

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

## MEDICLIN AG

### Wachstum setzt sich im Q1 fort

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>7,30 € (7,30 €)</b>
Kurs (07.05.2019)	5,40 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung (Mio. €)	256,5
Anzahl Aktien (Mio.)	47,5
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage:	www.mediclin.de

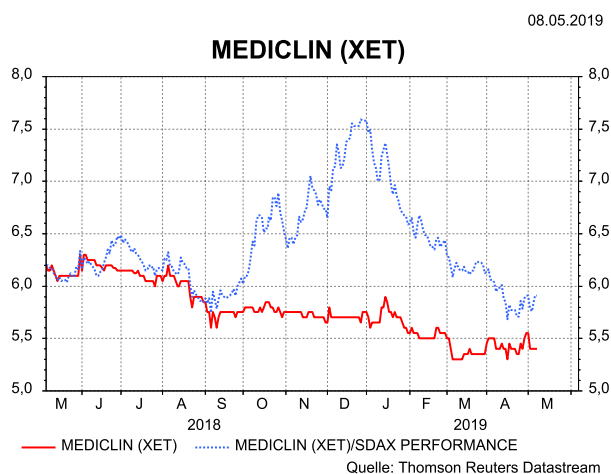
#### Kennzahlen und Prognosen

	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	22,5	15,9	12,5
Kurs/Buchwert	1,36	1,31	1,22	1,12
EV/EBIT	50,9	29,7	23,3	18,4
EV/EBITDA	20,5	7,8	6,9	6,0
EV/Umsatz	1,19	1,07	0,95	0,83
Dividendenrendite	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%

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

**MEDICLIN steigerte den Umsatz im Q1'2019 um 6,1% auf 167,6 Mio. € und bestätigt damit die Wachstums-Story. Die Trends bei den Kostenstrukturen setzten sich im Q1'2019 abgeschwächt fort: Während sich der Materialaufwand mit 4,4% unterproportional erhöhte, wuchs der Personalaufwand infolge einer gestiegenen Mitarbeiterzahl (+187 Vollzeitkräfte) überproportional (+6,7%). Die Materialaufwandsquote ermäßigte sich auf 17,5% (Vj. 17,7%), während die Personalaufwandsquote auf 63,4% (Vj. 63,1%) zulegte. Nach der Einführung von IFRS 16 ist am ehesten noch das EBT mit dem unangepassten Vorjahr vergleichbar. Das EBT wurde im Q1 mit -0,9 Mio. € (Vj. +0,1 Mio. €) ausgewiesen, wobei ein Frontloading Effekt belastet, der sich in der zweiten Hälfte der Laufzeit der Mietverträge umkehrt. Wir sehen den fairen Wert unverändert bei 7,30 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.**

Das Umsatzwachstum fiel im Segment Postakut mit +7,4% yoy auf 102,7 Mio. € erneut höher aus als im Segment Akut (+4,4% yoy auf 59,6 Mio. €). Insbesondere Leistungen der Neurologie, Psychosomatik und Geriatrie wurden nachgefragt. Leicht über dem Vorjahresniveau lag der Umsatz im Geschäftsfeld Pflege (+0,4% yoy auf 3,9 Mio. €), das im Segment Sonstige Aktivitäten enthalten ist. Für das Segment Postakut wurde ein EBIT von 2,9 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €) und für Akut -0,5 Mio. € (Vj. +0,6 Mio. €) ausgewiesen. Durch IFRS 16 wurde das Konzern-EBIT im Q1'2019 um 1,1 Mio. € höher ausgewiesen. Davon entfallen 1,0 Mio. € auf Postakut und 0,1 Mio. € auf Akut. Insoweit ist die Vergleichbarkeit mit den unangepassten Vorjahreszahlen eingeschränkt.



Die Wachstumsstrategie wird fortgesetzt, was sich an den Investitionen in den Um- und Ausbau der Kliniken und die medizinische Ausstattung zeigt. Im Q1'2019 wurden 11,2 Mio. € (brutto) investiert nach 9,5 Mio. € im Vorjahr. Wesentliche Projekte sind der Klinikneubau für Neurologie, neurologische Intensivmedizin und Neurophysiologie am Standort der MEDICLIN Hedon Klinik in Lingen und der Neubau der Kinder- und Jugendpsychiatrie am MEDICLIN Müritzklinikum.

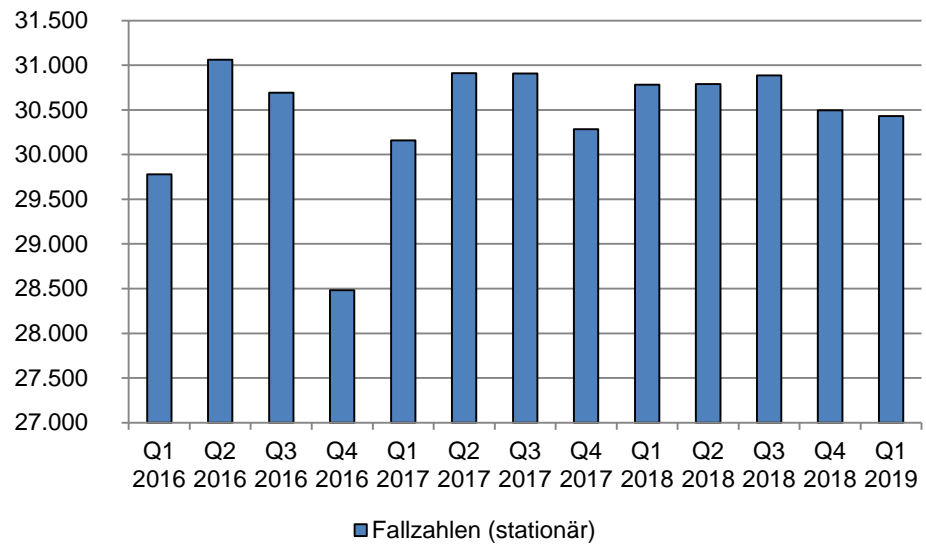
MEDICLIN strebt unverändert ein jährliches Umsatzwachstum von mind. 5,0% an. Ein größeres Umsatzvolumen ist erforderlich, um die Kostensteigerungen infolge der regulatorischen Anforderungen des Gesetzgebers zumindest teilweise zu kompensieren. Gleichzeitig erhöhen sich die Kosten für knappes qualifiziertes Personal. Beides sind Treiber für die zunehmende Personalaufwandsquote.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 10.

### Fallzahlen und Auslastung

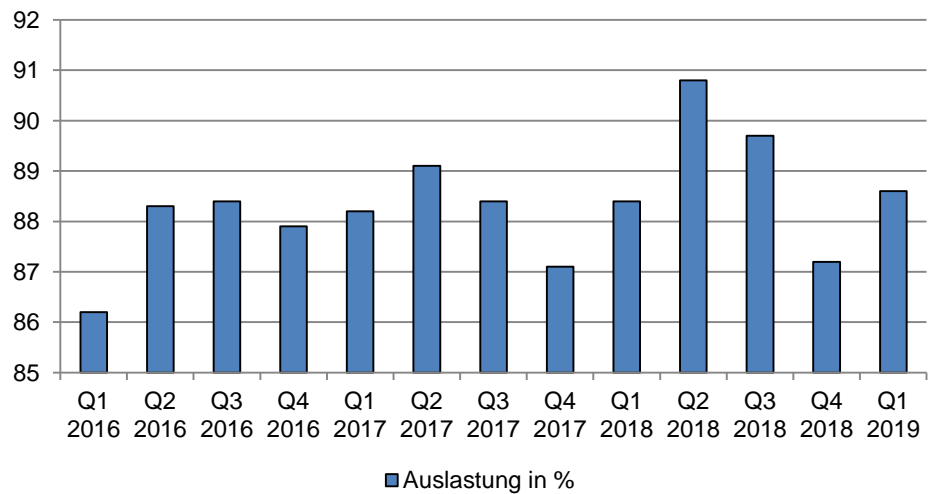
Beide Indikatoren bewegen sich auf hohem Niveau. Mit Blick auf Umsatz und Rentabilität lassen sich die Fallzahlen noch optimieren. Ansonsten sind Kapazitätserweiterungen erforderlich. Insoweit überrascht es nicht, dass sich MEDICLIN im Investitionsmodus befindet.

#### MEDICLIN: Fallzahlen



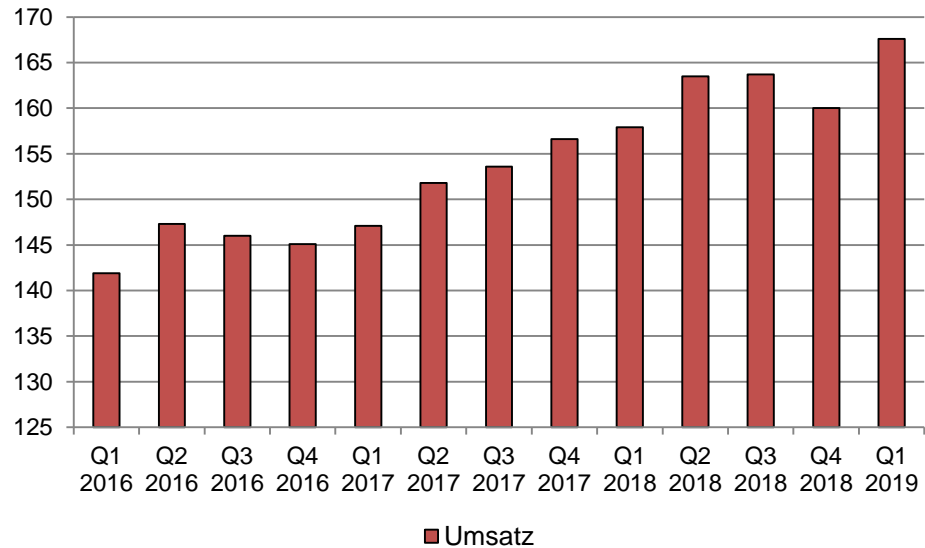
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

#### MEDICLIN: Auslastung in %



Quelle: Solventis Research MEDICLIN AG

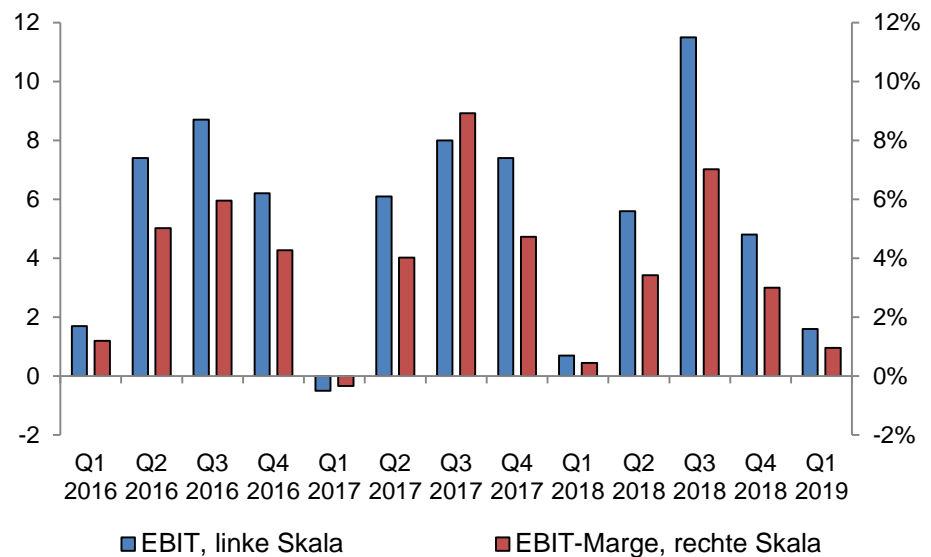
**MEDICLIN: Konzern-Umsatz (in Mio. €)**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

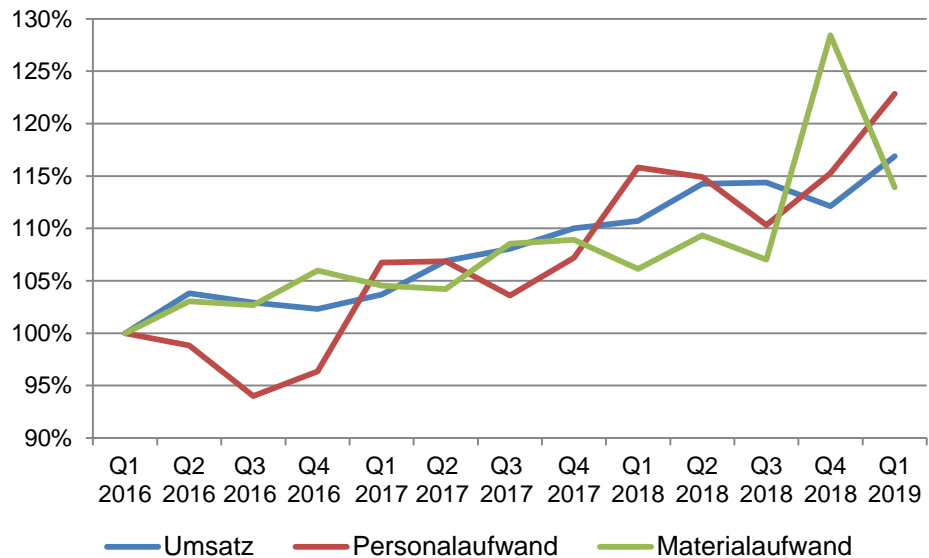
Mit der Ausnahme vom Q4'2018 steigt der Umsatz auf Quartalsbasis seit Q1'2017 stetig, was die Wachstumsstrategie von MEDICLIN unterstreicht. Gemessen am EBIT bzw. der EBIT-Marge ist eine deutliche Saison mit einem relativ schwachen Q1 zu erkennen. Q2 und Q3 sind in der Regel die stärksten Quartale.

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



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

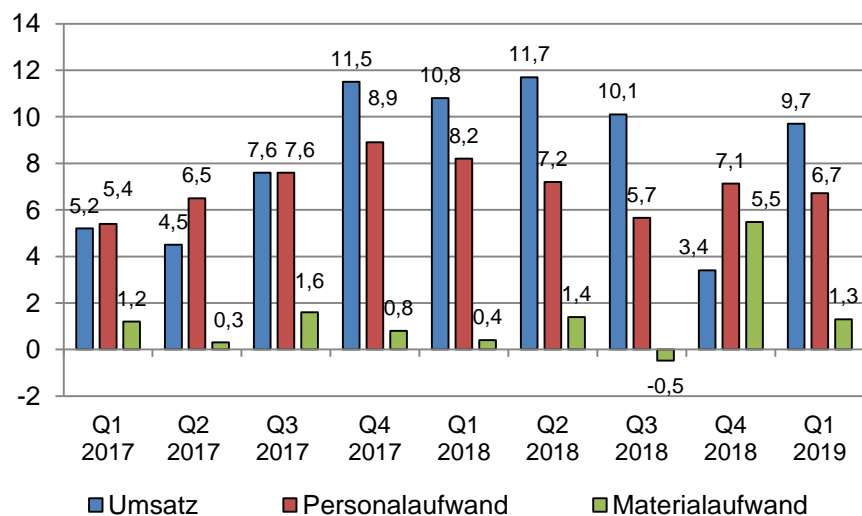
**MEDICLIN: Relative Veränderungen ggü. dem Vorquartal**



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Beide Schaubilder verdeutlichen, dass der Materialaufwand gemessen am Umsatz unterproportional zunahm, während der Personalaufwand in den letzten Jahren überproportional wuchs. Neben der Umsatzausweitung reflektiert dies gesetzlichen Anforderungen und steigenden Aufwendungen für qualifiziertes Personal. Im Q4'2018 kam es zu einem Einmaleffekt, 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

Im Vorjahresvergleich hängen die wesentlichen Veränderungen in der Kapitalflussrechnung im Q1'2019 mit der Einführung von IFRS 16 zusammen. Die Abschreibungen auf die seit dem 01.01.2019 bilanzierten Nutzungsrechte (Mietverträge) haben einen positiven Effekt auf den Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, der im Q1'2019 auf 9,9 Mio. € zulegen (Vj. 5,5 Mio. €). Keinen Einfluss hat IFRS 16 auf den Cashflow aus Investitionstätigkeit, der mit -9,1 Mio. € nach -8,6 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 -13,0 Mio. € (Vj. +19,7 Mio. €) ausgewiesen wurde. Während im Vorjahr die Aufnahme eines Annuitätendarlehens für den Klinikneubau in Lingen enthalten war, belasteten im Q1'2019 die Tilgung von Finanzschulden aus Nutzungsrechten mit -10,5 Mio. € (Vj. 0 €) und die Zinszahlungen aus Nutzungsrechten mit -2,1 Mio. € (Vj. 0 €). Nach IFRS 16 werden die Mietzahlungen auf Tilgung und Zinsaufwand verteilt. Die strukturellen Veränderungen in der Kapitalflussrechnung sind nachhaltig.

## Bewertung

Wir bewerten MEDICLIN auf Basis unseres DCF-Modells. Infolge der Senkung des Zinssatzes zur Diskontierung der Pensionsrückstellungen von 1,9% (Ende 2018) auf 1,4% passen wir die Pensionsrückstellungen in unserem Modell an. Dies führt zu einer Senkung des Eigenkapitals und zu einer Erhöhung der Nettoverschuldung, die in unserem Modell die Pensionsrückstellungen beinhaltet. Zusätzlich berücksichtigen wir die Ertragssteuererstattung, die das Eigenkapital erhöht. Die Änderungen haben nur einen geringen Einfluss auf den **fairen Wert** nach unserem Modell: Wir kommen nun auf 7,28 € je Aktie nach 7,30 €. Unser Kursziel für die MEDICLIN-Aktie bleibt unverändert bei 7,30 €.

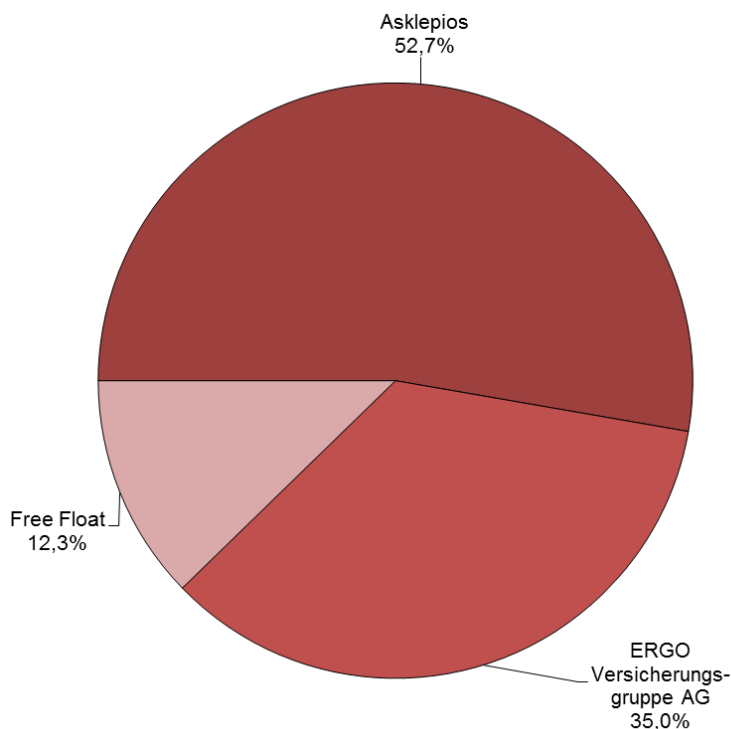
Mögliche positive Effekte im Kontext der Klage gegen den **OIK-Immobilienfonds** auf Rückzahlung des über der Marktüblichkeit liegenden Teils der Mietzahlungen für den Zeitraum 2005 bis 2015 lassen wir unberücksichtigt. Dabei geht es um **mehr als 200 Mio. €**. Das macht mehr als 4,00 € je Aktie aus.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

Im **Peergroup-Vergleich** zeigt sich, dass die vergleichsweise günstige Bewertung von MEDICLIN mit der relativ geringen Profitabilität der Gesellschaft zusammenhängt. Mit steigender Profitabilität bei MEDICLIN sollte sich das ändern. Aktuell stellt MEDICLIN das Topline-Wachstum in den Vordergrund, was die Marge belastet. Das setzt sich auch 2019 fort. Aufgrund der Änderungen im Zusammenhang mit IFRS 16 dürfte die Aussagefähigkeit des Peergroup-Vergleichs temporär verzerrt sein. Es braucht erfahrungsgemäß einige Monate, bis die IFRS 16 Effekte in den Schätzungen der Analysten berücksichtigt sind bzw. die alten Schätzungen aus dem Konsens herausfallen.

### 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-Konzertochter 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

- 29.05.2019: Hauptversammlung
- 01.08.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 30.06.19
- 05.11.2019: Veröffentlichung des Zwischenberichts 01.01. bis 31.09.19

**MEDICLIN: Peergroup-Vergleich**

Ticker	Kurs 07.05.2019	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	46,35	EUR	15,7	16,7	14,8	10,9	10,1	13,5	12,1	9,0%	9,4%	2,2	1,9	1,2	1,1	0,9%
Orpea SA	106,80	EUR	26,1	27,3	24,2	18,0	16,8	24,5	23,0	13,0%	13,1%	2,3	2,1	3,2	3,0	1,2%
Korian SA	35,82	EUR	20,7	21,8	18,3	11,0	9,9	17,0	15,1	9,3%	9,8%	1,1	1,1	1,6	1,5	1,8%
Rhoen Klinikum AG	26,75	EUR	30,1	41,6	41,8	14,4	13,6	29,8	30,3	4,3%	4,1%	1,5	1,5	1,3	1,2	1,0%
Fresenius SE & Co KGaA	49,38	EUR	11,7	14,6	13,6	6,9	6,2	9,6	8,7	13,3%	13,5%	1,6	1,4	1,3	1,2	1,7%
Durchschnitt (ungewichtet)			20,9	24,4	22,6	12,2	11,3	18,9	17,8	9,8%	10,0%	1,7	1,6	1,7	1,6	1,3%
<b>MEDIAN</b>			20,7	21,8	18,3	11,0	10,1	17,0	15,1	9,3%	9,8%	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2%
Mediclin AG *	5,40	EUR	35,9	22,9	14,6	7,8	6,8	29,8	22,0	3,6%	4,4%	1,3	1,2	1,1	1,0	1,8%
<b>Abweichung vom Median</b>			73,7%	4,8%	-20,1%	-28,6%	-32,3%	75,3%	46,3%	-61,4%	-55,2%	-16,4%	-19,2%	-16,9%	-22,0%	47,6%

\* 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>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 Erträge	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>
Erträge aus Beteiligungen	38	n.m.	38	0,0%	38	0,0%	38	0,0%
Zinserträge	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. €) 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>	58.565							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>345.739</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>7,28</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: **08.05.2019, 11:00 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
25.04.18	6,05	Kaufen	7,30
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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.18 - 31.03.19)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	46 100,0%	35	76,1%
Halten	0 0,0%	0	0,0%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	46 100,0%	35	76,1%

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**

Einzelemittenten: 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.**