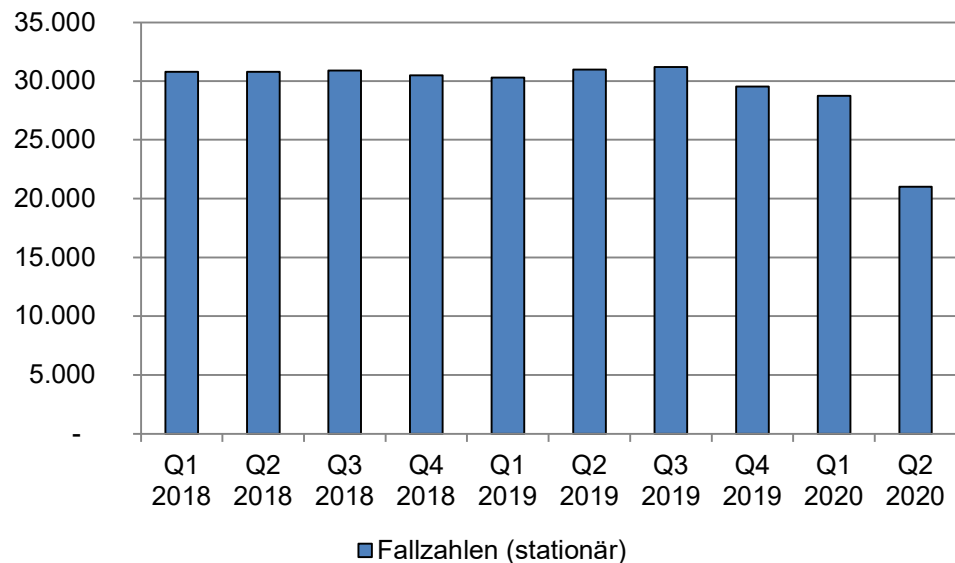
Durch den Dividendenausfall leisten die Aktionäre ihren Beitrag (2,4 Mio. €) zur Verbesserung der Liquiditätssituation.

Positiv zu bewerten ist der geplante Verkauf (LoI ist unterschrieben) des Akut-Krankenhauses am Crivitzer See. Das vergleichsweise kleine Haus (10-15 Mio. € Umsatz, ~200 Mitarbeiter = ~140 Vollzeitkräfte) war in den letzten Jahren fast immer defizitär. Mit dem Verkauf an die Kommune zum 31.12.2020 geht ein IFRS-Buchverlust von 1,2 Mio. € einher.

## Fallzahlen und Auslastung

Die stationären Fallzahlen gingen infolge von Covid-19 im Q2'2020 um 32,2% auf 21.017 zurück. Die Anzahl der Betten stieg ggü. Q2'2019 um 0,9% auf 8.423. Ein Teil der Betten wurde für Covid-19 Patienten vorgehalten, die ganz überwiegend nicht genutzt wurden.

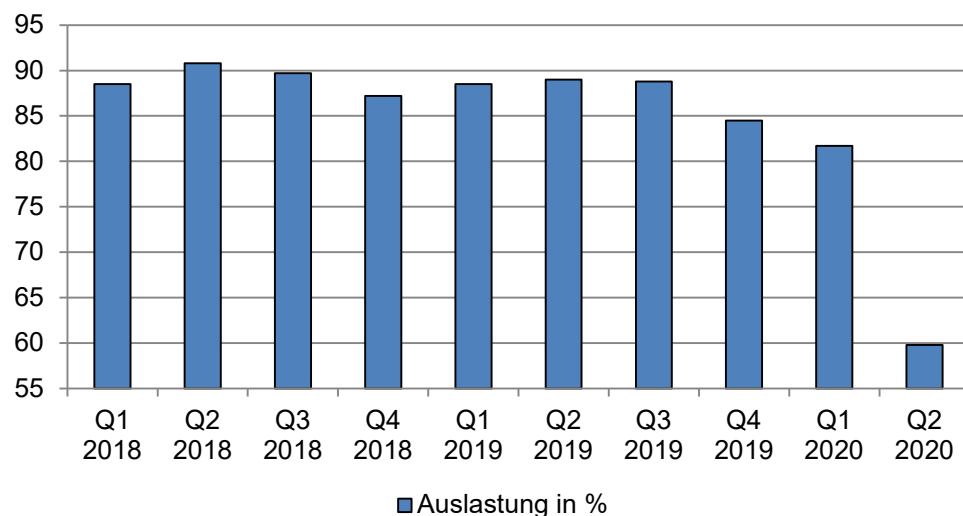
### MEDICLIN: Fallzahlen (stationär)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Die durchschnittliche Auslastung sank im Q2'2020 auf nur noch 59,8% (Vj. 89,0%). Damit ergab sich eine durchschnittliche Auslastung im H1'2020 von 70,8% (Vj. 88,8%). Ende des Monats Juni lag die Auslastung bei rund 71 %.

### MEDICLIN: Auslastung in %



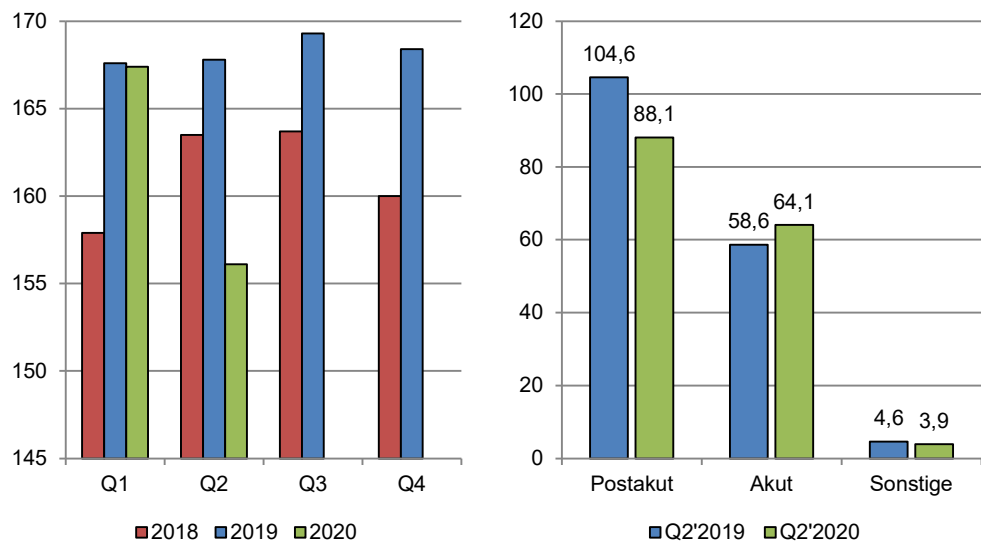
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**Finanzen**

**GuV**

MEDICLIN erzielte im H1'2020 einen Umsatz von 323,5 Mio. € (Vj. 335,4 Mio. €). Während es im Segment Akut ein Umsatzwachstum von 7,4% gab, verbuchten die Segmente Postakut und sonstige Aktivitäten inkl. Überleitung mit -9,3% bzw. -12,1% (Geschäftsfeld Pflege: +1,5%) Umsatzrückgänge. Im Umsatz sind die Zahlungen aus dem Corona-Schutzschirm (Postakut 16,1 Mio. €, Akut 13,3 Mio. €) enthalten.

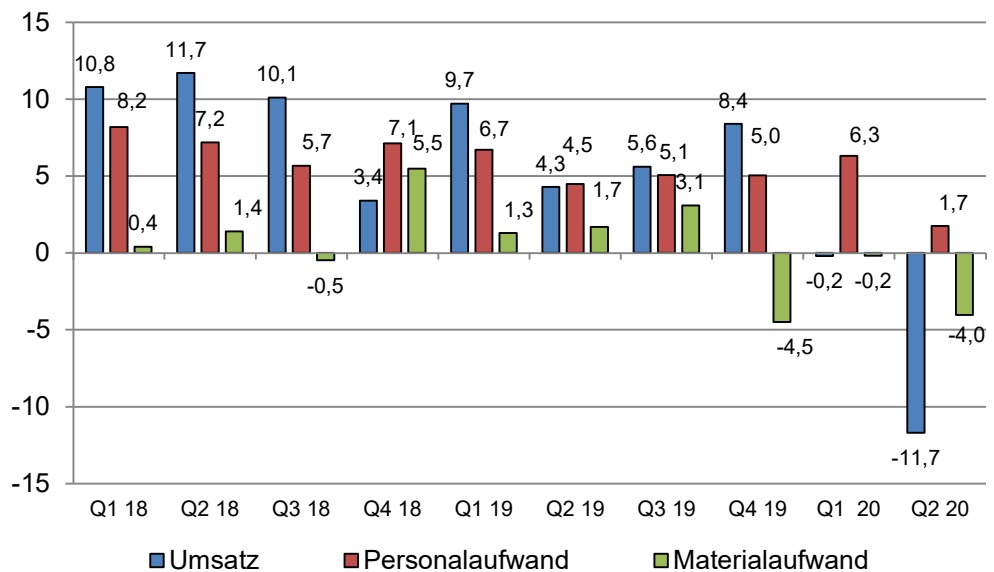
**MEDICLIN: Umsatz je Quartal/Segment in Mio. €**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Angesichts der geringen Kapazitätsauslastung sank der **Materialaufwand (MA)** im H1 um 4,2 Mio. € auf 55,7 Mio. €. Die MA-Quote gab auf 17,2% (Vj. 17,9%) nach.

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



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Gegenläufig entwickelte sich der **Personalaufwand**, der ggü. Vj. um 3,9% auf 217,6 Mio. € zulegte. Grund hierfür waren gestiegene Entgeltleistungen und eine höhere Anzahl an Vollzeitkräften (+ 160 ggü. Vj.). Entsprechend wurde mit 67,2% (Vj. 62,4%) eine höhere Personalaufwandsquote verzeichnet.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** gingen ggü. Vj. um 3,1 Mio. € auf 26,2 Mio. € zurück. Geringere Instandhaltungskosten und reduzierte Reise- und Verwaltungsaufwendungen trugen dazu bei.

Das **EBITDA** büßte im H1'2020 ggü. Vj. 11,9 Mio. € auf 29,4 Mio. € ein. Dies ist allein auf die schwache Entwicklung im Q2'2020 zurückzuführen, im Q1'2020 war das EBITDA noch positiv ausgefallen. Die Kombination aus Umsatzrückgang und höherem Personalaufwand führte zur Verlustsituation. Weitgehend plangemäß und von Investitionen getrieben entwickelten sich die **Abschreibungen** auf 38,2 Mio. € (Vj. 35,1 Mio. €). Darin enthalten sind auch 1,2 Mio. € a. o. Abschreibungen auf das Krankenhaus in Crivitz, das Ende 2020 verkauft werden soll.

Infolge der höheren Abschreibungen fiel der negative Swing im H1'2020 ggü. Vj. beim **EBIT** mit 14,9 Mio. € auf -8,8 Mio. € höher aus als beim EBITDA. Mit -4,7 Mio. € belastete das **Finanzergebnis** 0,3 Mio. € weniger als im Vorjahr. Hier werden u.a. die Zinsen auf Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen (IFRS 16) verbucht, die über die Laufzeit des Mietvertrags abnehmen. Das negative Vorsteuerergebnis hatte eine Steuererstattung zur Folge, was den Rückgang des **Konzernergebnisses** abschwächte. Alles in allem wurde im H1'2020 ein Konzernergebnis von -11,1 Mio. € nach einem Gewinn von 0,7 Mio. € im Vorjahr ausgewiesen.

### **Bilanz**

Zum 30.6. nahm die Bilanzsumme ggü. Ultimo 2019 um knapp 5 Mio. € auf 903 Mio. € zu. Bei den langfristigen Vermögenswerten gab die Position **Nutzungsrechte** an Grundstücken,... um 12,5 Mio. € auf 393,9 Mio. € nach. Die Nutzungsrechte werden planmäßig abgeschrieben. Bei den kurzfristigen Vermögenswerten fielen die **Forderungen aus LL** um 21,4 Mio. € auf 79,8 Mio. €, was primär mit den temporär verkürzten Zahlungszielen der Kostenträger zusammenhängt. Im Gegenzug stieg die **Kasse** auf 62,4 Mio. €. Dazu trugen auch die Mietstundungen mit 7,9 Mio. € bei, die in den nächsten 2 Jahren zurückgezahlt werden müssen.

Die Verlustsituation führte zu einem auf 179 Mio. € (Ultimo 2019: 191 Mio. €) ermäßigtem **Eigenkapital**. Die EK-Quote gab auf 19,8% (Ultimo 2019: 21,2%) nach. Der Rückgang der langfristigen Schulden auf 505 Mio. € (Ultimo 2019: 561 Mio. €) reflektiert in erster Linie die planmäßige Verringerung der Verbindlichkeiten aus **Leasingverhältnissen** (IFRS 16) infolge von Abschreibungen und Zinszahlungen. Zum Anstieg der kurzfristigen Schulden auf 65 Mio. € (Ultimo 2019: 39 Mio. €) trugen die nicht rückzahlbaren Verbindlichkeiten nach dem Krankenhausfinanzierungsrecht und insbesondere die übrigen Verbindlichkeiten bei. Letztere sind beinhalten u.a. die **Mietstundungen** (7,9 Mio. €) und voraussichtliche **Rückforderungen** aus dem Corona-Schutzschirm (17,8 Mio. €). Die genauen Zahlungsmodalitäten für die Rückforderungen sind noch nicht bekannt, jedoch dürfte die Rückzahlung im Q4'2020 erfolgen.

Das **Krankenhaus am Crivitzer See** wird als zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte bilanziert. 8,5 Mio. € auf Aktivseite stehen 2,7 Mio. €

Verbindlichkeiten auf der Passivseite gegenüber. Die Rekommunalisierung soll zum 31.12.2020 erfolgen.

### **Kapitalflussrechnung**

Trotz der Verlustsituation verbesserte sich der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** ggü. Vj. um 38 Mio. € auf **63,3 Mio. €**. Das hängt vor allem mit der Veränderung der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte und der Veränderung der sonstigen kurzfristigen Schulden zusammen. Die Sachverhalte wurden oben erwähnt.

Der Cashverbrauch im Rahmen der **Investitionstätigkeit** ermäßigte sich zum Halbjahr auf -10,5 Mio. € nach -17,9 Mio. € im Vorjahr: Es wurden 4,7 Mio. € weniger für Investitionen ausgegeben und die Einzahlungen aus Investitionsfördermitteln waren um 2,4 Mio. € höher als im Vorjahr.

Corona-Hilfen, Mietstundungen, verkürzte Zahlungsziele der Kostenträger, die im Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit und nicht im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit verbucht werden, sowie verringerte Investitionen ermöglichten es MEDICLIN, im H1'2020 auf die Aufnahme von Finanzschulden zu verzichten. Dadurch lag der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit** im H1'2020 mit -27,5 Mio. € deutlich unter Vorjahr -21,8 Mio. €.

Der Gesellschaft wurden im H1'2020 alles in allem 25,2 Mio. € (Vj. -14,5 Mio. €) an liquiden Mittel zugeführt, so dass die **Kasse** zur Jahresmitte 2020 **62,4 Mio. €** (Vj. 19,3 Mio. €) enthielt.

Folgende **Sondereffekte** haben die Kasse temporär erhöht:

7,9 Mio. € Mietstundungen

17,8 Mio. € Rückforderungen Corona-Schutzschirm

15,0 Mio. € verkürztes Zahlungsziel der Kostenträger

17,9 Mio. € Fördermittel für den Neubau der Hedon-Klinik in Lingen

Ziehen wir diese Posten von der Kasse zum 30.6.2020 ab, verbleiben 3,8 Mio. €. Das vergleicht sich mit 19,4 Mio. € (37,3 Mio. € ./. 17,9 Mio. € Fördermittel) Ende 2019. **Bereinigt um die Sondereffekte hat die Kasse im H1'2020 operativ also um 15,5 Mio. € abgenommen.**

## Bewertung

Wir hatten bereits nach den Q1'2020-Zahlen und der zurückgezogenen Prognose des Unternehmens unsere Schätzungen nach unten genommen. Nach Vorlage der Halbjahreszahlen 2020 **passen wir unsere Schätzungen erneut an**. So gehen wir jetzt davon aus, dass 2020 ein **Umsatz** von ~650 Mio. € (bisher ~680 Mio. €) bei einem **EBIT** von 1,3 Mio. € (bisher 9,9 Mio. €) erzielt wird. Wir unterstellen damit ganzjährig einen Umsatzrückgang von 3,5%. Danach bleiben wir bei unserer bisherigen Planung, bereinigt um den **Verkauf Crivitz**. Letzteres haben wir so umgesetzt, dass der Umsatz jedes Jahr ~10 Mio. € geringer ist als bisher angenommen. Die EBIT-Marge belassen wir dagegen unverändert. Dadurch wird eine gewisse Schätzreserve geschaffen, da Crivitz defizitär ist.

Weiter haben wir bei der **Nettoverschuldung** die **Pensionsverpflichtungen** (65,2 Mio. €) und 75% der **übrigen Verbindlichkeiten** (44,1 Mio. €) berücksichtigt. Außerdem gehen wir davon aus, dass für Crivitz 8,5 Mio. € gezahlt und Schulden über 2,7 Mio. € an den Käufer übergehen. Insgesamt steigt die Nettoverschuldung inkl. Pensionen in unserem Modell von 62 Mio. € auf 123 Mio. €. Im Gegenzug reduzieren wir den **risikolosen Zins** von 2,0% auf 1,5% und stellen das **Beta** auf einheitlich 0,9. Bisher hatten wir für das Beta in der Detailplanung 0,75 und im TV 1,0 eingesetzt. Dazu ergibt sich ein **WACC** im TV von 5,65% nach 6,61%.

Auf Basis der H1'2020-Zahlen und unseres aktualisierten DCF-Modells erhalten wir nun einen fairen Wert und ein Kursziel von 5,80 € je MEDICLIN-Aktie (bisher 6,00 €). Bei einem **Kurspotenzial von 40%** 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 beide Größen bei MEDICLIN kräftig steigen. 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. Gemessen an der EBIT-Marge ist die Profitabilität von MEDICLIN nach wie vor steigerungsfähig. Das Unternehmen befindet sich in einer Wachstumsphase, die die Marge belastet. Mit steigender Profitabilität bei MEDICLIN sollten sich die Abschläge bei den Bewertungsparametern abbauen.

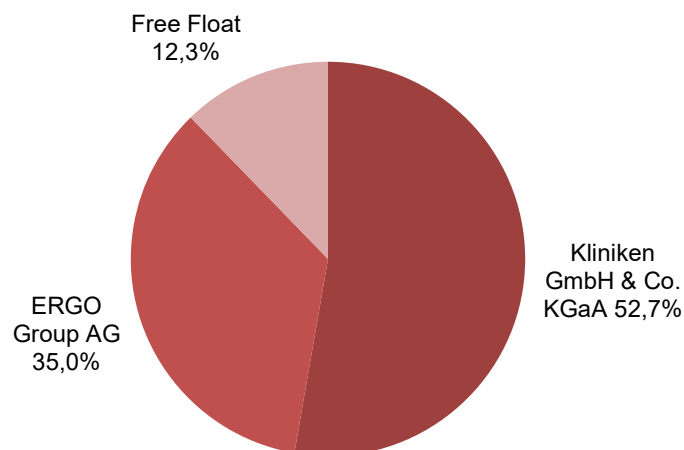
**MEDICLIN: Peergroup-Vergleich**

Ticker	Kurs 05.08.2020	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	50,20	EUR	26,3	26,7	19,8	10,8	10,4	23,4	20,3	9,4%	10,0%	2,7	2,4	2,2	2,0	0,9%
Orpea SA	106,10	EUR	32,7	37,5	26,0	16,3	14,3	31,5	25,8	11,5%	13,0%	2,1	1,9	3,6	3,4	1,1%
Korian SA	32,80	EUR	20,7	33,6	18,0	10,3	9,0	26,1	20,7	8,2%	9,6%	1,1	1,0	2,1	2,0	1,7%
Rhoen Klinikum AG	17,50	EUR	27,0	63,6	40,7	13,6	12,2	58,9	45,5	1,4%	1,7%	1,0	1,0	0,8	0,8	1,3%
Fresenius SE & Co KGaA	40,19	EUR	14,9	12,2	10,9	6,3	5,7	9,5	8,4	12,7%	13,2%	1,1	1,0	1,2	1,1	2,1%
Durchschnitt (ungewichtet)			24,3	34,7	23,1	11,5	10,3	29,9	24,2	8,6%	9,5%	1,6	1,5	2,0	1,9	1,4%
MEDIAN			26,3	33,6	19,8	10,8	10,4	26,1	20,7	9,4%	10,0%	1,1	1,0	2,1	2,0	1,3%
Mediclin AG*	3,98	EUR	25,3	-26,2	15,4	9,5	6,7	531,3	27,1	0,2%	3,3%	1,0	1,0	1,1	0,9	0,0%
Abweichung vom Median			-3,8%	-178,0%	-22,5%	-12,7%	-35,7%	1937,6%	30,8%	-97,9%	-67,2%	-2,5%	-6,7%	-50,1%	-55,1%	-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-Konzertochter 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**

- 03.11.2020 Veröffentlichung Zwischenbericht 9M'2020

**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>649.531,76</b>	<b>-3,5%</b>	<b>718.014,05</b>	<b>10,5%</b>	<b>743.144,54</b>	<b>3,5%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.349,75	35,6%	9.471,15	-29,1%	10.987,49	16,0%	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>544.094,70</b>	<b>-3,8%</b>	<b>599.430,43</b>	<b>10,2%</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%	42.088,49	-29,1%	48.826,90	16,0%	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	11,23%	-2,7 pp	13,34%	2,1 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>-8.576,29</b>	<b>-173,9%</b>	<b>14.657,79</b>	<b>270,9%</b>	<b>17.835,72</b>	<b>21,7%</b>
EBT-Marge	1,72%	-0,1 pp	-1,32%	-3,0 pp	2,04%	3,4 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%	26.014,55	-30,2%	34.632,99	33,1%	40.461,43	16,8%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	101.138,46	8,6%	97.598,61	-3,5%	107.888,76	10,5%	111.664,86	3,5%
Vorräte	8.080,78	8,3%	8.404,01	4,0%	9.290,07	10,5%	9.615,23	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>151.547,06</b>	<b>-8,7%</b>	<b>171.341,71</b>	<b>13,1%</b>	<b>181.271,41</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>836.672,48</b>	<b>-6,8%</b>	<b>819.381,20</b>	<b>-2,1%</b>	<b>791.767,77</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%	-36.771,38	-24,4%	-26.835,89	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>193.725,06</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>193.479,07</b>	<b>6,8%</b>	<b>206.083,57</b>	<b>6,5%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	63.659,60	16,4%	61.431,51	-3,5%	67.908,44	10,5%	70.285,23	3,5%
Übrige Rückstellungen	23.342,35	2,6%	22.525,37	-3,5%	24.900,30	10,5%	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%	2.099,29	-3,5%	2.320,63	10,5%	2.401,85	3,5%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>561.209,82</b>	<b>239,4%</b>	<b>511.716,61</b>	<b>-8,8%</b>	<b>474.417,79</b>	<b>-7,3%</b>	<b>431.375,32</b>	<b>-9,1%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	12.588,66	5,2%	12.148,05	-3,5%	13.428,86	10,5%	13.898,87	3,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	17.599,49	2,9%	17.599,49	0,0%	19.455,06	10,5%	20.135,99	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%	43.256,38	-3,5%	47.817,04	10,5%	49.490,64	3,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>145.796,78</b>	<b>65,7%</b>	<b>143.787,30</b>	<b>-1,4%</b>	<b>151.484,34</b>	<b>5,4%</b>	<b>154.308,88</b>	<b>1,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>897.753,06</b>	<b>101,9%</b>	<b>836.672,48</b>	<b>-6,8%</b>	<b>819.381,20</b>	<b>-2,1%</b>	<b>791.767,77</b>	<b>-3,4%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: DCF-Modell (in Tsd. €)**

	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	673.089,9	649.531,8	718.014,0	743.144,5	765.438,9	784.574,8	796.343,5	
<b>Veränderung in %</b>	4,3%	-3,5%	10,5%	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%	11,2%	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%	-317,7%	93,3%	56,0%	41,0%	30,4%	23,0%	23,3%
<b>FCFF</b>	-276,9	4.566,7	1.336,9	9.643,5	14.254,1	18.396,2	21.928,0	501.071,9
<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%	145,79%
<b>Barwerte der FCFF</b>		4.334,1	1.203,5	8.230,8	11.527,9	14.089,0	15.893,4	343.700,9
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>55.278,7</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>		<b>343.700,9</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	86,1%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>398.979,6</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	123.467,8							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>275.511,9</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>5,80</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: **06.08.2020, 10:45 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **06.08.2020, 11:10 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 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 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
07.08.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,20 €	5,15 €	12 Monate
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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.19 - 30.06.20)		in %	Auftrags-research		in %
Kaufen	38	90,5%	36	85,7%	
Halten	3	7,1%	3	7,1%	
Verkaufen	1	2,4%	1	2,4%	
Insgesamt	42	100,0%	40	95,2%	

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.**