

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

### Mehr EBIT im 2. Halbjahr

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	7,20 € (7,30 €)
Kurs (06.08.2019)	5,15 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung (Mio. €)	245
Anzahl Aktien (Mio.)	47,5
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage:	www.mediclin.de

#### Kennzahlen und Prognosen

	2018*	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. €)	645	677	711	747
EBIT (Mio. €)	15,1	24,4	29,2	33,6
EBIT-Marge	2,3%	3,6%	4,1%	4,5%
EBITDA (Mio. €)	37,4	92,4	97,7	102,7
EBITDA-Marge	5,8%	13,6%	13,7%	13,7%
Ergebnis je Aktie (€)	0,16	0,24	0,34	0,43
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Buchwert je Aktie (€)	4,03	4,13	4,42	4,80
KGV	33,9	21,4	15,2	11,9
Kurs/Buchwert	1,36	1,25	1,17	1,07
EV/EBIT	50,9	29,2	22,9	18,1
EV/EBITDA	20,5	7,7	6,8	5,9
EV/Umsatz	1,19	1,05	0,94	0,81
Dividendenrendite	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%

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

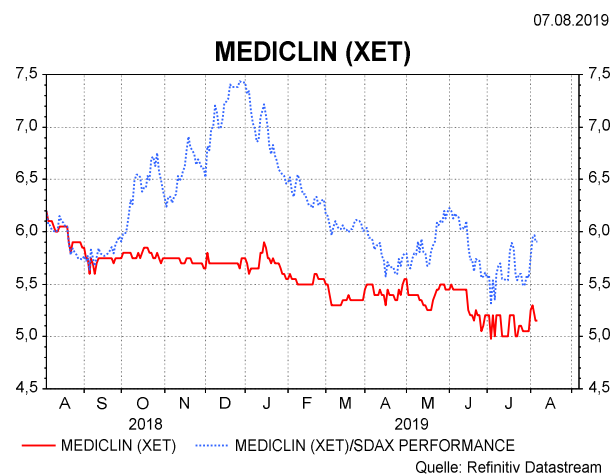
**MEDICLIN steigerte den Umsatz im H1'2019 ggü. Vj. um 14,0 Mio. € oder 4,3% auf 335,4 Mio. €. Die Kapazitätserweiterungen aus 2018 ermöglichten das Wachstum. Die weiterhin hohen Investitionen in Kapazitäten bereiten den Weg, um den Umsatz mittelfristig weiter auszubauen. Sowohl die Materialaufwandsquote als auch die Personalaufwandsquote übertrafen ihre Vorjahreswerte. In Euro stiegen beide Aufwandsgrößen zusammen mehr als der Umsatz. Das EBIT wurde mit 6,1 Mio. € (Vj. 6,3 Mio. €) ausgewiesen. Die Umstellung auf IFRS 16 zeigt sich u. a. in einem auf -5,0 Mio. € verschlechterten Finanzergebnis (Vj. -1,3 Mio. € ohne IFRS 16 Effekt). Das Konzernergebnis wurde mit 0,7 Mio. € (Vj. 4,1 Mio. €) berichtet. Der Konzernausblick aus dem GB 2018 (Umsatz +5-6%, EBIT 22-28 Mio. €) wurde bestätigt. Nach unserem DCF-Modell kommen wir auf einen fairen Wert von 7,19 € je MEDICLIN-Aktie. Wir passen das Kursziel auf 7,20 € an und empfehlen die Aktie weiter zum Kauf.**

Im Vorjahresvergleich konnten im Segment **Postakut** der Umsatz (+10,4 Mio. €/+5,3%) und die EBIT-Marge (4,5%, Vj. 3,9%) gesteigert werden. Den prozentualen Umsatzanstieg sieht MEDICLIN ganzjährig auf einem ähnlichen Niveau (geplant 4-6%) bei einem höheren Segmentergebnis (geplant 5-6% Marge).

Gesetzgeberische und regulative Belastungen im Segment **Akut** drückten das EBIT im H1'2019 auf -1,3 Mio. € nach +1,2 Mio. € im Vorjahr. Auch ganzjährig erwartet MEDICLIN einen Segmentverlust. Dagegen soll sich die erfreuliche Umsatzentwicklung des ersten Halbjahrs (+3,8 Mio. €/+3,3%) im H2'2019 fortsetzen. Das Segment Akut würde damit umsatzseitig oberhalb der Guidance für 2019 liegen, während die Range für die EBIT-Marge (1-2%) verfehlt wird.

Das dritte Quartal ist saisonal das Quartal mit dem höchsten Umsatz und Ergebnis. Man muss nun abwarten, ob das laufende Q3 stark genug ausfällt, um die Jahresziele zu erreichen. Aufgrund der nicht geplanten Verlustsituation im Segment Akut dürfte das EBIT eher am unteren Rand der Guidance liegen. Eventuell ist unsere Prognose für das Konzern-EBIT mit 24,4 Mio. € etwas zu hoch.

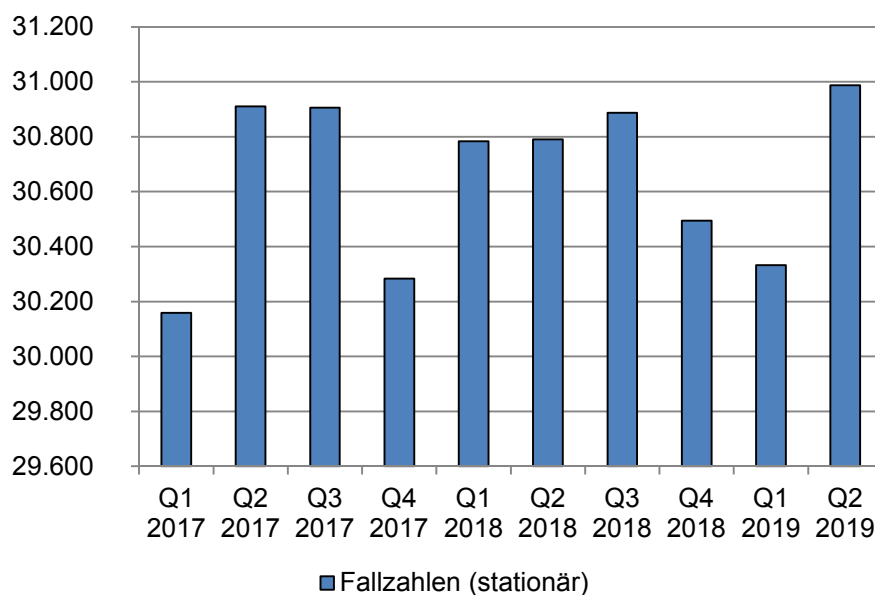
Bezüglich der Klage vor dem Landgericht Offenburg gibt es nichts Neues. Es geht dabei um die Rückzahlung von über der Marktüblichkeit liegenden Mietzahlungen seit 1999. Den Schaden sieht MEDICLIN bei über 200 Mio. €.



## Fallzahlen und Auslastung

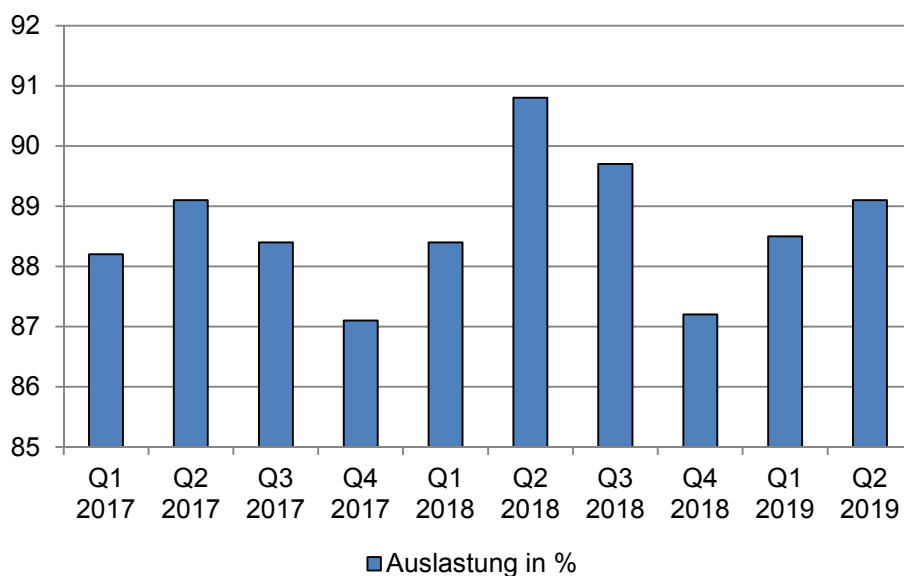
Die Fallzahlen (stationär) haben im Q2'2019 einen neuen Höchststand erreicht. Ggü. Vorjahr und insbesondere ggü. Vorquartal kam es zu einem deutlichen Zuwachs. Der Anstieg der Kapazitätsauslastung ggü. Vorquartal fiel im Q2'2019 nicht ganz so deutlich aus wie in den beiden Vorjahren. Das hängt mit der Kapazitätserweiterung 2018 zusammen, die zu greifen beginnt. Die Bettenzahl lag zur Jahresmitte bei 7.347 (+2,5% ggü. Vj.).

### MEDICLIN: Fallzahlen



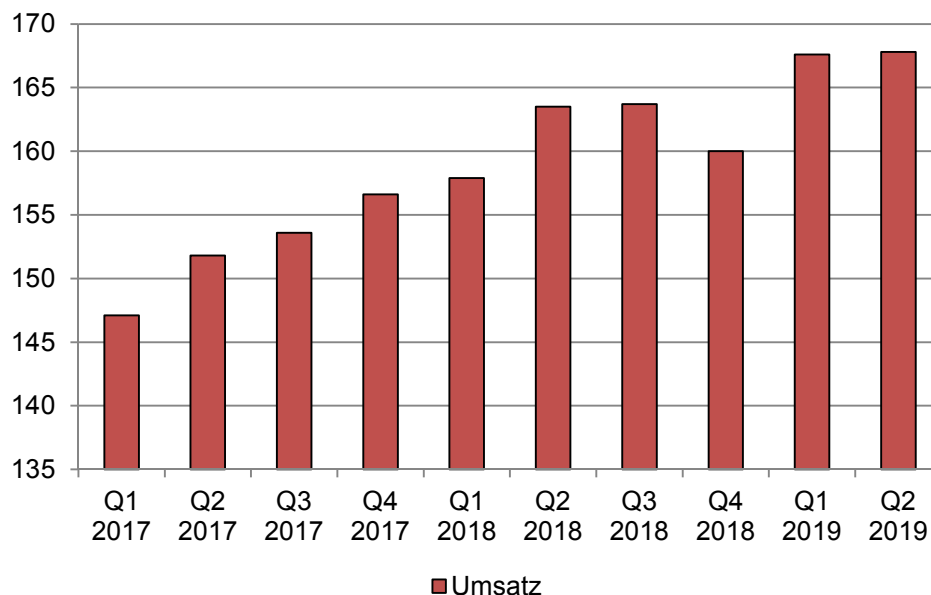
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

### MEDICLIN: Auslastung in %



Quelle: Solventis Research MEDICLIN AG

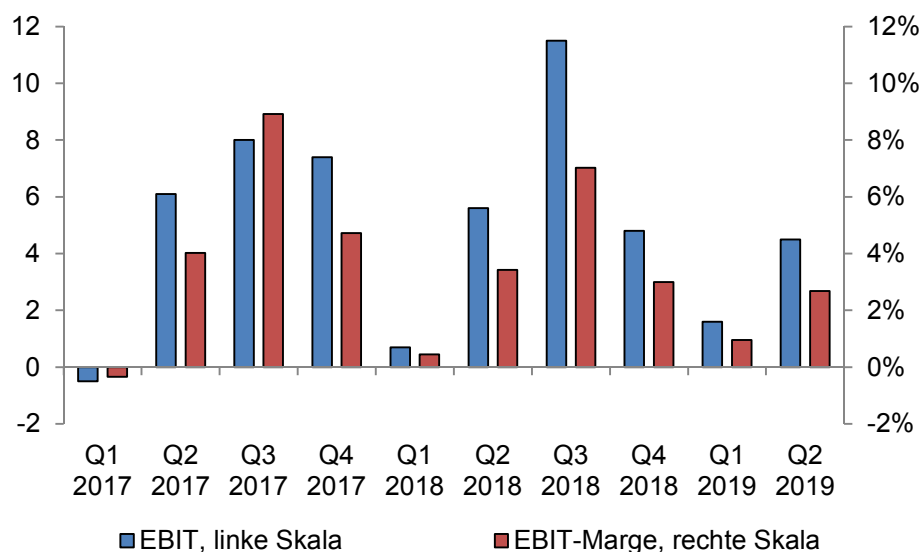
**MEDICLIN: Konzern-Umsatz (in Mio. €)**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

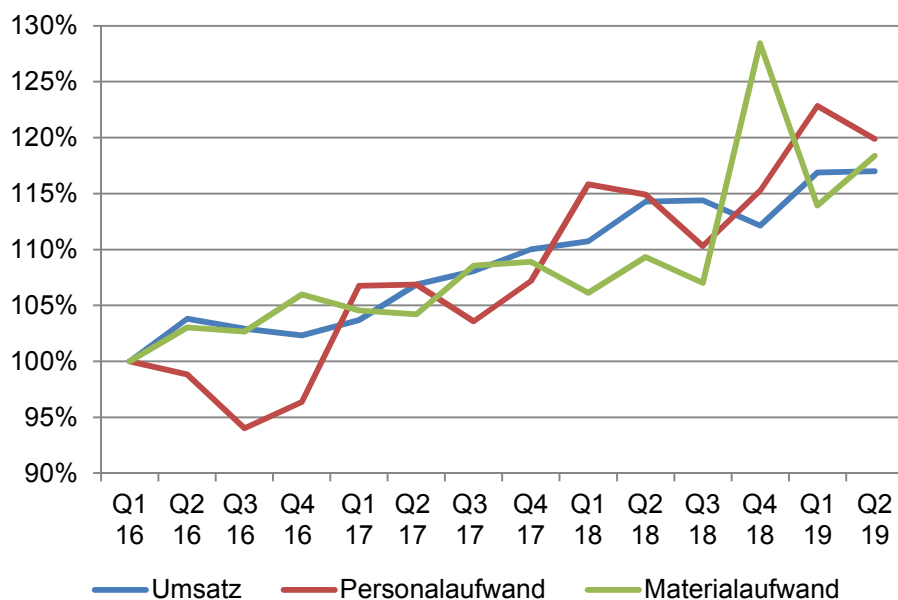
Der Umsatz im Q2'2019 lag auf dem Niveau vom Q1'2019, in das Nachholeffekte aus dem schwachen Q4'2018 fielen. Das Konzern-EBIT profitierte von der Umstellung auf IFRS 16 im H1'2019 mit 2,2 Mio. €. Sonst wäre der Rückgang ggü. Vorjahr deutlicher ausgefallen. Man muss nun abwarten, ob im H2'2019 genug EBIT generiert wird, um den unteren Rand der Guidance zu erreichen. Ein Blick in die Vergangenheit spricht dafür.

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



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

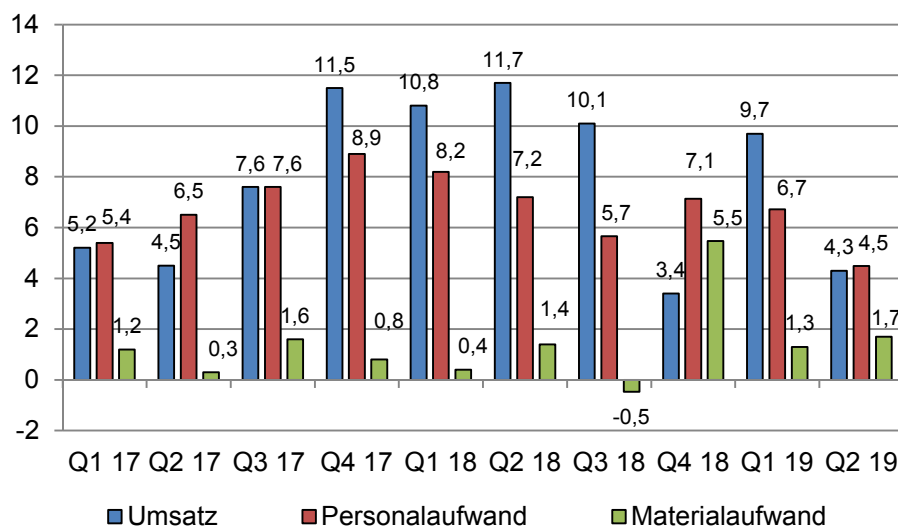
**MEDICLIN: Relative Veränderungen ggü. dem Vorquartal**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Ein Mehr an medizinischen Fremdleistungen hatte zur Folge, dass die Materialaufwandsquote im H1'2019 mit 17,9% etwas höher war als im Vorjahr. Entgelterhöhungen (Fachkräftemangel) und mehr Beschäftigte (Wachstum, Gesetzgeber) ließen den Personalaufwand weiter steigen. Die Personalaufwandsquote wurde für H1'2019 mit 62,4% (Vj. 61,7%) berichtet. Im Q4'2018 war es zu einem Einmaleffekt gekommen, der im Personalaufwand und besonders im Materialaufwand durchschlug.

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



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## IFRS 16 verändert Struktur der Cashflow-Rechnung

In der GuV zeigt sich die Umstellung auf IFRS 16 – Mietverträge werden in Form sog. Nutzungsrechte auf die Bilanz gebracht – im Wesentlichen an drei Positionen: Der Mietaufwand, der bisher in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbucht war, wird auf Abschreibungen und Zinsaufwand umverteilt. Während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im H1'2019 um 23,8 Mio. € geringer waren als im Vorjahr, fielen die Abschreibungen um 24,3 Mio. € höher aus. MEDICLIN gibt an, dass IFRS 16 das Konzern-EBIT im H1'2019 um 2,2 Mio. € erhöhte, d.h. statt der berichteten 6,1 Mio. € wären es ohne IFRS 16 nur 3,9 Mio. € gewesen. Dies wird durch den höheren Zinsaufwand (-5,1 Mio. €, Vj. -1,3 Mio. €) überkompensiert, so dass sich insgesamt durch IFRS 16 ein negativer Effekt auf das Konzernergebnis ergibt. Die Größenordnungen werden im H2'2019 ähnlich sein wie im H1'2019. Ganzjährig ergibt sich durch IFRS 16 ein positiver Effekt auf das EBIT von ~4,5 Mio. €. Das ist in die Guidance – Konzern-EBIT 22-26 Mio. € – bereits eingearbeitet. Ab der Laufzeitmitte der Mietverträge dreht sich die Belastung des Konzernergebnisses in eine Entlastung um.

Die Abschreibungen auf die seit dem 01.01.2019 bilanzierten Nutzungsrechte (Mietverträge) haben einen positiven Effekt auf den Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der im H1'2019 auf 26,0 Mio. € zulegte (Vj. 5,4 Mio. €). Keinen Einfluss hat IFRS 16 auf den Cashflow aus Investitionstätigkeit, der mit -20,1 Mio. € nach -18,1 Mio. € im Vorjahr berichtet wurde und die anhaltend hohe Investitionstätigkeit des Unternehmens unterstreicht. Der IFRS 16 Effekt kommt auch im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit zum Tragen, der mit -20,4 Mio. € (Vj. +17,3 Mio. €) ausgewiesen wurde. Während im Vorjahr die Aufnahme eines Annuitätendarlehens für den Klinikneubau in Lingen enthalten war, belasteten im H1'2019 die Tilgung von Finanzschulden aus Nutzungsrechten mit -21,2 Mio. € (Vj. 0 €) und die Zinszahlungen aus Nutzungsrechten mit -4,1 Mio. € (Vj. 0 €). Nach IFRS 16 werden die Mietzahlungen auf Tilgung und Zinsaufwand verteilt. Die strukturellen Veränderungen in der Kapitalflussrechnung sind nachhaltig.

## Bewertung

Die **Netto-Finanzschulden** (ohne Pensionen und Nutzungsrechte) lagen zur Jahresmitte bei 62,7 Mio. € (Ultimo 2018: 41,9 Mio. €). Der Schuldenanstieg hängt mit dem Investitionsprogramm zusammen. In unserem Update anlässlich des Q1'2019-Berichts hatten wir mit Netto-Finanzschulden von 58,6 Mio. € gerechnet. Außer den Netto-Finanzschulden lassen wir unser DCF-Modell unverändert. Die höheren Netto-Finanzschulden haben zur Folge, dass der **faire Wert** der MEDICLIN-Aktie von 7,28 € auf 7,19 € zurückgeht. Wir senken unser Kursziel von 7,30 € auf 7,20 €.

Netto-Finanzschulden/EBITDA (4 Quartale rollierend) war zum 30.6.2019 mit 1,0x (Ultimo 2018: 1,1x) weiterhin komfortabel. Der Zinsdeckungskoeffizient (EBITDA/Zinsergebnis) lag zur Jahresmitte 2019 bei guten 8,2x (Vj. 12,7x). Tendenziell profitieren beide Kennziffern von der Umstellung auf IFRS 16. Von daher ist die Vergleichbarkeit mit den nicht angepassten Werten aus 2018 eingeschränkt.

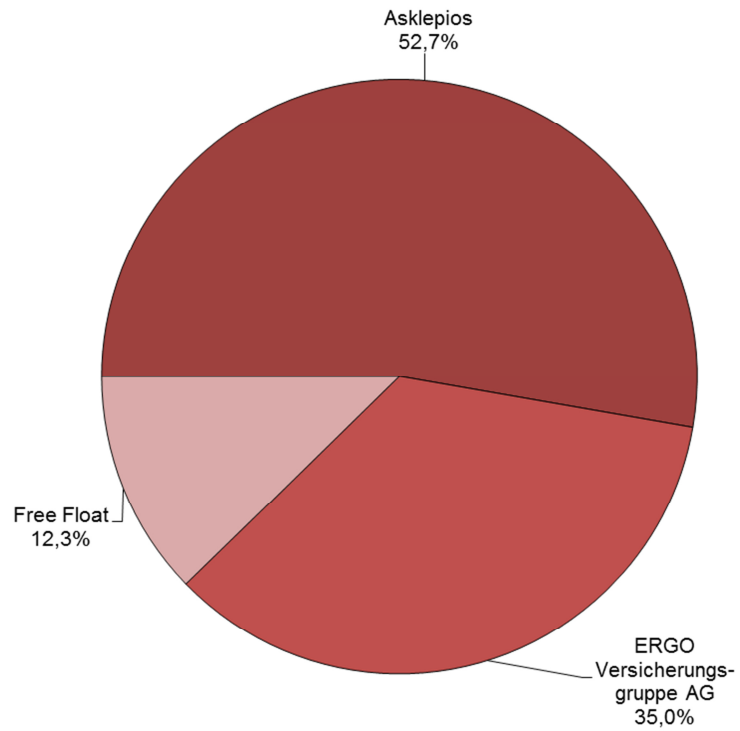
Mögliche positive Effekte im Kontext der Klage gegen den **OIK-Immobilienfonds** auf Rückzahlung des über der Marktüblichkeit liegenden Teils der Mietzahlungen für den Zeitraum 2005 bis 2015 lassen wir unberücksichtigt. Dabei geht es um **mehr als 200 Mio. €**. Das macht mehr als 4,00 € je Aktie aus.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

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. 1,6 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

---

**Kommender Newsflow**

- 05.11.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 30.09.19

**MEDICLIN: Peergroup-Vergleich**

Ticker	Kurs 06.08.2019	Wahrung	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	47,00	EUR	17,3	18,7	16,2	11,7	10,8	14,2	12,9	8,7%	9,2%	2,2	2,0	1,2	1,2	0,9%
Orpea SA	108,80	EUR	26,2	27,8	24,7	18,3	17,2	25,3	23,8	13,0%	13,0%	2,3	2,2	3,3	3,1	1,2%
Korian SA	35,00	EUR	20,7	21,1	17,7	11,0	10,1	17,2	15,2	9,3%	9,9%	1,1	1,1	1,6	1,5	1,8%
Rhoen Klinikum AG	23,95	EUR	30,1	40,7	40,0	12,6	12,3	28,3	27,8	4,1%	4,0%	1,4	1,4	1,1	1,1	1,2%
Freseus SE & Co KGaA	42,60	EUR	11,7	12,8	11,9	6,4	5,8	9,0	8,2	13,2%	13,4%	1,4	1,3	1,2	1,1	1,9%
Durchschnitt (ungewichtet)			21,2	24,2	22,1	12,0	11,2	18,8	17,6	9,7%	9,9%	1,7	1,6	1,7	1,6	1,4%
MEDIAN			20,7	21,1	17,7	11,7	10,8	17,2	15,2	9,3%	9,9%	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2%
Mediclin AG*	5,15	EUR	35,9	24,5	17,2	8,6	7,6	34,1	26,4	3,4%	3,9%	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0%
Abweichung vom Median			73,7%	16,0%	-3,1%	-26,5%	-29,9%	97,8%	73,9%	-63,4%	-60,0%	-10,5%	-14,4%	-6,0%	-11,9%	-18,5%

\* MEDICLIN AG sind Konsens-Schatzungen

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>677.362</b>	<b>5,0%</b>	<b>711.230</b>	<b>5,0%</b>	<b>746.791</b>	<b>5,0%</b>
sonstige betriebliche Ertrage	9.848	-43,2%	4.147	-57,9%	3.863	-6,8%	3.600	-6,8%
Materialaufwand	119.400	6,0%	125.370	5,0%	131.639	5,0%	138.221	5,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>535.554</b>	<b>4,2%</b>	<b>556.138</b>	<b>3,8%</b>	<b>583.454</b>	<b>4,9%</b>	<b>612.170</b>	<b>4,9%</b>
Personalaufwand	391.289	7,8%	418.679	7,0%	443.800	6,0%	470.428	6,0%
Abschreibungen	22.286	9,3%	68.055	205,4%	68.555	0,7%	69.055	0,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	106.917	-13,6%	45.019	-57,9%	41.939	-6,8%	39.082	-6,8%
EBITDA	37.348	38,3%	92.440	147,5%	97.715	5,7%	102.661	5,1%
EBITDA-Marge	5,79%	1,4 pp	13,65%	7,9 pp	13,74%	0,1 pp	13,75%	0,0 pp
<b>EBIT</b>	<b>15.063</b>	<b>127,7%</b>	<b>24.385</b>	<b>61,9%</b>	<b>29.160</b>	<b>19,6%</b>	<b>33.606</b>	<b>15,2%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>2,33%</b>	<b>1,2 pp</b>	<b>3,60%</b>	<b>1,3 pp</b>	<b>4,10%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>4,50%</b>	<b>0,4 pp</b>
Ertrage aus Beteiligungen	38	n.m.	38	0,0%	38	0,0%	38	0,0%
Zinsertrage	234	15,8%	16	-93,0%	16	-4,8%	19	24,4%
Zinsaufwand	3.472	35,5%	10.784	210,6%	9.959	-7,7%	9.119	-8,4%
Finanzergebnis	-3.200	-35,6%	-10.730	-235,3%	-9.906	7,7%	-9.062	8,5%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>11.862</b>	<b>178,7%</b>	<b>13.655</b>	<b>15,1%</b>	<b>19.255</b>	<b>41,0%</b>	<b>24.544</b>	<b>27,5%</b>
EBT-Marge	1,84%	1,1 pp	2,02%	0,2 pp	2,71%	0,7 pp	3,29%	0,6 pp
Steuern	4.098	1287,1%	2.161	-47,3%	3.047	41,0%	3.884	27,5%
Steuerquote	34,54%	27,6 pp	15,83%	-18,7 pp	15,83%	0,0 pp	15,83%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>7.765</b>	<b>96,1%</b>	<b>11.494</b>	<b>48,0%</b>	<b>16.208</b>	<b>41,0%</b>	<b>20.660</b>	<b>27,5%</b>
Anteile Dritter	48	-8,4%	71	48,0%	100	41,0%	128	27,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>7.717</b>	<b>97,5%</b>	<b>11.423</b>	<b>48,0%</b>	<b>16.107</b>	<b>41,0%</b>	<b>20.532</b>	<b>27,5%</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>0,24</b>	<b>48,0%</b>	<b>0,34</b>	<b>41,0%</b>	<b>0,43</b>	<b>27,5%</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%	29.681	-12,3%	30.707	3,5%	44.838	46,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	93.099	10,8%	97.754	5,0%	102.641	5,0%	107.773	5,0%
Vorräte	7.461	2,3%	7.834	5,0%	8.226	5,0%	8.637	5,0%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	11.913	27,8%	11.913	0,0%	11.913	0,0%	11.913	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	1.207	-10,0%	1.207	0,0%	1.207	0,0%	1.207	0,0%
Steuerforderungen	1.017	n.m.	1.823	79,2%	1.823	0,0%	1.823	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>148.526</b>	<b>15,3%</b>	<b>150.212</b>	<b>1,1%</b>	<b>156.517</b>	<b>4,2%</b>	<b>176.192</b>	<b>12,6%</b>
Sachanlagen	646.603	264,3%	613.548	-5,1%	579.993	-5,5%	535.938	-7,6%
Immaterielle Vermögenswerte	3.797	5,7%	3.797	0,0%	3.797	0,0%	3.797	0,0%
Firmenwerte	48.830	0,0%	48.830	0,0%	48.830	0,0%	48.830	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	897	-3,2%	897	0,0%	897	0,0%	897	0,0%
Latente Steuern/langfr. Ertragsteueransprüche	6.476	0,9%	6.476	0,0%	6.476	0,0%	6.476	0,0%
Geleistete Anzahlungen	4.008	61,3%	4.008	0,0%	4.008	0,0%	4.008	0,0%
Sonstige langf. Vermögenswerte inkl. KHG	37.644	n.m.	37.644	0,0%	37.644	0,0%	37.644	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>748.256</b>	<b>212,1%</b>	<b>715.201</b>	<b>-4,4%</b>	<b>681.646</b>	<b>-4,7%</b>	<b>637.591</b>	<b>-6,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>896.782</b>	<b>143,3%</b>	<b>865.412</b>	<b>-3,5%</b>	<b>838.163</b>	<b>-3,1%</b>	<b>813.782</b>	<b>-2,9%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	0,0%	47.500	0,0%
Kapitalrücklage	129.392	0,0%	125.103	0,0%	125.103	0,0%	125.103	0,0%
Gewinnrücklagen	-21.667	3,4%	-12.619	41,8%	1.113	108,8%	19.270	1631,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	36.382	17,1%	36.382	0,0%	36.382	0,0%	36.382	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>191.607</b>	<b>3,3%</b>	<b>196.366</b>	<b>2,5%</b>	<b>210.098</b>	<b>7,0%</b>	<b>232.544</b>	<b>10,7%</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>196.163</b>	<b>2,5%</b>	<b>209.896</b>	<b>7,0%</b>	<b>232.342</b>	<b>10,7%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	54.707	-1,0%	62.538	14,3%	65.410	4,6%	66.616	1,8%
Übrige Rückstellungen	22.755	0,3%	21.393	-6,0%	19.963	-6,7%	18.461	-7,5%
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%	2.153	5,0%	2.261	5,0%	2.374	5,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>574.336</b>	<b>385,0%</b>	<b>534.852</b>	<b>-6,9%</b>	<b>490.346</b>	<b>-8,3%</b>	<b>444.109</b>	<b>-9,4%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	11.968	100,0%	12.566	5,0%	13.195	5,0%	13.855	5,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	17.105	24,7%	17.960	5,0%	18.858	5,0%	19.801	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	20.831	105,5%	20.831	0,0%	20.831	0,0%	20.831	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	23.919	16,0%	25.115	5,0%	26.371	5,0%	27.689	5,0%
Verbindlichkeiten Lease/Finance Lease	43.091	577,8%	43.091	0,0%	43.091	0,0%	43.091	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindl. inkl. KHG	14.127	76,5%	14.834	5,0%	15.575	5,0%	16.354	5,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>131.041</b>	<b>101,7%</b>	<b>134.397</b>	<b>2,6%</b>	<b>137.921</b>	<b>2,6%</b>	<b>141.621</b>	<b>2,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>896.782</b>	<b>143,3%</b>	<b>865.412</b>	<b>-3,5%</b>	<b>838.163</b>	<b>-3,1%</b>	<b>818.071</b>	<b>-2,4%</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	677.362	711.230	746.791	784.131	807.655	827.846	
<b>Veränderung in %</b>	5,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	2,5%	
<b>EBITDA</b>	37.348	92.440	97.715	102.661	104.841	106.399	107.808	
<b>EBITDA-Marge</b>	5,8%	13,6%	13,7%	13,7%	13,4%	13,2%	13,0%	
<b>EBIT</b>	15.063	24.385	29.160	33.606	35.286	36.344	37.253	
<b>EBIT-Marge</b>	2,3%	3,6%	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
<b>NOPLAT</b>	9.860	20.526	24.546	28.288	29.702	30.593	31.358	31.671
<b>Reinvestment Rate</b>	301,2%	83,7%	68,8%	23,3%	21,3%	13,2%	9,9%	22,3%
<b>FCFF</b>	-19.839	3.353	7.664	21.687	23.371	26.550	28.246	432.816
<b>WACC</b>	5,13%	5,32%	5,36%	5,40%	5,45%	5,49%	5,58%	6,68%
<b>Kumuliertes WACC</b>		100,00%	105,36%	111,05%	117,10%	123,54%	130,43%	139,15%
<b>Barwerte der FCFF</b>		3.353	7.275	19.529	19.958	21.491	21.655	311.043
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>93.261</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>311.043</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	76,9%							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>404.304</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	62.706							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>341.598</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>7,19</b>							

Quelle: Solventis Research

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

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

### 1. Haftungserklärung

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

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

### 2. Pflichtangaben

a) Erstmalsige Veröffentlichung: **07.08.2019, 15:00 Uhr**

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

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

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

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

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

### 3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs	Votum	Kursziel
16.05.18	6,05	Kaufen	7,30
07.08.18	6,20	Kaufen	7,30
12.11.18	5,75	Kaufen	7,10
05.04.19	5,50	Kaufen	7,30
08.05.19	5,40	Kaufen	7,30

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.18 - 30.06.19)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	50 92,6%	44	81,5%
Halten	4 7,4%	4	7,4%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	54 100,0%	48	88,9%

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

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

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

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

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

##### Solventis Beteiligungen GmbH

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

b) Ersteller

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

#### 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

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

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

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

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

#### 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

#### 7. Wesentliche Informationsquellen

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

#### 8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

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

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