

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

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

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

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

## MEDICLIN AG

### Kapazitätsengpässe begrenzen Umsatzwachstum und belasten das EBIT

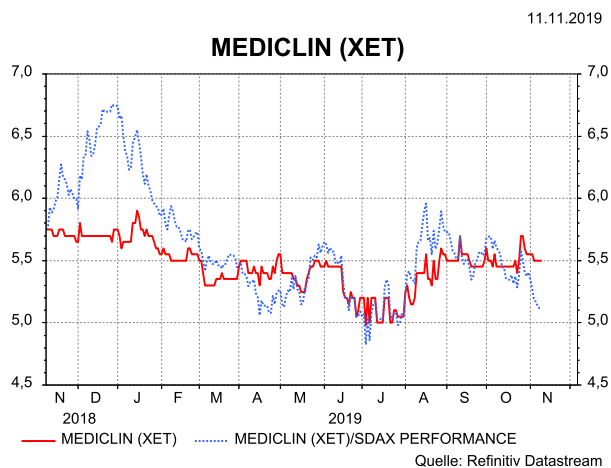
#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>6,80 € (7,20 €)</b>
Kurs (08.11.2019)	5,50 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung (Mio. €)	261,3
Anzahl Aktien (Mio.)	47,5
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage:	www.mediclin.de

#### Kennzahlen und Prognosen

	2018*	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. €)	645	670,9	704,5	739,7
EBIT (Mio. €)	15,1	22,0	26,4	29,6
EBIT-Marge	2,3%	3,3%	3,8%	4,0%
EBITDA (Mio. €)	37,4	90,0	95,0	98,6
EBITDA-Marge	5,8%	13,4%	13,5%	13,3%
Ergebnis je Aktie (€)	0,16	0,21	0,29	0,36
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Buchwert je Aktie (€)	4,03	3,96	4,20	4,51
KGV	33,9	26,0	18,9	15,2
Kurs/Buchwert	1,36	1,39	1,31	1,22
EV/EBIT	50,9	33,9	27,0	22,5
EV/EBITDA	20,5	8,3	7,5	6,8
EV/Umsatz	1,19	1,11	1,01	0,90
Dividendenrendite	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%

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



**MEDICLIN erwirtschaftete in den ersten neun Monaten einen Umsatz von 504,7 Mio. €. Dies entspricht einer Zunahme ggü. Vj. von 4,0%. Um langfristiges Wachstum gewährleisten zu können, investierte MEDICLIN auch im Q3'2019 kräftig. Kapazitätsengpässe, mehr Mitarbeiter und Lohnerhöhungen führten im laufenden Jahr zu weiter steigenden Material- und Personalaufwandsquoten. Das EBIT gab in den ersten drei Quartalen 2019 um 2,9 Mio. € auf 14,9 Mio. € nach, während die EBIT-Marge 0,8 Prozentpunkte auf 2,9% verlor. Unter dem Strich verbleibt ein Konzernergebnis von 5,8 Mio. € (Vj. 11,7 Mio. €), was einem EPS von 0,12 € (Vj. 0,25 €) entspricht. Ganzjährig soll der Konzernumsatz nun um 4% statt 5-6% wachsen, während das EBIT am unteren Ende der Spanne (22-28 Mio. €) erwartet wird. Nach Anpassungen an unserem DCF-Modell sehen wir den fairen Wert der MEDICLIN-Aktie bei 6,82 € nach 7,19 €. Wir empfehlen, die Aktie mit Kursziel 6,80 € weiterhin zu kaufen.**

Während der Umsatz im Segment **Postakut** um 4,3% (yoy) auf 313,3 Mio. € stieg, fiel das EBIT um 2,6% auf 18,6 Mio. € Ohne den positiven IFRS 16-Effekt in Höhe von 3,1 Mio. € hätte das EBIT 15,5 Mio. € betragen. Maßgeblich für den EBIT-Rückgang waren die hohen medizinischen Fremdleistungen (Materialaufwand: +8,6% yoy), die sich aus der Inbetriebnahme neuer Kapazitäten ergaben, und die Personalaufwendungen (+5,5% yoy).

Das Segment **Akut** verbuchte beim Umsatz (176,4 Mio. €) ebenfalls ein Wachstum von 4,3% (yoy). Das EBIT gab ggü. Vj. um 3,1 Mio. € auf -1,5 Mio. € nach. Darin ist ein positiver IFRS 16-Effekt von 0,2 Mio. € enthalten. Sowohl der Material- (6,4%) als auch der Personalaufwand (5,9%) nahmen stärker als der Umsatz zu.

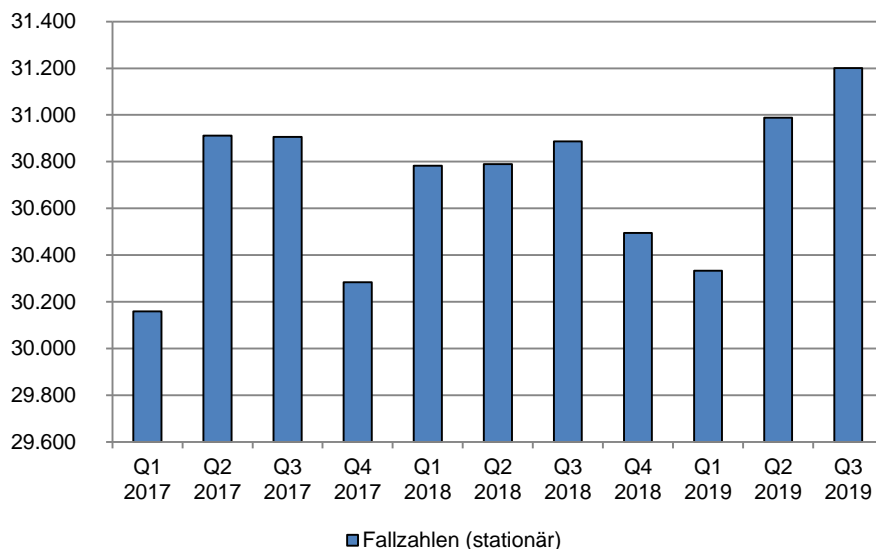
Im Segment **Sonstige Aktivitäten** erzielte das Geschäftsfeld Pflege mit 11,5 Mio. € einen Umsatz auf Vorjahresniveau.

Den **Ausblick** für das Konzernumsatzwachstum senkte MEDICLIN auf 4,0% von 5,0-6,0% Dies begründete der Konzern mit Kapazitätsengpässen im Segment Postakut. Vorsichtiger wurde MEDICLIN auch in Bezug auf die EBIT-Prognose. Das Unternehmen erwartet nun ein EBIT am unteren Ende der Spanne von 22,0 Mio. € bis 28,0 Mio. €. Ursächlich sind vor allem die höher als erwarteten medizinischen Fremdleistungen. Um die Untergrenze zu erreichen, muss im Q4 ein EBIT von 7,1 Mio. € erwirtschaftet werden. Das ist u. E. anspruchsvoll. Im Vorjahr lag das bereinigte EBIT bei 4,8 Mio. € (2018) und 2017 bei deutlich geringeren Aufwandsquoten bei 7,4 Mio. €.

## Fallzahlen und Auslastung

Die Fallzahlen (stationär) konnten nach dem Rekordhoch im Q2'2019 im Q3'2019 nochmals gesteigert werden. Die Anzahl der Fälle stieg ggü. dem Vorquartal um 0,7% bzw. ggü. dem Vorjahresquartal um 1,0%. Die Bettenzahl lag zum 30. September bei 8.361 (+0,5% ggü. Vj.).

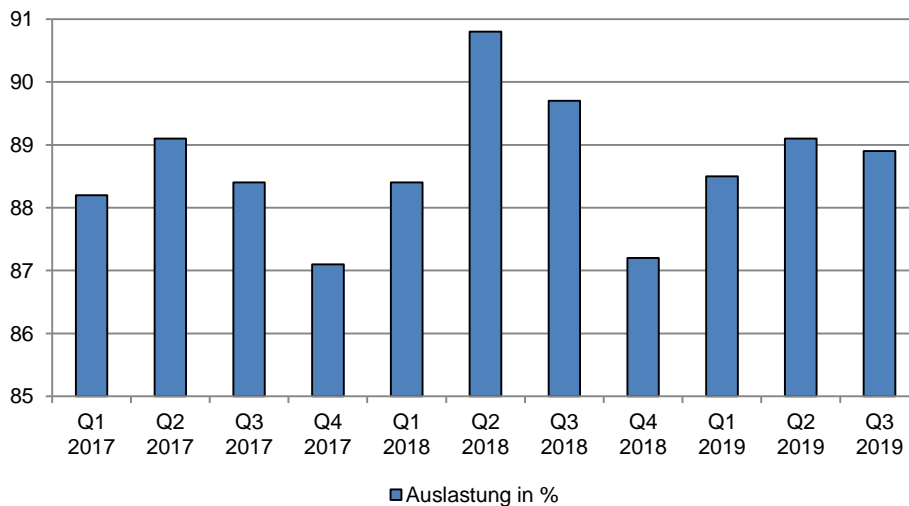
### MEDICLIN: Fallzahlen



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

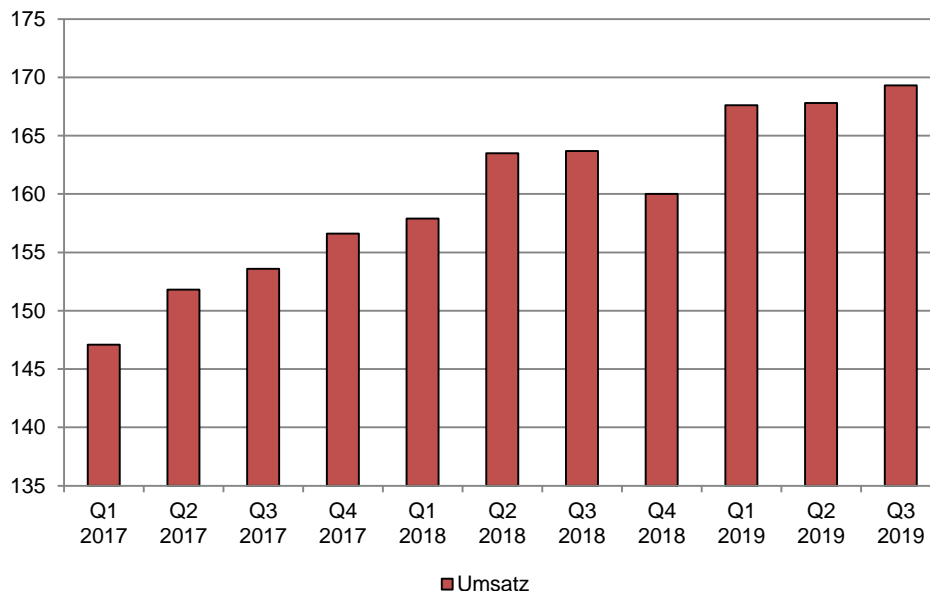
Die immer noch gute Auslastung lag mit 88,9% unter dem hohen Vorjahreswert von 89,7% und auch unter dem Wert des Vorquartals von 89,1%.

### MEDICLIN: Auslastung in %



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

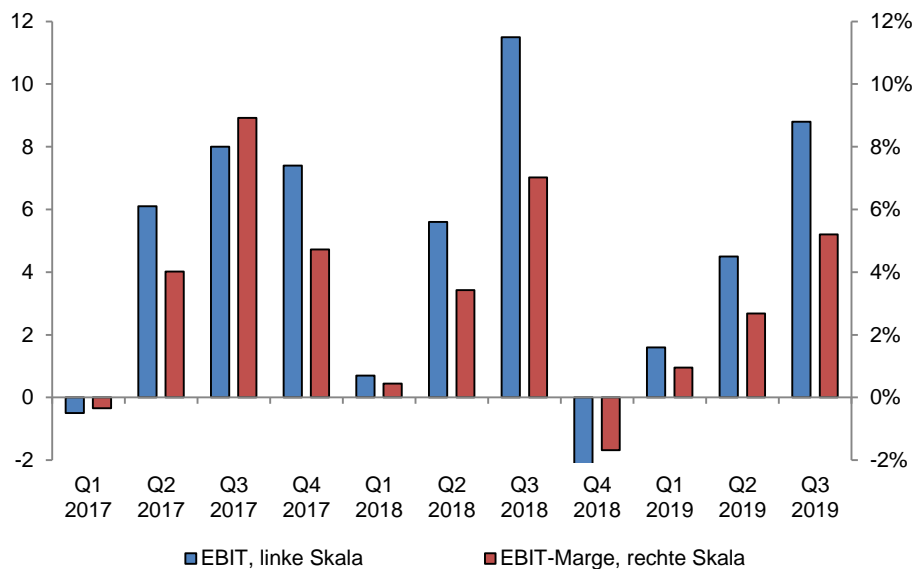
**MEDICLIN: Konzern-Umsatz (in Mio. €)**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

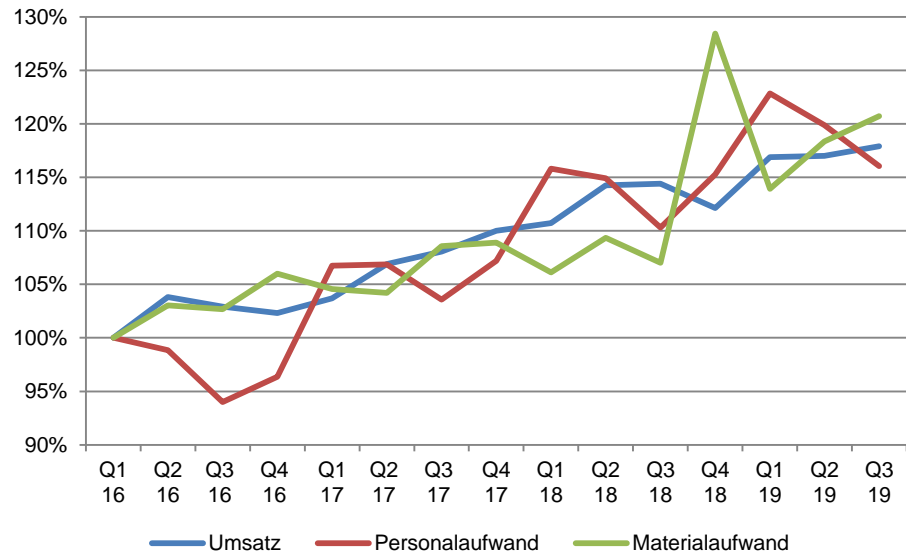
Im Q3'2019 übertraf der Umsatz den Vorjahreswert um 5,6 Mio. € und erreichte 169,3 Mio. €. Gegenläufig gab das Konzern-EBIT trotz positiver IFRS 16-Effekte um 2,7 Mio. € auf 8,8 Mio. € nach.

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



Anmerkung: Q1, Q2 & Q3 2019 EBIT aufgrund von IFRS 16 nicht vergleichbar mit den vorherigen Quartalen  
 Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

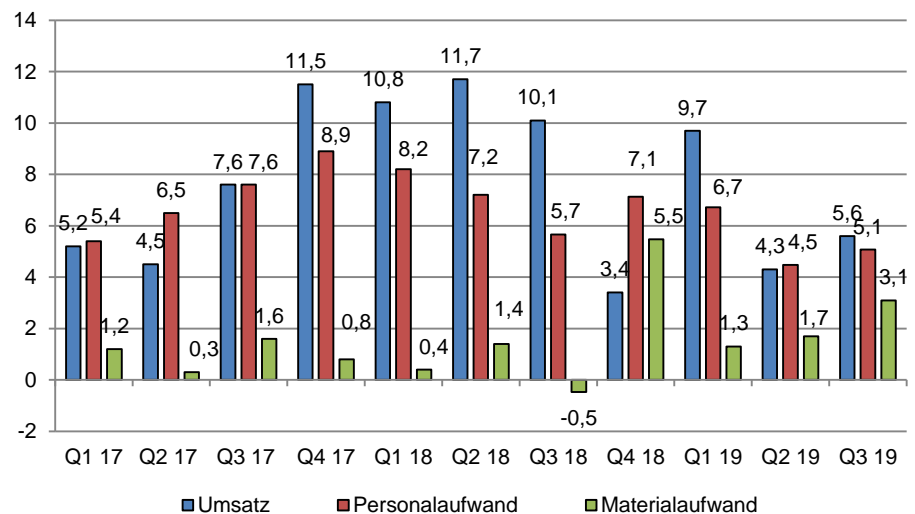
**MEDICLIN: Relative Veränderungen ggü. dem Vorquartal**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Aufgrund der Kapazitätserweiterungen benötigte MEDICLIN mehr externes Personal (medizinische Fremdleistungen). Die Kosten entwickelten sich dabei überproportional zum Umsatz, weshalb die Materialaufwandsquote in den ersten drei Quartalen auf 18,1% (Vj. 17,5%) stieg. Eine ähnliche Entwicklung gab es beim Personalaufwand infolge gestiegener Mitarbeiterzahlen und höherer Entgelte. Die Personalaufwandsquote betrug nach den ersten neun Monaten 61,2% (Vj. 60,3%).

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



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

### **Senkung des Diskontierungszinssatzes führt zu einer erneuten Erhöhung der Pensionsrückstellungen**

Auf der Aktivseite der Bilanz kam es in Q3'2019 zu keinen wesentlichen Veränderungen. Anders sieht es auf der Passivseite aus. Hier führte eine erneute Anpassung des Diskontierungszinssatzes für Pensionsverpflichtungen zu höheren Pensionsrückstellungen und einer Belastung des Eigenkapitals. Der Zinssatz wurde seit dem GB 2018 in mehreren Schritten von 1,9% auf 0,6% (Q3'2019) gesenkt (Q1'2019: 1,4%; H1'2019: 1,0%). Dies führte zu einem Anstieg der Pensionsrückstellungen um 13,2 Mio. € auf 68,8 Mio. €. Im Gegenzug wurde das Eigenkapital erfolgsneutral mit 11,2 Mio. € belastet und 2,1 Mio. € bei den Ertragssteuern aktiviert.

### **Operativer Cashflow steigt dank IFRS 16 deutlich**

Die Vergleichbarkeit des operativen Cashflows mit dem Vorjahr ist 2019 aufgrund der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 eingeschränkt. Nach neun Monaten betrug der operative Cashflow 56,0 Mio. € (Vj. 22,6 Mio. €). Keine Auswirkungen hat IFRS 16 hingegen auf die Investitionen, welche mit 33,0 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau (31,0 Mio. €) lagen. Nicht vergleichbar ist der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten, der einen Swing um -55,6 Mio. € auf -27,3 Mio. € (Vj. 28,3 Mio. €) verzeichnete. Hinter dem Swing stehen die Tilgung von Finanzschulden aus Nutzungsrechten von 31,9 Mio. € und für Zinszahlungen aus Nutzungsrechten von 6,1 Mio. €. Im Vorjahr war die Aufnahme eines Annuitätendarlehens über 20,0 Mio. € im Zusammenhang mit Fördermitteln für den Klinikneubau in Lingen enthalten.

## Bewertung

Wir passen unser DCF-Modell an die abgesenkte Prognose des Unternehmens an. Das Umsatzwachstum in 2019 reduzieren wir von 5,0% auf 4,0%. Beim EBIT verringern wir unsere Schätzung von 24,4 Mio. € auf 22,0 Mio. €. Für die Folgejahre haben wir unsere EBIT-Margen Schätzungen wegen den höheren Aufwendungen leicht gesenkt. Des Weiteren haben wir unsere Investitions-Schätzungen für die nächsten Jahre erhöht. Dies führt dazu, dass der faire Wert der MEDICLIN-Aktie von 7,19 € auf 6,82 € fällt. Infolge dessen senken wir unser Kursziel von 7,20 € auf 6,80 € und bestätigen unser Kaufvotum.

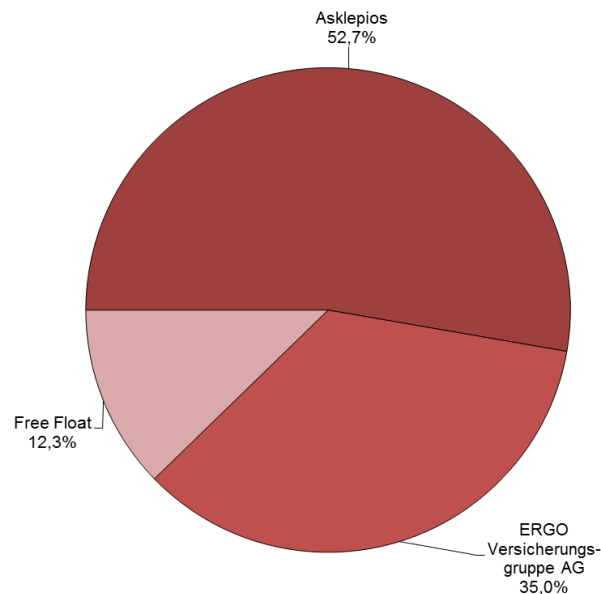
Mögliche positive Effekte im Kontext der Klage gegen den **OIK-Immobilienfonds** auf Rückzahlung des über der Marktüblichkeit liegenden Teils der Mietzahlungen für den Zeitraum 2005 bis 2015 lassen wir unberücksichtigt. Dabei geht es um **mehr als 200 Mio. €**. Das macht mehr als 4,00 € je Aktie aus. 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.

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 steigt bei MEDICLIN 2019 ggü. 2018 um den Faktor 14, während der Faktor bei den Peers max. 2,4 beträgt. 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 im **Peergroup-Vergleich** 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 zulasten der Marge geht. Mit steigender Profitabilität bei MEDICLIN sollten sich die Abschläge bei den Bewertungsparametern abbauen.

### Keine Veränderung bei den Großaktionären

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

### MEDICLIN: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: Peergroup-Vergleich**

Ticker	Kurs 08.11.2019	Währung	KGV 2018	KGV 2019e	KGV 2020e	EV/EBITDA 2019e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBIT 2019e	EV/EBIT 2020e	Ebit- Marge 2019e	Ebit- Marge 2020e	Kurs/ Buchwert 2019e	Kurs/ Buchwert 2020e	EV/Sales 2019e	EV/Sales 2020e	Dividenden rendite 2019e
LNA Sante SA	49,05	EUR	17,9	20,1	17,4	14,5	13,1	16,5	14,8	9,1%	9,5%	2,6	2,4	1,5	1,4	0,8%
Orpea SA	109,40	EUR	26,2	28,2	24,9	17,8	16,7	26,2	24,3	13,4%	13,5%	2,3	2,2	3,5	3,3	1,2%
Korian SA	39,42	EUR	20,7	24,0	20,4	13,0	12,0	20,0	18,3	9,5%	9,8%	1,3	1,2	1,9	1,8	1,6%
Rhoen Klinikum AG	19,08	EUR	30,1	33,1	38,5	10,4	10,3	22,9	26,5	4,0%	3,3%	1,1	1,1	0,9	0,9	1,4%
Fresenius SE & Co KGaA	48,40	EUR	11,7	14,5	13,5	6,8	6,3	9,7	8,9	13,1%	13,3%	1,5	1,4	1,3	1,2	1,7%
Durchschnitt (ungewichtet)			21,3	24,0	22,9	12,5	11,7	19,1	18,5	9,8%	9,9%	1,8	1,7	1,8	1,7	1,4%
MEDIAN			20,7	24,0	20,4	13,0	12,0	20,0	18,3	9,5%	9,8%	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4%
Mediclin AG *	5,50	EUR	35,9	25,6	18,0	8,8	7,8	34,5	27,1	3,5%	3,9%	1,3	1,2	1,2	1,1	0,9%
Abweichung vom Median			73,7%	6,4%	-11,5%	-32,7%	-35,4%	72,6%	48,2%	-63,8%	-60,0%	-14,1%	-13,0%	-20,7%	-24,4%	-37,3%

\* MEDICLIN AG sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, Thomson Reuters

**MEDICLIN: GuV (in Tsd. €)**

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>645.106</b>	<b>5,9%</b>	<b>670.911</b>	<b>4,0%</b>	<b>704.456</b>	<b>5,0%</b>	<b>739.679</b>	<b>5,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	9.848	-43,2%	8.437	-14,3%	8.649	2,5%	9.025	4,4%
Materialaufwand	119.400	6,0%	122.176	2,3%	128.285	5,0%	134.700	5,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>535.554</b>	<b>4,2%</b>	<b>557.171</b>	<b>4,0%</b>	<b>584.820</b>	<b>5,0%</b>	<b>614.005</b>	<b>5,0%</b>
Personalaufwand	391.289	7,8%	408.114	4,3%	428.520	5,0%	449.946	5,0%
Abschreibungen	22.286	9,3%	68.055	205,4%	68.555	0,7%	69.055	0,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	106.917	-13,6%	59.030	-44,8%	61.328	3,9%	65.417	6,7%
EBITDA	37.348	38,3%	90.027	141,0%	94.972	5,5%	98.642	3,9%
EBITDA-Marge	5,79%	1,4 pp	13,42%	7,6 pp	13,48%	0,1 pp	13,34%	-0,1 pp
<b>EBIT</b>	<b>15.063</b>	<b>127,7%</b>	<b>21.972</b>	<b>45,9%</b>	<b>26.417</b>	<b>20,2%</b>	<b>29.587</b>	<b>12,0%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>2,33%</b>	<b>1,2 pp</b>	<b>3,28%</b>	<b>0,9 pp</b>	<b>3,75%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>4,00%</b>	<b>0,3 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	38	n.m.	38	0,0%	38	0,0%	38	0,0%
Zinserträge	234	15,8%	13	-94,4%	9	-31,0%	9	4,8%
Zinsaufwand	3.472	35,5%	10.000	188,0%	9.959	-0,4%	9.119	-8,4%
Finanzergebnis	-3.200	-35,6%	-9.949	-210,9%	-9.912	0,4%	-9.072	8,5%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>11.862</b>	<b>178,7%</b>	<b>12.023</b>	<b>1,4%</b>	<b>16.505</b>	<b>37,3%</b>	<b>20.515</b>	<b>24,3%</b>
EBT-Marge	1,84%	1,1 pp	1,79%	-0,0 pp	2,34%	0,6 pp	2,77%	0,4 pp
Steuern	4.098	1287,1%	1.903	-53,6%	2.612	37,3%	3.247	24,3%
Steuerquote	34,54%	27,6 pp	15,83%	-18,7 pp	15,83%	0,0 pp	15,83%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>7.765</b>	<b>96,1%</b>	<b>10.120</b>	<b>30,3%</b>	<b>13.893</b>	<b>37,3%</b>	<b>17.269</b>	<b>24,3%</b>
Anteile Dritter	48	-8,4%	63	30,3%	86	37,3%	107	24,3%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>7.717</b>	<b>97,5%</b>	<b>10.058</b>	<b>30,3%</b>	<b>13.807</b>	<b>37,3%</b>	<b>17.162</b>	<b>24,3%</b>
Anzahl Aktien	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>0,16</b>	<b>97,5%</b>	<b>0,21</b>	<b>30,3%</b>	<b>0,29</b>	<b>37,3%</b>	<b>0,36</b>	<b>24,3%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG



**MEDICLIN: Bilanz (in Tsd. €), 2018 inkl. IFRS 16**

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	33.829	25,7%	16.773	-50,4%	17.611	5,0%	18.492	5,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	93.099	10,8%	96.823	4,0%	101.664	5,0%	106.747	5,0%
Vorräte	7.461	2,3%	7.760	4,0%	8.147	5,0%	8.555	5,0%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	11.913	27,8%	11.913	0,0%	11.913	0,0%	11.913	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	1.207	-10,0%	1.207	0,0%	1.207	0,0%	1.207	0,0%
Steuerforderungen	1.017	n.m.	1.017	0,0%	1.017	0,0%	1.017	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>148.526</b>	<b>15,3%</b>	<b>135.492</b>	<b>-8,8%</b>	<b>141.560</b>	<b>4,5%</b>	<b>147.931</b>	<b>4,5%</b>
Sachanlagen	646.603	264,3%	628.548	-2,8%	604.993	-3,7%	570.938	-5,6%
Immaterielle Vermögenswerte	3.797	5,7%	3.797	0,0%	3.797	0,0%	3.797	0,0%
Firmenwerte	48.830	0,0%	48.830	0,0%	48.830	0,0%	48.830	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	897	-3,2%	897	0,0%	897	0,0%	897	0,0%
Latente Steuern/langfr. Ertragsteueransprüche	6.476	0,9%	8.573	32,4%	8.573	0,0%	8.573	0,0%
Geleistete Anzahlungen	4.008	61,3%	4.008	0,0%	4.008	0,0%	4.008	0,0%
Sonstige langf. Vermögenswerte inkl. KHG	37.644	n.m.	37.644	0,0%	37.644	0,0%	37.644	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>748.256</b>	<b>212,1%</b>	<b>732.298</b>	<b>-2,1%</b>	<b>708.743</b>	<b>-3,2%</b>	<b>674.688</b>	<b>-4,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>896.782</b>	<b>143,3%</b>	<b>867.790</b>	<b>-3,2%</b>	<b>850.302</b>	<b>-2,0%</b>	<b>822.619</b>	<b>-3,3%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	8,0%
Kapitalrücklage	129.392	0,0%	129.392	0,0%	129.392	0,0%	129.392	0,0%
Gewinnrücklagen	-21.667	3,4%	-25.134	16,0%	-13.702	-45,5%	1.085	107,9%
Kumuliertes übriges comprehensive income	36.382	17,1%	36.382	0,0%	36.382	0,0%	36.382	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>191.607</b>	<b>3,3%</b>	<b>188.140</b>	<b>-1,8%</b>	<b>199.572</b>	<b>6,1%</b>	<b>214.359</b>	<b>7,4%</b>
Anteile in Fremdbesitz	-203	-25,1%	-203	0,0%	-203	0,0%	-203	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>191.404</b>	<b>3,3%</b>	<b>187.937</b>	<b>-1,8%</b>	<b>199.369</b>	<b>6,1%</b>	<b>214.156</b>	<b>7,4%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	54.707	-1,0%	70.142	28,2%	72.987	4,1%	74.182	1,6%
Übrige Rückstellungen	22.755	0,3%	21.165	-7,0%	19.724	-6,8%	18.210	-7,7%
Verbindlichkeiten Lease/Finance Lease	409.053	n.m.	362.998	-11,3%	316.943	-12,7%	270.888	-14,5%
Finanzverbindlichkeiten	54.853	46,8%	54.853	0,0%	54.853	0,0%	54.853	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindl.	30.918	8002,5%	30.918	0,0%	30.918	0,0%	30.918	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2.051	-22,6%	2.133	4,0%	2.239	5,0%	2.351	5,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>574.336</b>	<b>385,0%</b>	<b>542.209</b>	<b>-5,6%</b>	<b>497.663</b>	<b>-8,2%</b>	<b>451.401</b>	<b>-9,3%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	11.968	100,0%	12.447	4,0%	13.069	5,0%	13.723	5,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	17.105	24,7%	17.789	4,0%	18.678	5,0%	19.612	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	20.831	105,5%	24.749	18,8%	36.884	49,0%	37.011	0,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	23.919	16,0%	24.876	4,0%	26.120	5,0%	27.426	5,0%
Verbindlichkeiten Lease/Finance Lease	43.091	577,8%	43.091	0,0%	43.091	0,0%	43.091	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindl. inkl. KHG	14.127	76,5%	14.692	4,0%	15.427	5,0%	16.198	5,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>131.041</b>	<b>101,7%</b>	<b>137.644</b>	<b>5,0%</b>	<b>153.270</b>	<b>11,4%</b>	<b>157.061</b>	<b>2,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>896.782</b>	<b>143,3%</b>	<b>867.790</b>	<b>-3,2%</b>	<b>850.302</b>	<b>-2,0%</b>	<b>822.619</b>	<b>-3,3%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: DCF-Modell (in Tsd. €)**

	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	645.106	670.911	704.456	739.679	776.663	799.963	819.962	
<b>Veränderung in %</b>	5,9%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	2,5%	
<b>EBITDA</b>	37.348	90.027	94.972	98.642	102.563	105.253	107.453	
<b>EBITDA-Marge</b>	5,8%	13,4%	13,5%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	
<b>EBIT</b>	15.063	21.972	26.417	29.587	33.008	35.198	36.898	
<b>EBIT-Marge</b>	2,3%	3,3%	3,8%	4,0%	4,3%	4,4%	4,5%	
<b>NOPLAT</b>	9.860	18.495	22.237	24.905	27.785	29.628	31.059	31.370
<b>Reinvestment Rate</b>	301,2%	169,4%	120,7%	66,5%	40,6%	13,5%	9,9%	21,2%
<b>FCFF</b>	-19.839	-12.843	-4.603	8.348	16.500	25.614	27.972	457.989
<b>WACC</b>	5,13%	5,23%	5,19%	5,23%	5,28%	5,34%	5,39%	6,40%
<b>Kumuliertes WACC</b>		100,00%	105,19%	110,69%	116,54%	122,76%	129,37%	137,64%
<b>Barwerte der FCFF</b>		-12.843	-4.376	7.542	14.159	20.866	21.622	332.736
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>46.969</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>332.736</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	87,6%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>379.705</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	55.796							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>323.909</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>6,82</b>							

Quelle: Solventis Research

### 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: **11.11.2019, 11:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **11.11.2019, 11:15 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjahresweise.

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
12.11.18	Klaus Scholte	Kaufen	7,10	5,75	12 Monate
05.04.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,30	5,50	12 Monate
08.05.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,30	5,40	12 Monate
07.08.19	Klaus Schlote	Kaufen	7,20	5,15	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.18 - 30.09.19)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	48	90,6%	37	69,8%
Halten	5	9,4%	3	5,7%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	53	100,0%	40	75,5%

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 abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. 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 entsprechen den 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.**