

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

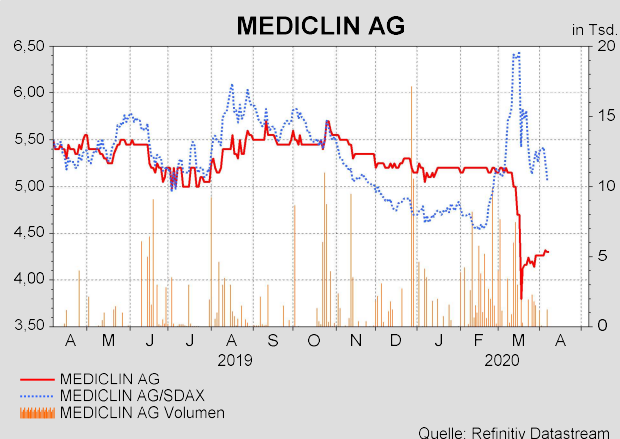
### COVID-19 überschattet Ergebnissteigerung – Dividende wird ausgesetzt

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>6,15 € (6,80 €)</b>
Kurspotential	43,1%
Kurs (07.04.2020)	4,30 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung	204,3 Mio. €
Anzahl Aktien	47,5 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.mediclin.de

#### Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. €)	673,1	700,0	728,0	753,5
EBITDA (Mio. €)	93,6	89,8	95,7	98,9
EBITDA-Marge	13,9%	12,8%	13,2%	13,1%
EBIT (Mio. €)	22,4	18,2	23,7	26,4
EBIT-Marge	3,3%	2,6%	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	4,11	4,37	4,64
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,0	3,7	3,5	3,3
EV/EBIT	16,5	18,5	14,0	12,3
KGv	25,3	29,2	16,6	13,4
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	1,2%	1,2%
Kurs/Buchwert	1,3	1,0	1,0	0,9



#### Finanzkalender

- 04.05.2020 Zwischenbericht Q1'2020
- 26.05.2020 Hauptversammlung
- 31.07.2020 Zwischenbericht H1'2020
- 03.11.2020 Zwischenbericht 9M'2020

**MEDICLIN bestätigte am 26.03. die vorläufigen Zahlen zum Gj. 2019, die bereits am 26.02. veröffentlicht wurden. Der Konzernumsatz legte um 4,3% auf 673,1 Mio. € zu, während das EBIT um 48% auf 22,4 Mio. € wuchs. Aufgrund eines geringeren Finanzergebnisses (-10,8 Mio. €, Vj. -3,2 Mio. €) blieb der Anstieg des Konzernergebnisses mit 24% auf 9,7 Mio. € dahinter zurück. Dazu ergibt sich ein EPS von 0,20 € nach 0,16 € im Vorjahr. Damit wurde die im Jahresverlauf gesenkte Guidance beim Konzernumsatz (+4,0%) übertroffen und beim EBIT (unterer Bereich von 22-28 Mio. €) eingehalten. Vor dem Hintergrund der Coronakrise soll die Dividende für 2019 ausfallen (Vj. 0,05 €), um die Liquidität zu schonen. Für 2020 stellt das Management ein Umsatzplus zwischen 4 und 6% und ein EBIT zwischen 18 und 24 Mio. € in Aussicht. Die Guidance ist aufgrund der Coronakrise aber mit erhöhten Unsicherheiten behaftet. Wir sehen den fairen Wert der MEDICLIN-Aktie nun bei 6,15 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.**

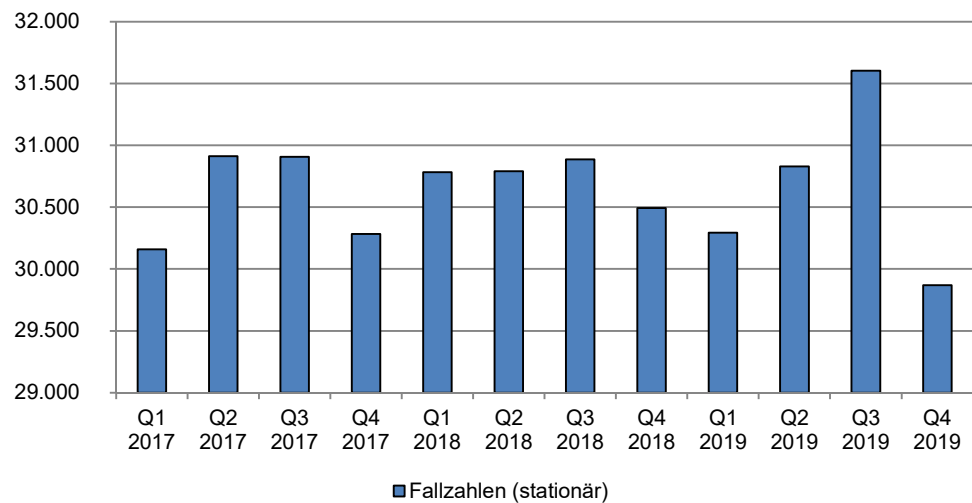
Am 27. März 2020 stimmte nach dem Bundestag auch der Bundesrat den Gesetzespaketen zur Unterstützung des Gesundheitswesens bei der Bewältigung der Corona-Epidemie zu. Das Gesetz sieht vor, dass Krankenhäuser einen finanziellen Ausgleich für verschobene planbare Operationen und Behandlungen erhalten. Für jedes Bett, das aufgrund von COVID-19 nicht belegt wird, erhält das Krankenhaus 560 € pro ausgebliebenen Patienten und Tag. Zusätzlich erhält jedes Krankenhaus einen Bonus von 50.000 € für jedes zusätzlich geschaffene Intensivbett, ein Mehrkostenzuschlag für Schutzausrüstung von 50 € je Patient, der vorläufige Pflegeentgeltwert wird auf 185 € erhöht, die Zahlungsfrist wird auf 5 Tage reduziert und es gibt Erleichterungen bei der Rechnungsprüfung. Ein wichtiger Punkt für MEDICLIN ist, dass nun auch unter bestimmten Voraussetzungen, Vorsorge- und Rehabilitationseinrichtungen, Krankenhausleistungen erbringen dürfen. Wie Krankenhäuser erhalten solche Einrichtungen einen finanziellen Ausgleich für nicht belegte Betten. Die Auswirkungen auf MEDICLIN sind aktuell nicht abschätzbar, da wichtige Entscheidungen auf Länder-ebene, z.B. bezüglich der Einbindung einzelner Rehakliniken, ausstehen.

Die Auswirkungen von Covid-19 auf den Betrieb der Kranken- und Rehakliniken sind groß. Es werden nur noch Behandlungen durchgeführt, die nicht aufschiebbar sind. Bei MEDICLIN (Postakut, Akut) beruht die Auslastung zu etwa 60% auf solchen Fällen. Aufgrund von Covid-19-Infektionen musste die Rose Klinik in Bad Meinberg vorübergehend geschlossen werden.

## Fallzahlen und Auslastung

Die stationären Fallzahlen konnten das hohe Niveau aus den vergangenen Quartalen nicht erreichen. Im Vergleich zum Vj. verringerten sich die Fallzahlen um 0,7% auf 122.053. Der Rückgang beruht vor allem auf weniger Fällen im Postakut-Bereich im Dezember. Die Anzahl an Betten stieg im vergangenen Jahr um 0,9% auf 8.403 (davon 467 Pflegeplätze).

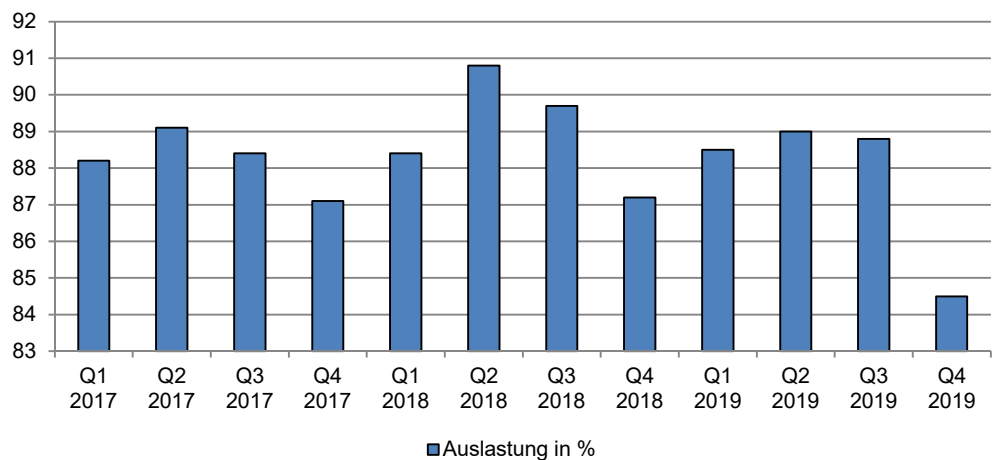
### MEDICLIN: Fallzahlen (stationär)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Aufgrund der schwachen Auslastung im Q4'2019 lag die Auslastung ganzjährig mit 87,7% unter dem guten Vorjahreswert von 89,1%. Verantwortlich dafür waren niedrigere Fallzahlen und neue zusätzliche Plätze (Seniorenheim, Akut), die nicht sofort belegt werden konnten.

### MEDICLIN: Auslastung in %



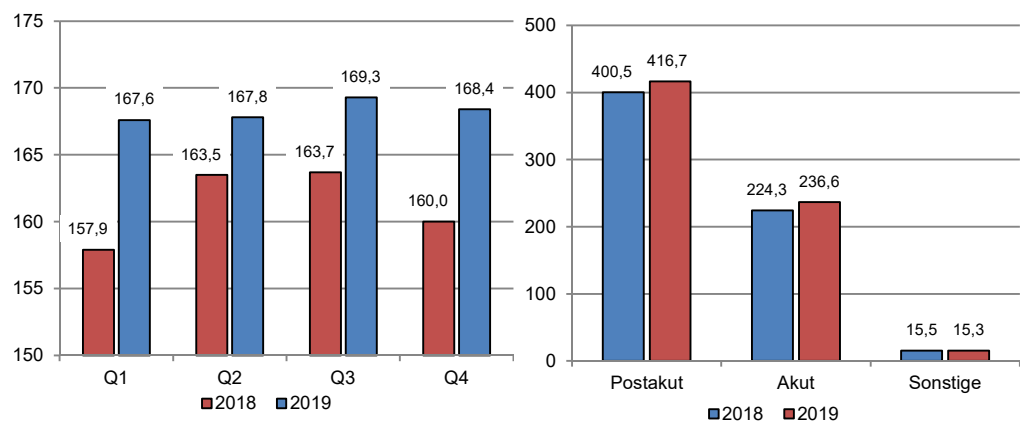
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## Finanzen

### GuV

MEDICLIN konnte im vergangenen Jahr die **Umsatzerlöse** um 4,3% auf 673,1 Mio. € steigern. Auf Basis der 9 Monatszahlen hatte der Vorstand den Ausblick für das Umsatzwachstum 2019 aufgrund von Kapazitätsengpässen im Bereich Postakut auf 4,0% von 5,0% zurückgenommen und für das EBIT den unteren Bereich der Spanne von 22 - 29 Mio. € spezifiziert. Die unterjährige Volatilität des Umsatzes nahm 2019 ggü. 2018 deutlich ab. Das Umsatzwachstum wurde von beiden großen Segmenten getragen: Postakut (Umsatzanteil 61,9%, Vj. 62,1%) und Akut (Umsatzanteil 35,1%, Vj. 34,8%) verbuchten einen Umsatzanstieg von 4,1% bzw. 5,5%. Rückläufig war hingegen das Wachstum im Segment Sonstige Aktivitäten, in der u.a. die Pflege (Umsatzanteil 2,3%, Vj. 2,4%) enthalten ist. Wachstumstreiber im Bereich Postakut waren neu geschaffene Kapazitäten in den Indikationen Geriatrie und Neurologie sowie erhöhte Pflegesätze. Im Segment Akut war das besser als erwartete Umsatzwachstum auf eine stärkere Nachfrage in der Kardiologie und Herzchirurgie sowie auf interne Effizienzsteigerungen zurückzuführen.

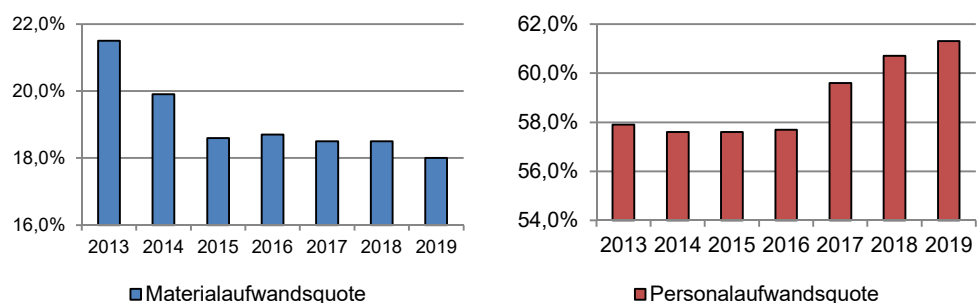
### MEDICLIN: Umsatz je Quartal/Segment in Mio. €



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Die **Materialaufwendungen** stiegen unterproportional um 1,3% auf 121,0 Mio. €. Während die Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe (u.a. +1 Mio. € für Implantate) um 3,0 Mio. € zunahmen, gingen die medizinischen Fremdleistungen (bezogene Leistungen) um 1,5 Mio. € zurück. Dadurch verringerte sich die Materialaufwandsquote von 18,5% auf 18,0%.

### MEDICLIN: Entwicklung der Aufwandsquoten (Material, Personal)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Bezogene Leistungen, die von nicht fest angestellten Mitarbeitern erbracht werden, wurden zugunsten fest angestellter Mitarbeiter reduziert. Außerdem nahmen die Entgelte weiter zu, was auch dem Fachkräftemangel geschuldet ist. In der Folge erhöhte sich der **Personalaufwand** um 5,4% auf 412,6 Mio. €. Dazu ergab sich eine Personalaufwandsquote von 61,3% (Vj. 60,6%). Die Personalkosten sind branchenüblich mit Abstand die größte Aufwandsposition. Für 2020 erwartet der Vorstand eine Zunahme um 6-8%.

Die **sonstigen Aufwendungen** sanken aufgrund von IFRS 16 von 106,9 Mio. € auf 59,3 Mio. €, was der Hauptgrund für das auf 93,6 Mio. € (Vj. 37,3 Mio. €) gestiegene **EBITDA** war.

Durch die Einführung von IFRS 16 sprangen die **Abschreibungen** von 22,3 Mio. € auf 71,2 Mio. €. Ohne IFRS 16 betragen die Abschreibungen 24,8 Mio. € (Vj. 22,3 Mio. €), was einer Abschreibungsquote von 3,7% (Vj. 3,5%) entspricht.

Die Auswirkung von IFRS 16 waren auch beim **EBIT** nicht zu übersehen, das mit 22,4 Mio. € (+48,8% yoy) ausgewiesen wurde. Im Segment Postakut stieg das Ergebnis um 2,5 Mio. € auf 23,0 Mio. €. Einen Turnaround schaffte das Segment Akut, das ein positives Segmentergebnis in Höhe von 1,6 Mio. € erzielte. Im Vorjahr war noch ein Verlust von 1,2 Mio. € angefallen. Mit den sonstigen Aktivitäten inklusive Überleitung erwirtschaftete MEDICLIN ein verbessertes Segmentergebnis von -2,2 Mio. € nach -4,2 Mio. € im Vorjahr.

Das **Finanzergebnis** verschlechterte sich aufgrund von IFRS 16 auf -10,8 Mio. € (Vj. -3,2 Mio. €). Ohne IFRS 16, hätte das Finanzergebnis -2,8 Mio. € betragen. Die **Aufwendungen für Steuern** fielen mit 1,9 Mio. € (Vj. 4,1 Mio. €, inkl. 1,8 Mio. € Ertragssteuern aus den Vorjahren) geringer aus.

Unter dem Strich ergab sich für MEDICLIN ein um 1,9 Mio. € erhöhter **Konzernjahresüberschuss** von 9,7 Mio. €.

## Bilanz

Da 21 Krankenhäuser von MEDICLIN langfristig angemietet sind, hatte die Einführung von IFRS 16 in 2019 mehr als eine Verdoppelung der **Bilanzsumme** auf 897,8 Mio. € nach 444,7 Mio. € zum Ultimo 2018 zur Folge. Die Zunahme ergab sich vor allem bei den Sachanlagen, die mit 617,5 Mio. € nach 194,6 Mio. € im Vorjahr ausgewiesen wurden. Das ist insbesondere auf die erstmalig bilanzierten **Nutzungsrechte** (408,7 Mio. €) zurückzuführen. Die weiterhin hohen Investitionen zeigten sich zum Teil in den **Sachanlagen**, die um 12,7 Mio. € auf 126,4 Mio. € zunahmen. In diesem Zusammenhang erhöhten sich die **Forderungen nach dem Krankenhausfinanzierungsrecht** um 9 Mio. € auf 46,6 Mio. €.

Bei den kurzfristigen Vermögenswerten gab es drei wesentliche Änderungen. Die **Forderungen aus L. u. L.** stiegen von 93,1 Mio. € auf 101,1 Mio. €, die **sonstigen finanziellen Vermögenswerte** verdoppelten sich fast auf 9,4 Mio. € (Vj. 4,8 Mio. €) und die **Zahlungsmittel** nahmen um 3,4 Mio. € auf 37,2 Mio. € zu.

Trotz des Jahresüberschusses sank das **Eigenkapital** um 0,7 Mio. € auf 190,7 Mio. €. Dies ist überwiegend auf die Neubewertung der Pensionszusagen zurückzuführen, die das Eigenkapital mit 9,5 Mio. € belastete. Die **Rückstellungen für Pensionen**

beliefen sich Ende 2019 auf 63,7 Mio. € (Vj. 54,9 Mio. €). Durch die Bilanzverlängerung sank die Eigenkapitalquote auf 21,2% (Vj. 43,0%).

Die nach wie vor hohe Investitionstätigkeit ließ die **kurzfristigen** und **langfristigen Finanzschulden** um 28,2% bzw. 33,1% auf 26,7 Mio. € bzw. 73,0 Mio. € anwachsen. Dabei muss gesehen werden, dass ein guter Teil der Investitionen weiterhin von öffentlichen Fördermitteln und Zuschüssen abgedeckt wird, die nicht zurückzahlbar sind. Im November 2019 schloss MEDICLIN einen neuen Konsortialkredit (Laufzeit: 5 Jahre) i. H. v. 90 Mio. € ab, wovon Ende 2019 75 Mio. € in Anspruch genommen wurden.

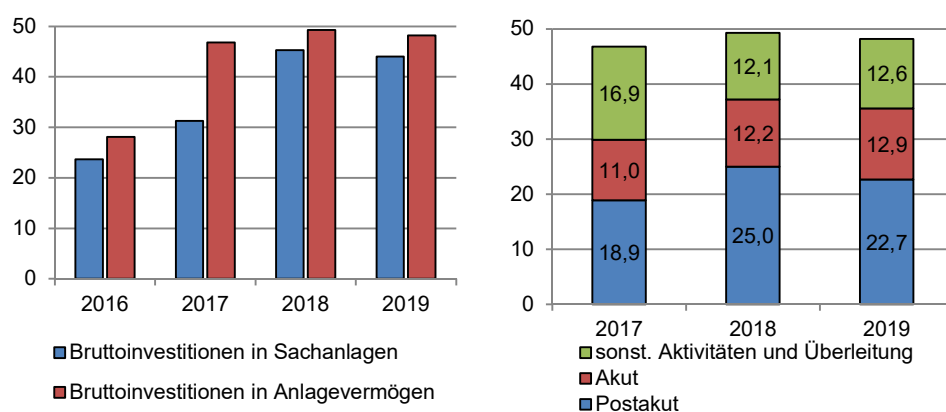
Erstmals wurden unter IFRS 16 die Positionen **kurzfristige** und **langfristige Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen** mit 44,1 Mio. € bzw. 368,3 Mio. € bilanziert.

### Kapitalflussrechnung

Im vergangenen Jahr konnte MEDICLIN den **Cashflow aus laufender Tätigkeit** von 28,0 Mio. € auf 70,0 Mio. € steigern. Die Verbesserung des Cashflows beruht im Wesentlichen auf der Einführung von IFRS 16.

Dass sich MEDICLIN in einer Investitionsphase befindet, wird im **Cashflow aus Investitionstätigkeiten** sichtbar. Der Mittelabfluss belief sich 2019 auf 35,7 Mio. € (Vj. 38,2 Mio. €). Die Bruttoinvestitionen ins Anlagevermögen lagen bei 48,2 Mio. € (Vj. 49,3 Mio. €). Der Unterschied zu den Bruttoinvestitionen aus der Kapitalflussrechnung (45,0 Mio. €) beruht auf noch nicht getätigten Zahlungen i. H. v. 3,2 Mio. € (Verbindlichkeiten aus L. und L). Rund 24,8 Mio. € davon flossen in den Um- und Erweiterungsbau der Kliniken. Aus Investitionsfördermitteln flossen MEDICLIN 7,6 Mio. € (Vj. 7,9 Mio. €) zu, die zum Teil noch nicht ausgegeben wurden.

### MEDICLIN: Entwicklung der Bruttoinvestitionen



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Deutliche Veränderungen gab es wegen IFRS 16 auch beim **Cashflow aus Finanztätigkeiten**. Nach einem Zufluss von 17,2 Mio. € im Vj. flossen im vergangenen Jahr 30,5 Mio. € ab. Ursächlich war die Einführung von IFRS 16, wodurch es zu Abflüssen von über 50 Mio. € kam. Wie im Vorjahr wurden netto höhere Finanzschulden benötigt, die mit 23,9 Mio. € (Vj. 21,7 Mio. €) berichtet wurden.

**Guidance**

Die Guidance für das Jahr 2020 ist aufgrund der **Coronakrise** mit großen Unsicherheiten behaftet. Aktuell sind die wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Krankenhäuser kaum abzuschätzen. Auch die operativen Folgen sind wenig vorhersehbar. Es ist unklar, wie sich die Auslastung entwickelt und ob die Investitionsvorhaben im bisherigen Tempo umgesetzt werden können.

**Ohne die Auswirkungen durch Covid-19** erwartet MEDICLIN einen **Umsatzanstieg** zwischen 4 und 6% (mittelfristig: 5% p.a.). Das **EBIT** erwartet der Vorstand in einer Spanne von 18 bis 24 Mio. €. Der Mittelpunkt der Spanne liegt ~1,5 Mio. € unterhalb der 22,4 Mio. €, die 2019 erwirtschaftet wurden. Ein gewichtiger Grund für diese Einschätzung ist der zu erwartende, erneut überproportionale Anstieg der **Personalkosten**, der sich aus neuen gesetzlichen Anforderungen auf die Kosten- und Vergütungsstruktur der Kliniken ergibt. Diese wurden teilweise ausgesetzt, um im Kontext von Covid-19 zusätzliche Anforderungen umsetzen zu können. Hinzu kommen der Fachkräftemangel, der Trend zu höher qualifiziertem Personal, Lohnerhöhungen und die Substitution von medizinischen Fremdleistungen durch fest angestellte Mitarbeiter. Die Personalkosten sieht der Vorstand in den nächsten Jahren um 6 bis 8% p.a. wachsen. Die **Bruttoinvestitionen** sollen sich 2020 auf dem hohen Niveau der Vorjahre bewegen. Infolge der Coronakrise könnten die geplanten Investitionen u.E. teilweise verschoben werden.

Für das Segment **Postakut** erwartet MEDICLIN 2020 eine Umsatzsteigerung von ebenfalls 4 bis 6%. Die EBIT-Marge soll in einer Spanne zwischen 5 und 6% liegen. 2019 hatte das Segment eine Marge von 5,5%.

Im Segment **Akut** prognostiziert MEDICLIN ein Umsatzwachstum von 2 bis 3% bei einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 1 bis 2%. Im Vorjahr lag die EBIT-Marge bei 0,7%.

## Bewertung

Auf Basis des Geschäftsberichts 2019 haben wir unser DCF-Modell überarbeitet. Aufgrund der aktuellen Lage sind wir vorsichtig und erwarten, dass MEDICLIN allenfalls das untere Ende der Umsatz- und EBIT-Guidance erreichen wird. Infolge der überproportional steigenden Personalkosten nehmen wir unsere Schätzungen für die EBIT-Margen der nächsten Jahre etwas zurück. Durch diese Anpassungen erhalten wir nun einen fairen Wert für die MEDICLIN-Aktie von 6,15 € (vorher: 6,82 €) und formulieren unser Kursziel entsprechend. Nach dem Kursrückgang der letzten Wochen verfügt die MEDICLIN-Aktie weiterhin über erhebliches Kurspotential. Wir bestätigen unser Kaufvotum. Grundsätzlich sehen wir Krankenhausbetreiber wie MEDICLIN in der aktuellen Krise mit deutlich weniger Risiken behaftet als Unternehmen der meisten anderen Branchen.

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 gab es hierzu keine Neuigkeiten.

## 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 2,2 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

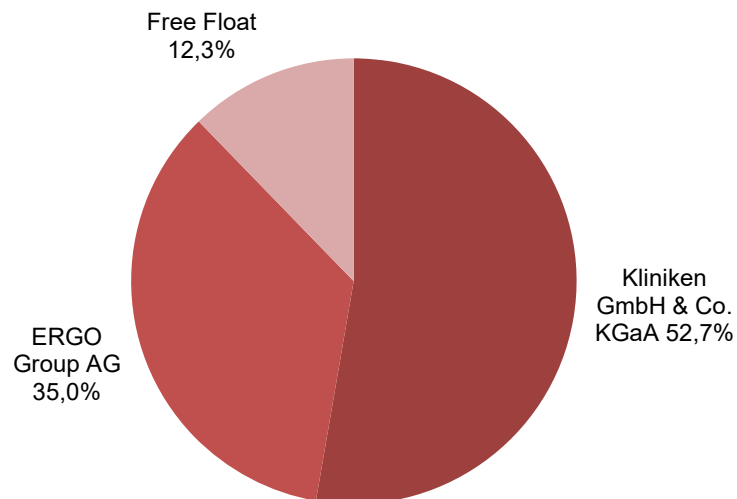
Ticker	Kurs 07.04.2020	Währung	KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBIT 2020e	EV/EBIT 2021e	Ebit- Marge 2020e	Ebit- Marge 2021e	Kurs/ Buchwert 2020e	Kurs/ Buchwert 2021e	EV/Sales 2020e	EV/Sales 2021e	Dividenden- rendite 2020e
LNA Sante SA	39,05	EUR	19,2	15,1	13,0	11,5	11,7	17,8	16,3	9,3%	9,3%	1,6	1,5	1,7	1,5	1,1%
Orpea SA	96,00	EUR	31,6	22,9	20,3	14,6	13,4	23,7	22,0	13,2%	13,5%	1,9	1,8	3,1	3,0	1,5%
Korian SA	29,62	EUR	20,7	16,5	14,2	8,3	8,0	16,9	15,6	9,9%	10,2%	0,9	0,9	1,7	1,6	2,4%
Rhoen Klinikum AG	17,86	EUR	27,0	58,9	51,5	12,2	11,0	54,6	41,2	1,4%	1,8%	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0%
Fresenius SE & Co KGaA	37,41	EUR	14,9	11,0	9,9	5,9	5,2	8,7	7,6	12,9%	13,4%	1,1	1,0	1,1	1,0	2,4%
Durchschnitt (ungewichtet)			22,7	24,9	21,8	10,5	9,8	24,3	20,5	9,3%	9,7%	1,3	1,2	1,7	1,6	1,7%
MEDIAN			20,7	16,5	14,2	11,5	11,0	17,8	16,3	9,9%	10,2%	1,1	1,0	1,7	1,5	1,5%
Mediclin AG*	4,30	EUR	35,9	23,2	16,9	7,6	6,8	33,1	26,5	3,0%	3,3%	1,0	1,0	1,0	0,9	1,2%
Abweichung vom Median			73,7%	41,2%	19,0%	-33,9%	-37,8%	86,4%	63,0%	-69,8%	-67,6%	-6,0%	-2,6%	-40,5%	-42,4%	-20,6%

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**

- 04.05.2020 Veröffentlichung Zwischenbericht Q1'2020
- 26.05.2020 Hauptversammlung
- 31.07.2020 Veröffentlichung Zwischenbericht H1'2020
- 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>700.013,51</b>	<b>4,0%</b>	<b>728.014,05</b>	<b>4,0%</b>	<b>753.494,54</b>	<b>3,5%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.349,75	35,6%	14.718,62	10,3%	13.156,94	-10,6%	11.200,81	-14,9%
Materialaufwand	120.956,01	1,3%	122.165,57	1,0%	123.387,22	1,0%	124.621,10	1,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>565.483,65</b>	<b>5,6%</b>	<b>592.566,56</b>	<b>4,8%</b>	<b>617.783,76</b>	<b>4,3%</b>	<b>640.074,25</b>	<b>3,6%</b>
Personalaufwand	412.575,43	5,4%	437.329,95	6,0%	463.569,75	6,0%	491.383,94	6,0%
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%	65.407,55	10,3%	58.467,63	-10,6%	49.774,87	-14,9%
EBITDA	93.583,75	150,6%	89.829,05	-4,0%	95.746,38	6,6%	98.915,44	3,3%
EBITDA-Marge	13,90%	8,1 pp	12,83%	-1,1 pp	13,15%	0,3 pp	13,13%	-0,0 pp
<b>EBIT</b>	<b>22.412,26</b>	<b>48,8%</b>	<b>18.200,35</b>	<b>-18,8%</b>	<b>23.660,46</b>	<b>30,0%</b>	<b>26.372,31</b>	<b>11,5%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>3,33%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>2,60%</b>	<b>-0,7 pp</b>	<b>3,25%</b>	<b>0,7 pp</b>	<b>3,50%</b>	<b>0,3 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%	36,66	-56,9%	39,09	6,6%	47,32	21,1%
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%	-9.871,20	8,6%	-9.028,78	8,5%	-8.165,44	9,6%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>11.610,74</b>	<b>-2,1%</b>	<b>8.329,15</b>	<b>-28,3%</b>	<b>14.631,68</b>	<b>75,7%</b>	<b>18.206,87</b>	<b>24,4%</b>
EBT-Marge	1,72%	-0,1 pp	1,19%	-0,5 pp	2,01%	0,8 pp	2,42%	0,4 pp
Steuern	1.927,84	-53,0%	1.318,50	-31,6%	2.316,19	75,7%	2.882,15	24,4%
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>7.010,65</b>	<b>-27,6%</b>	<b>12.315,48</b>	<b>75,7%</b>	<b>15.324,72</b>	<b>24,4%</b>
Anteile Dritter	21,17	-55,9%	15,33	-27,6%	26,92	75,7%	33,50	24,4%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>9.661,73</b>	<b>25,2%</b>	<b>6.995,32</b>	<b>-27,6%</b>	<b>12.288,56</b>	<b>75,7%</b>	<b>15.291,22</b>	<b>24,4%</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>-27,6%</b>	<b>0,26</b>	<b>75,7%</b>	<b>0,32</b>	<b>24,4%</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%	34.325,70	-7,9%	42.115,00	22,7%	50.783,36	20,6%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	101.138,46	8,6%	105.184,00	4,0%	109.391,36	4,0%	113.220,05	3,5%
Vorräte	8.080,78	8,3%	8.404,01	4,0%	8.740,17	4,0%	9.046,08	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>167.443,60</b>	<b>0,9%</b>	<b>179.776,41</b>	<b>7,4%</b>	<b>192.579,38</b>	<b>7,1%</b>
Sachanlagen	211.083,20	8,5%	220.826,50	4,6%	227.612,58	3,1%	233.941,45	2,8%
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>695.125,42</b>	<b>-5,0%</b>	<b>655.539,50</b>	<b>-5,7%</b>	<b>615.496,36</b>	<b>-6,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>897.753,06</b>	<b>101,9%</b>	<b>862.569,01</b>	<b>-3,9%</b>	<b>835.315,91</b>	<b>-3,2%</b>	<b>808.075,74</b>	<b>-3,3%</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%	-22.573,18	23,7%	-12.659,62	43,9%	256,60	102,0%
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>195.612,77</b>	<b>2,4%</b>	<b>207.901,33</b>	<b>6,3%</b>	<b>220.817,55</b>	<b>6,2%</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>195.366,78</b>	<b>2,4%</b>	<b>207.655,34</b>	<b>6,3%</b>	<b>220.571,56</b>	<b>6,2%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	63.659,60	16,4%	66.205,98	4,0%	68.854,22	4,0%	71.264,12	3,5%
Übrige Rückstellungen	23.342,35	2,6%	24.276,05	4,0%	25.247,09	4,0%	26.130,74	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%	2.262,45	4,0%	2.352,95	4,0%	2.435,30	3,5%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>561.209,82</b>	<b>239,4%</b>	<b>518.404,91</b>	<b>-7,6%</b>	<b>475.742,69</b>	<b>-8,2%</b>	<b>432.746,59</b>	<b>-9,0%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	12.588,66	5,2%	13.092,20	4,0%	13.615,89	4,0%	14.092,45	3,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	17.599,49	2,9%	18.303,47	4,0%	19.035,61	4,0%	19.701,86	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%	46.618,27	4,0%	48.483,00	4,0%	50.179,91	3,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>145.796,78</b>	<b>65,7%</b>	<b>148.797,32</b>	<b>2,1%</b>	<b>151.917,88</b>	<b>2,1%</b>	<b>154.757,59</b>	<b>1,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>897.753,06</b>	<b>101,9%</b>	<b>862.569,01</b>	<b>-3,9%</b>	<b>835.315,91</b>	<b>-3,2%</b>	<b>808.075,74</b>	<b>-3,3%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: DCF-Modell**

	<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	700.013,5	728.014,0	753.494,5	776.099,4	795.501,9	807.434,4	
<b>Veränderung in %</b>	4,3%	4,0%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	1,5%	
<b>EBITDA</b>	93.583,7	89.829,1	95.746,4	98.915,4	102.104,1	105.277,6	108.230,7	
<b>EBITDA-Marge</b>	13,9%	12,8%	13,2%	13,1%	13,2%	13,2%	13,4%	
<b>EBIT</b>	22.412,3	18.200,4	23.660,5	26.372,3	29.103,7	31.820,1	34.316,0	
<b>EBIT-Marge</b>	3,3%	2,6%	3,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	
<b>NOPLAT</b>	18.690,9	15.319,2	19.915,0	22.197,6	24.496,6	26.783,0	28.883,7	30.888,6
<b>Reinvestment Rate</b>	101,5%	87,5%	53,2%	44,1%	36,5%	30,1%	22,8%	23,0%
<b>FCFF</b>	-276,9	1.911,1	9.317,5	12.400,4	15.548,0	18.727,5	22.302,3	425.319,6
<b>WACC</b>	5,29%	5,32%	5,36%	5,40%	5,44%	5,49%	5,54%	6,59%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,32%	110,96%	116,95%	123,31%	130,08%	137,27%	146,33%
<b>Barwerte der FCFF</b>		1.814,6	8.397,2	10.603,3	12.608,9	14.397,5	16.246,5	290.666,0
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>64.067,9</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>290.666,0</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	81,9%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>354.733,9</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	62.451,1							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>292.282,8</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>6,15</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: **08.04.2020, 09:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **08.04.2020, 09:15 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
08.05.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,30	5,40	12 Monate
07.08.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,20	5,15	12 Monate
11.11.19	Klaus Schlote	Kaufen	6,80	5,50	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.19 - 31.03.20)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	40	85,1%	32	68,1%
Halten	6	12,8%	4	8,5%
Verkaufen	1	2,1%	1	2,1%
Insgesamt	47	100,0%	35	74,5%

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.**