

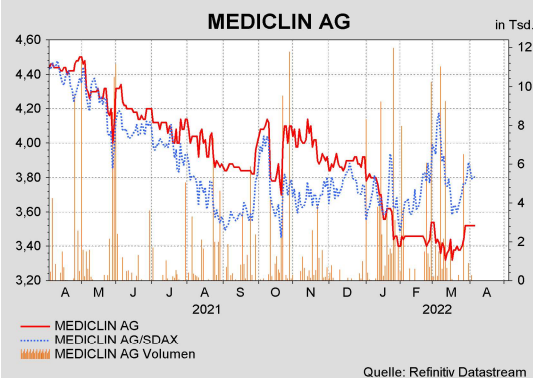
# MEDICLIN AG

## Kaufen (Kaufen)

<b>Kursziel</b>	<b>5,55 € (5,55 €)</b>
Kurspotenzial	57,7%
Kurs (05.04.2022)	3,52 €
ISIN	DE0006595101
Marktkapitalisierung	167,2 Mio. €
Anzahl Aktien	47,5 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.mediclin.de

### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	673,1	705,0	729,7	755,2
EBITDA	85,2	92,2	93,8	97,8
EBITDA-Marge	12,7%	13,1%	12,9%	12,9%
EBIT	11,6	21,9	24,8	28,3
EBIT-Marge	1,7%	3,1%	3,4%	3,8%
Ergebnis je Aktie	0,03	0,23	0,28	0,35
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,05	0,05
Buchwert je Aktie	3,85	4,08	4,36	4,66
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	6,7	5,9	5,5	4,9
EV/EBIT	49,1	25,0	20,7	17,0
KGV	127,4	15,6	12,5	10,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,4%	1,4%
Kurs/Buchwert	0,9	0,9	0,8	0,8



### Finanzkalender

- 02.05.2022: Zwischenbericht Q1'2022
- 31.05.2022: Hauptversammlung

### Aktionärsstruktur

52,7% Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA  
 35,0% ERGO Group AG  
 12,3% Freefloat

### Analysten

Klaus Schlote  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
 kschlote@solventis.de

Nico Löchner  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
 nloechner@solventis.de

## Vorstand blickt vorsichtig optimistisch auf 2022

**MEDICLIN hat mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2021 die vorläufigen Zahlen bestätigt: Der Umsatz stieg ggü. Vj. um 2,0% auf 673,1 Mio. €, das EBIT auf 11,6 Mio. € (Vj. 0,2 Mio. €) sowie das Konzernergebnis auf 1,5 Mio. € (Vj. -9,0 Mio. €). Das bisher unveröffentlichte EBITDA erhöhte sich um 10,0% auf 85,2 Mio. €. Nach den deutlichen Verbesserungen in 2021, blickt der Vorstand vorsichtig optimistisch auf 2022. Trotz ausbleibender Nachholeffekte soll es ein Umsatzwachstum von 3-6% (bisherige Solventis Schätzung: 5,3%) geben. Beim EBIT rechnet der Vorstand mit einer Verbesserung auf 18-26 Mio. €, was deutlich über unseren bisherigen Erwartungen von 17,7 Mio. € liegt. Für 2022 erwarten wir nun ein Umsatzwachstum von 4,7% sowie ein EBIT von 21,9 Mio. €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die MEDICLIN-Aktie und belassen unser Kursziel bei 5,55 €.**

Die **Auslastung** lag im Q4'2021 bei 78,4% und war damit 400 bps besser als im Vorjahr. Der Vorkrisenwert von 84,5% (Q4'2019) konnte aufgrund zunehmender Infektionszahlen noch nicht wieder erreicht werden. Auch im Verlauf von Q1'2022 kam von Corona wieder Gegenwind.

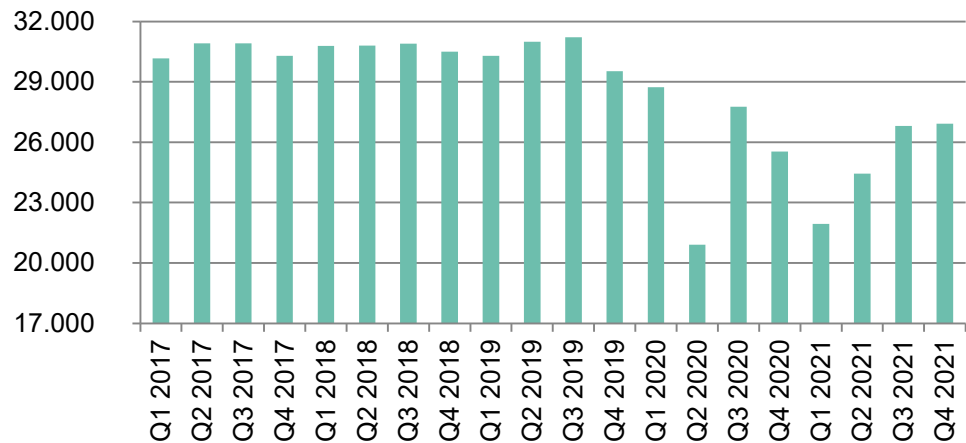
Auch die Segmentzahlen entsprachen den zuvor veröffentlichten Werten. Im **Segment Postakut** erwartet MEDICLIN nach dem Wachstum in 2021 (Umsatz: 4,3%; Segmentergebnis/EBIT: 218,8%), 2022 eine Fortsetzung des Trends. Der Umsatz soll zwischen 4-6% zulegen und die EBIT-Marge soll auf 5-6% (2021: 3,7%) gesteigert werden. Mit einer Trendwende wird im **Segment Akut** gerechnet. Hier soll der Umsatz, der im vergangenen Jahr aufgrund von rückläufigen Schutzschirmleistungen und Desinvestitionen um 2,1% schrumpfte, 2022 um 2-4% wachsen. Eine deutliche Verbesserung soll es auch beim Segmentergebnis geben: Es wird eine positive EBIT-Marge von 0-1% (Vj. -1,6%) in Aussicht gestellt. Wie üblich wurde für das Segment Sonstige (u.a. Pflegeheime) keine Guidance gegeben.

Das in den Medien zuletzt häufig angesprochene Thema ungeimpftes Personal ist auch für MEDICLIN relevant. Die **Impfquote** von MEDICLIN liegt einige Prozentpunkte über dem bundesweiten Durchschnitt von aktuell ~76%. Die Impfquoten bei MEDICLIN sind regional sehr unterschiedlich. So gibt es Kliniken mit 100% geimpften Personal, aber auch Häuser mit deutlich weniger. Mit Einschnitten rechnet MEDICLIN aufgrund von wegfallendem Personal jedoch zurzeit nicht.

### Fallzahlen und Auslastung

Im saisonal schwächeren Q4'2021 gingen die Fallzahlen auch aufgrund von Corona wieder leicht auf 26.197 (Q3: 26.798) zurück. Die Bettenzahl war mit 8.313 (Q3: 8.311) nahezu unverändert.

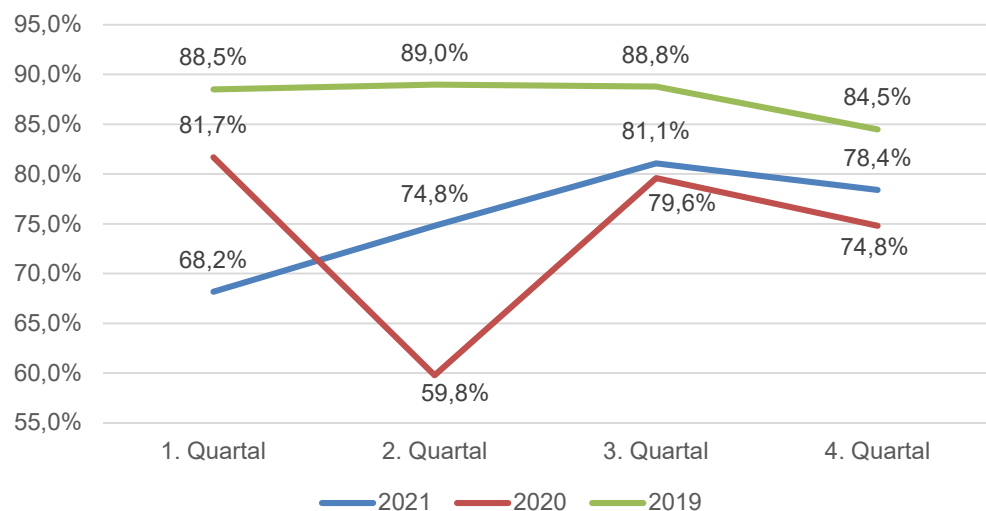
#### MEDICLIN: Fallzahlen (stationär)



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Die Auslastung lag 2021 mit Ausnahme von Q1'2021 über der von 2020. Über das Jahr hinweg lag die Auslastung bei 75,7% (Vj. 74,0%) Im Verlauf von 2022 dürfte MEDICLIN die Lücke zum Vorkrisenniveau weiter verkleinern.

#### MEDICLIN: Auslastung 2019, 2020 und 2021

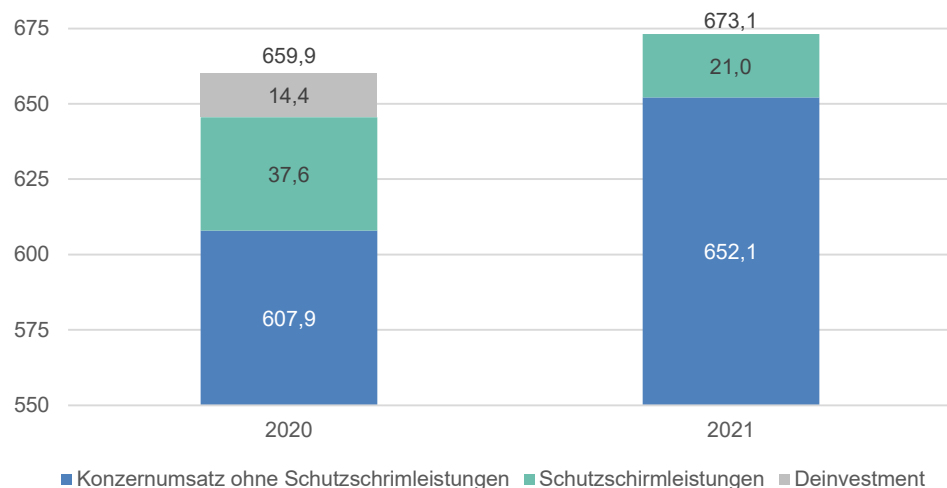


Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## Konzernergebnis wieder positiv

In dem von der Pandemie geprägten Jahr 2021 erwirtschaftete MEDICLIN einen **Umsatz** von 673,1 Mio. € (+2,0% yoy). Bereinigt um Sondereffekte (Verkauf der Klinik Crivitzer See, Schutzschirmleistungen) betrug das Umsatzwachstum sogar 7,3%.

### MEDICLIN: Umsatzentwicklung

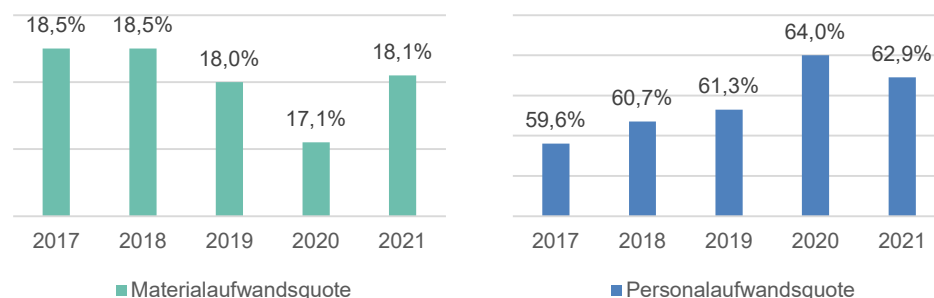


Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Mit der steigenden Auslastung gingen auch die staatlichen Hilfen zurück. Insgesamt beliefen sich diese 2021 auf 21,0 Mio. € nach 37,6 Mio. € im Vorjahr. Eine detaillierte Aufzählung der einzelnen Komponenten befindet sich im GB 2021 auf S. 151.

Nach einem Rückgang von 6,9% im Vorjahr wuchsen die **Materialaufwendungen** in 2021 um 8,4% auf 122,1 Mio. €. Treiber waren höhere bezogene Leistungen, die um 9,5 Mio. € auf 49,4 Mio. € zulegten. Innerhalb der Position stiegen vor allem die Kosten für Energie (inkl. Wasser und Abwasser +3,1 Mio. €), medizinische Fremdleistungen (+3,9 Mio. €) und medizinisches Fremdpersonal (+2,4 Mio. €). Die Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe gingen trotz einer höheren Auslastung um 0,1 Mio. € auf 72,7 Mio. € zurück. Im Bereich Laboruntersuchungen stiegen die Aufwendungen am stärksten (+4,5 Mio. €). Die Materialaufwandsquote erhöhte sich dementsprechend wieder und belief sich auf 18,1% (Vj. 17,1%).

### MEDICLIN: Entwicklung der Material- und Personalaufwandsquote



Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

Die **Personalaufwendungen** nahmen hingegen nur um 1,2 Mio. € auf 423,4 Mio. € zu, was zu einer rückläufigen Personalaufwandsquote von 62,9% (Vj. 64,0%) führte. Ursächlich ist eine Abnahme der Vollzeitkräfte (7.115, Vj. 7.471). Bereinigt um diesen Rückgang stiegen die Personalkosten um 5,3%. Es ist davon auszugehen, dass der Personalaufwand in den nächsten Jahren deutlich zulegt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sanken auf 56,3 Mio. € (58,6 Mio. €) und die **sonstigen betrieblichen Erträge** erhöhten sich auf 13,9 Mio. € (Vj. 11,1 Mio. €).

Das **EBITDA** stellte sich auf 85,2 Mio. € (+10,0% yoy), was einer Marge von 12,7% (Vj. 11,7%) entspricht. Aufgrund geringerer Abschreibungen auf Sachanlagen nahmen die **Abschreibungen** auf 73,7 Mio. € (Vj. 77,3 Mio. €) ab. Das EBIT stieg auf 11,6 Mio. € (Vj. 0,2 Mio. €) bei einer auf 1,7% (Vj. 0,0%) verbesserten EBIT-Marge.

Das **Finanzergebnis** belastete mit -9,1 Mio. € weniger als im Vorjahr (-10,2 Mio. €). Ursächlich waren geringere IFRS 16 Zinsaufwendungen (7,4 Mio. €, Vj. 8,3 Mio. €). Unter dem Strich erzielte MEDICLIN ein **Konzernergebnis** nach Anteilen Dritter von 1,5 Mio. € (Vj. -9,0 Mio. €). Dies entspricht einem **EPS** von 0,03 € (Vj. -0,19 €).

### Weiterhin hoher Cash Bestand – Eigenkapital steigt

Die Bilanzsumme war 2021 mit 881,2 Mio. € wenig verändert. Durch die Abschreibungen auf Sachanlagen und Nutzungsrechte gingen die **Sachanlagen** auf 508,3 Mio. € (Vj. 572,0 Mio. €) zurück. Bei den kurzfristigen Vermögenswerten stiegen die **sonstigen Vermögenswerte** (inkl. sonstige fin. Vermögenswerte) auf 43,1 Mio. € (Vj. 15,3 Mio. €) sowie die **Zahlungsmittel** auf 119,5 Mio. € (Vj. 100,4 Mio. €).

Infolge der rückläufigen **Pensionsrückstellungen** (61,3 Mio. €, Vj. 68,3 Mio. €) erhöhte sich das **Eigenkapital** von 176,8 Mio. € auf 183,0 Mio. €. Hieraus ergibt sich eine EK-Quote von 20,8% nach 19,9% im Vorjahr. Die **langfristigen Leasingverbindlichkeiten** sanken auf 288,8 Mio. € (Vj. 334,9 Mio. €). Die **sonstigen Verbindlichkeiten** (inkl. sonstige finanzielle Verbindlichkeiten) erhöhten sich u.a. wegen zurückzuzahlender Schutzschirmleistungen auf 102,4 Mio. € (Vj. 63,7 Mio. €).

MEDICLIN gibt die adjustierte Nettofinanzverschuldung Ende 2020 mit 40,3 Mio. € (Vj. 50,6 Mio. €) an. In der adj. Nettofinanzverschuldung sind die Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen nicht enthalten, die sich auf 343,8 Mio. € bzw. 61,3 Mio. € beliefen. Das Verhältnis von adjustierter Nettofinanzverschuldung zu adjustiertem EBITDA verbesserte sich auf 1,2 (Vj. 2,0).

### Investitionen gehen weiter zurück

Der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** ging in 2021 auf 82,0 Mio. € (Vj. 118,7 Mio. €) zurück. Im Vorjahr profitierte MEDICLIN von der Einführung der verkürzten Zahlungsfrist für Kostenträger, die von 30 Tage auf 5 Tage reduziert wurde. Aktuell ist noch unklar, wann diese Kürzung wieder zurückgenommen wird. Die noch nicht abgerechneten Leistungen stiegen aufgrund der besseren Belegung zum Bilanzstichtag um 4,9 Mio. € (Vj. -7,3 Mio. €).

Aufgrund von Corona fielen die Investitionen auch 2021 geringer aus. Insgesamt belief sich der **Cashflow für Investitionstätigkeiten** auf -7,1 Mio. € nach -8,6 Mio. € im Vorjahr. Die Bruttoinvestitionen in das Anlagevermögen betrugen 18,1 Mio. € (Vj. 26,6 Mio. €). Vom Staat erhielt MEDICLIN Investitionsfördermittel von 9,6 Mio. € (Vj. 10,7 Mio. €). Durch den Verkauf der Klinik Critvitzer See gab es im Jahr 2020

Zuflüsse von 6,0 Mio. €. Im Jahr 2022 soll ab Q2 wieder mehr als im Vorjahr investiert werden.

2021 betrug der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten** -55,3 Mio. € (Vj. -46,5 Mio. €). 2020 hatte MEDICLIN für 2 Monate eine Mietstundung erhalten. Dieser Sondereffekt fehlte 2021. Nach wie vor sind die Tilgungszahlungen für Leasingverhältnisse mit 45,0 Mio. € (Vj. 35,9 Mio. €) die größte Belastung.

Die liquiden Mittel nahmen um 19,6 Mio. € auf 120,1 Mio. € zu. Hier gibt es eine Abweichung zur Bilanz, da 0,5 Mio. € in den zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten enthalten sind.

Die tatsächlich verfügbare Liquidität ist jedoch um einiges geringer. In den 119,5 Mio. € sind Mietstundungen von 7,9 Mio. € enthalten, die im Laufe des Q2'2022 zurückgezahlt werden müssen. Hinzukommen zu viel ausgezahlte Schutzschirmleistungen von 45,6 Mio. €. Es ist weiterhin unklar, ob und wann diese zurückgezahlt werden müssen. Der Vorstand von MEDICLIN rechnet mit einer Rückzahlung in 2022. Ebenfalls enthalten sind zweckgebundene Investitionsfördermittel von ~18 Mio. €. Somit beläuft sich die frei verfügbare Liquidität auf ~48 Mio. €. Außerdem bestehen ungenutzte Kreditlinien über 74,8 Mio. €.

### **Segment Postakut: Umsatz und Ergebnis steigt**

2021 entfielen 61,0% (Vj. 59,7%) des Konzernumsatzes auf das Segment Postakut. Der Umsatz in dem Segment stieg um 4,3% auf 410,8 Mio. €. Im Umsatz sind 12,9 Mio. € (Vj. 22,4 Mio. €) Schutzschirmleistungen enthalten. Die Materialaufwendungen erhöhten sich auf 78,5 Mio. € (Vj. 70,3 Mio. €), wodurch die Materialaufwandsquote auf 19,1% (Vj. 17,8%) zunahm. Der Anstieg bei den Personalaufwendungen (223,9 Mio. €) fiel mit 0,4% hingegen deutlich geringer aus, weshalb die Personalaufwandsquote auf 54,5% (Vj. 56,6%) zurückging. Hintergrund war der Rückgang der Vollzeitkräfte von durchschnittlich 4.022 auf 3.838. Dies führte zu einer Verbesserung des Segmentergebnis auf 15,3 Mio. € (Vj. 4,8 Mio. €). Aufgrund der weiter anhaltenden Covid Pandemie hielt sich MEDICLIN mit den Investitionen (Brutto: 7,2 Mio. €, Vj. 8,4 Mio. €) zurück. Die Anzahl der Betten reduzierte sich um 51 auf 6.111.

### **Segment Akut: Umsatz sinkt aufgrund von Desinvestition**

Im Segment Akut verzeichnete MEDICLIN einen Umsatzrückgang von 2,1% auf 243,4 Mio. €. Ursächlich war der Verkauf der Klinik Critvitzer See (14,4 Mio. €) und geringere Schutzschirmleistungen (6,8 Mio. €, Vj. 15,0 Mio. €). Trotz des niedrigeren Umsatzes erhöhten sich die Materialaufwendungen auf 65,5 Mio. € (Vj. 62,1 Mio. €) und die Materialaufwandsquote auf 26,9% (Vj. 25,0%). Aufgrund der geringeren Zahl an Mitarbeitern (Vollzeitkräfte: 2.060 Vj. 2.207) sanken die Personalaufwendungen auf 143,6 Mio. € (Vj. 147,4 Mio. €) und die Personalaufwandsquote auf 59,0% (Vj. 59,3%). Unter dem Strich vergrößerte sich der Verlust in diesem Segment auf -4,0 Mio. € (Vj. -1,5 Mio. €). Die Investitionen waren mit 5,3 Mio. € (Vj. 7,2 Mio. €) niedriger als in den Vorjahren. Die Bettenzahl ging auf 1.720 (Vj. 1.747) zurück.

### **Segment Sonstige: Höherer Umsatz in der Pflege**

Im vergangenen Jahr konnte MEDICLIN den Umsatz im kleinsten Segment um 1,4 Mio. € auf 18,9 Mio. € steigern. Der Umsatz in diesem Segment wird zum Großteil mit dem Geschäftsfeld Pflege (17,3 Mio. €, Vj. 15,8 Mio. €) erwirtschaftet. Beim

Segmentergebnis schaffte MEDICLIN die Kehrtwende und erzielte einen Gewinn von 0,3 Mio. € (Vj. -3,1 Mio. €). Die Auslastung in der Pflege lag bei 79,9%. Zum Jahresultimo 2021 verfügte MEDICLIN über 482 Pflegeplätze (+8,1% yoy).

### **Ausblick und Strategie**

MEDICLIN blickt optimistisch auf das Jahr 2022. Die Prognose wurde unter der Annahme getroffen, dass der Ukrainekrieg und die Covid-Pandemie nach dem Q1'2022 keinen signifikanten Einfluss mehr auf das operative Geschäft haben. Auf Konzernebene erwartet MEDICLIN ein Umsatzwachstum von 3-6%; Im Segment Postakut wird ein Plus von 4-6% in Aussicht gestellt und 2-4% im Segment Akut.

Auf Konzernebene sehen die Planungen ein deutlich verbessertes EBIT im Bereich von 18,0-26,0 Mio. € vor. Dazu sollen beide Segmente beitragen. Im Segment Postakut soll die EBIT-Marge von 3,7% auf 5-6% gesteigert werden und im Segment Akut von -1,6% auf 0-1%.

Mittelfristig sieht MEDICLIN weiteres Einsparungspotenzial im Rahmen der Zusammenarbeit mit der Asklepios-Gruppe inkl. Rhön-Klinikum. Synergien sollen gehoben und die Effizienz erhöht werden.

Ein weiteres Thema, das einen hohen Stellenwert beim Vorstand hat, ist die Digitalisierung. Seit diesem Jahr bietet MEDICLIN digitale Konzepte für die Vor- und Nachsorge an. Das Angebot wird in der Online-Therapie-Plattform MEDICLIN HOME ([mediclin-home.de](https://www.mediclin-home.de)) gebündelt.

Ein wichtiges Thema ist auch Long/Post Covid, das rund 10% der Infizierten betrifft. Mittlerweile hat MEDICLIN über 1.500 Patienten mit ihrem innovativen Therapiekonzept behandelt. Der Vorstand geht davon aus, dass sich die Anzahl in diesem Jahr verdoppelt. Aktuell wird die Behandlung in 11 Kliniken angeboten.

## Bewertung

Nach Vorlage des Geschäftsberichts 2021 haben wir unsere Schätzungen angepasst. Für 2022 erwarten wir nun ein Umsatz von 705 Mio. € (vorher: 706,7 Mio. €), was einem Umsatzwachstum von 4,7% entspricht. Damit liegen wir innerhalb der Spanne von 3-6%, die das Unternehmen in Aussicht stellt. Unsere Schätzungen für das EBIT erhöhen wir auf 21,9 Mio. € (vorher: 17,7 Mio. €). Für die Folgejahre haben wir unsere Umsatz- und EBIT-Schätzungen leicht angehoben. Nach diesen und weiteren kleineren Anpassungen erhalten wir einen fairen Wert von 5,56 € je Aktie (vorher 5,55 €). Wir bestätigen unser Kursziel von 5,55 € je MEDICLIN-Aktie und unsere Kaufempfehlung.

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. € (>4,00 € je Aktie). Bislang besteht nach Auffassung von MEDICLIN keine Notwendigkeit, den Sachverhalt bilanziell abzubilden. Die Klage richtet sich gegen aktuelle und ehemalige Aktionäre der Gesellschaft, die Anteilseigner des Immobilienfonds sind, an den zwischen 1999 und 2001 diese Immobilien veräußert und zurückgemietet wurden. Eine erste mündliche Verhandlung fand am 16.11.2018 am Landgericht Offenburg statt. Seit dem letzten Update ist die Nachrichtenlage unverändert. Aktuell gibt es Verhandlungen mit dem Fonds über eine Mietverlängerung.

## Peergroup-Vergleich

Der Peergroup-Vergleich offenbart, dass die EBIT-Marge von MEDICLIN weit unter dem Durchschnitt der Peers liegt. Entsprechend sind die EV/EBITDA- und EV/Sales-Multiples ggü. den Peers mit hohen Abschlägen versehen. Sofern es MEDICLIN gelingt, ggü. den Peers die Lücke bei der EBIT-Marge nachhaltig zu verkleinern, sollten auch die Abschläge bei den Multiples geringer werden. Das würde mit steigenden Kursen der MEDICLIN-Aktie einhergehen. Anzumerken ist, dass die französischen Aktien aufgrund von Skandalen in den letzten Monaten deutlich an Wert verloren haben.

### MEDICLIN: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV 2021	KGV 2022e	KGV 2023e	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA 2023e	EV/EBIT 2022e	EV/EBIT 2023e	Ebit- Marge 2022e	Ebit- Marge 2023e	Kurs/ Buchwert 2022e	Kurs/ Buchwert 2023e	EV/Sales 2022e	EV/Sales 2023e	Dividenden rendite 2022e
	05.04.2022	Währung														
LNA Sante SA	36,00	EUR	20,5	11,8	10,2	9,1	8,1	18,7	16,6	9,5%	9,8%	1,4	1,2	1,8	1,6	1,1%
Orpea SA	36,11	EUR	-	10,0	8,7	10,7	10,3	21,2	20,8	12,6%	12,2%	0,6	0,6	2,7	2,5	3,5%
Korian SA	19,90	EUR	30,9	14,0	12,0	7,2	6,4	17,5	15,6	9,6%	10,0%	0,6	0,6	1,7	1,6	3,0%
Presenius SE & Co KGaA	33,13	EUR	10,9	9,7	8,7	5,5	4,9	8,8	7,6	11,2%	11,9%	1,0	0,9	1,0	0,9	2,9%
Durchschnitt (ungewichtet)			20,8	11,4	9,9	8,1	7,4	16,5	15,2	10,7%	11,0%	0,9	0,8	1,8	1,7	2,6%
MEDIAN			20,5	10,9	9,5	8,1	7,3	18,1	16,1	10,4%	10,9%	0,8	0,7	1,7	1,6	3,0%
Mediclin AG *	3,52	EUR	127,4	15,6	12,5	5,9	5,5	25,0	20,7	3,1%	3,4%	0,9	0,8	0,8	0,7	0,0%
Abweichung vom Median			521,7%	42,9%	32,0%	-27,2%	-24,5%	38,2%	28,4%	-70,2%	-68,9%	7,8%	8,0%	-55,1%	-55,7%	-100,0%

\* MEDICLIN AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

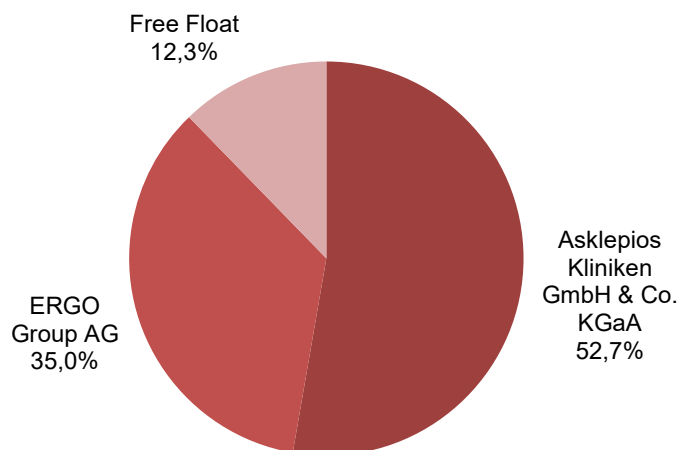
Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

### Keine Veränderung bei den Großaktionären

2008 stieg die Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA (kurz Asklepios) mit 10,6% bei der MEDICLIN AG ein und kaufte in den Folgejahren weiter zu. Durch die Übernahme eines Aktienpakets der Provinzial Rheinland Lebensversicherung AG in Höhe von 18,1% erlangte Asklepios 2011 mit 52,7% die Aktienmehrheit an MEDICLIN. Herr Dr. Bernard große Broermann ist Alleingesellschafter der Asklepios. Die ERGO Group AG (kurz ERGO), Teilkonzern der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG, 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 der Patrizia AG 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

- 02.05.2022 Zwischenbericht Q1'2022
  - 31.05.2022 Hauptversammlung
  - 29.07.2022 Zwischenbericht H1'2022
  - 02.11.2022 Zwischenbericht Q3'2022
-



**MEDICLIN: GuV (in Tsd. €)**

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>673.137</b>	<b>2,0%</b>	<b>705.000</b>	<b>4,7%</b>	<b>729.675</b>	<b>3,5%</b>	<b>755.214</b>	<b>3,5%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.944	25,3%	15.090	8,2%	15.708	4,1%	16.303	3,8%
Materialaufwand	122.132	8,4%	126.900	3,9%	129.152	1,8%	131.407	1,7%
<b>Rohergebnis</b>	<b>564.949</b>	<b>1,2%</b>	<b>593.190</b>	<b>5,0%</b>	<b>616.231</b>	<b>3,9%</b>	<b>640.110</b>	<b>3,9%</b>
Personalaufwand	423.404	0,3%	444.574	5,0%	466.803	5,0%	487.809	4,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	56.323	-4,0%	56.436	0,2%	55.630	-1,4%	54.507	-2,0%
<b>EBITDA</b>	<b>85.222</b>	<b>10,0%</b>	<b>92.179</b>	<b>8,2%</b>	<b>93.798</b>	<b>1,8%</b>	<b>97.794</b>	<b>4,3%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>12,66%</b>	<b>7,8%</b>	<b>13,08%</b>	<b>3,3%</b>	<b>12,85%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>12,95%</b>	<b>0,7%</b>
Abschreibungen	73.659	-4,8%	70.324	-4,5%	68.989	-1,9%	69.474	0,7%
<b>EBIT</b>	<b>11.563</b>	<b>7571,4%</b>	<b>21.855</b>	<b>89,0%</b>	<b>24.809</b>	<b>13,5%</b>	<b>28.321</b>	<b>14,2%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>1,72%</b>	<b>7420,0%</b>	<b>3,10%</b>	<b>80,5%</b>	<b>3,40%</b>	<b>9,7%</b>	<b>3,75%</b>	<b>10,3%</b>
Erträge aus Beteiligungen	160	214,3%	160	0,0%	160	0,0%	160	0,0%
Zinserträge	48	-6,0%	26	-46,6%	67	160,3%	142	111,7%
Zinsaufwand	9.325	-9,8%	9.092	-2,5%	8.865	-2,5%	8.643	-2,5%
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-9.117</b>	<b>11,0%</b>	<b>-8.906</b>	<b>2,3%</b>	<b>-8.638</b>	<b>3,0%</b>	<b>-8.341</b>	<b>3,4%</b>
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>2.446</b>	<b>124,2%</b>	<b>12.949</b>	<b>429,3%</b>	<b>16.171</b>	<b>24,9%</b>	<b>19.979</b>	<b>23,5%</b>
EBT-Marge	0,36%	123,8%	1,84%	405,4%	2,22%	20,7%	2,65%	19,4%
Steuern	961	191,2%	2.050	113,3%	2.560	24,9%	3.163	23,5%
Steuerquote	39,28%	276,2%	15,83%	-59,7%	15,83%	0,0%	15,83%	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>1.485</b>	<b>116,4%</b>	<b>10.899</b>	<b>633,8%</b>	<b>13.611</b>	<b>24,9%</b>	<b>16.817</b>	<b>23,5%</b>
Anteile Dritter	24	163,0%	175	633,8%	219	24,9%	270	23,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1.461</b>	<b>116,2%</b>	<b>10.724</b>	<b>633,8%</b>	<b>13.393</b>	<b>24,9%</b>	<b>16.547</b>	<b>23,5%</b>
Anzahl Aktien	47.500.000	0,0%	47.500.000	0,0%	47.500.000	0,0%	47.500.000	0,0%
Ergebnis je Aktie (in €)	0,03	116,2%	0,23	633,8%	0,28	24,9%	0,35	23,5%

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: Bilanz (in Tsd. €)**

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	184.758	-6,8%	182.814	-1,1%	196.446	7,5%	209.651	6,7%
Leasing Nutzungsrechte	323.502	-13,4%	292.865	-9,5%	263.443	-10,0%	235.530	-10,6%
Immaterielle Vermögenswerte	7.069	-19,6%	6.019	-14,9%	5.389	-10,5%	5.034	-6,6%
Firmenwerte	49.869	1,2%	49.869	0,0%	49.869	0,0%	49.869	0,0%
Finanzanlagen	847	-1,1%	847	0,0%	847	0,0%	847	0,0%
Latente Steuern	10.656	-3,3%	10.656	0,0%	10.656	0,0%	10.656	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	38.604	-7,3%	38.604	0,0%	38.604	0,0%	38.604	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>615.305</b>	<b>-10,0%</b>	<b>581.673</b>	<b>-5,5%</b>	<b>565.255</b>	<b>-2,8%</b>	<b>550.191</b>	<b>-2,7%</b>
Kasse	119.516	19,0%	63.450	-46,9%	66.205	4,3%	70.133	5,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	81.214	6,4%	85.058	4,7%	88.035	3,5%	91.116	3,5%
Vorräte	8.515	-8,9%	8.918	4,7%	9.230	3,5%	9.553	3,5%
Steuerforderungen	3.286	36,8%	3.286	0,0%	3.286	0,0%	3.286	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	43.131	181,1%	43.131	0,0%	43.131	0,0%	43.131	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>255.663</b>	<b>25,4%</b>	<b>203.843</b>	<b>-20,3%</b>	<b>209.887</b>	<b>3,0%</b>	<b>217.220</b>	<b>3,5%</b>
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	10.271	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>881.239</b>	<b>-0,7%</b>	<b>785.517</b>	<b>-10,9%</b>	<b>775.142</b>	<b>-1,3%</b>	<b>767.411</b>	<b>-1,0%</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%	129.392	0,0%	129.392	0,0%	129.392	0,0%
Gewinnrücklagen	21.418	27,8%	32.142	50,1%	43.160	34,3%	57.332	32,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-15.032	8,9%	-15.032	0,0%	-12.657	15,8%	-12.657	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>183.278</b>	<b>3,5%</b>	<b>194.002</b>	<b>5,9%</b>	<b>207.395</b>	<b>6,9%</b>	<b>221.567</b>	<b>6,8%</b>
Anteile in Fremdbesitz	-255	19,5%	-255	0,0%	-255	0,0%	-255	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>183.023</b>	<b>3,5%</b>	<b>193.747</b>	<b>5,9%</b>	<b>207.140</b>	<b>6,9%</b>	<b>221.312</b>	<b>6,8%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	61.336	-10,2%	64.239	4,7%	66.487	3,5%	68.814	3,5%
Übrige Rückstellungen	23.763	-0,6%	24.887	4,7%	25.758	3,5%	26.660	3,5%
Finanzverbindlichkeiten	69.342	-2,6%	66.324	-4,4%	66.324	0,0%	66.324	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	288.843	-13,7%	261.488	-9,5%	235.219	-10,0%	210.296	-10,6%
Verbindlichkeiten nach dem Krankenhausfinanzierungsrecht	39.532	3,5%	41.403	4,7%	42.852	3,5%	44.352	3,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.994	-28,3%	2.088	4,7%	2.161	3,5%	2.237	3,5%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>484.808</b>	<b>-10,1%</b>	<b>460.429</b>	<b>-5,0%</b>	<b>438.802</b>	<b>-4,7%</b>	<b>418.683</b>	<b>-4,6%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	13.530	-12,9%	14.170	4,7%	14.666	3,5%	15.179	3,5%
Finanzverbindlichkeiten	26.839	0,2%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	54.936	1,7%	49.733	-9,5%	44.737	-10,0%	39.997	-10,6%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	13.022	15,2%	13.638	4,7%	14.116	3,5%	14.610	3,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	102.449	60,8%	53.798	-47,5%	55.681	3,5%	57.630	3,5%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>210.775</b>	<b>23,0%</b>	<b>131.340</b>	<b>-37,7%</b>	<b>129.200</b>	<b>-1,6%</b>	<b>127.416</b>	<b>-1,4%</b>
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	2.632	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>881.239</b>	<b>-0,7%</b>	<b>785.517</b>	<b>-10,9%</b>	<b>775.142</b>	<b>-1,3%</b>	<b>767.411</b>	<b>-1,0%</b>

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

**MEDICLIN: DCF-Modell (in Tsd. €)**

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	673.137	705.000	729.675	755.214	781.646	793.371	805.271	817.350	829.611	842.055	854.686	867.506	880.519	
<b>Veränderung in %</b>	2,0%	4,7%	3,5%	3,5%	3,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
<b>EBITDA</b>	85.222	92.179	93.798	97.794	101.475	106.451	108.024	109.806	110.652	111.579	112.574	113.626	114.726	
<b>EBITDA-Marge</b>	12,7%	13,1%	12,9%	12,9%	13,0%	13,4%	13,4%	13,4%	13,3%	13,3%	13,2%	13,1%	13,0%	
<b>EBIT</b>	673.137	705.000	729.675	755.214	781.646	793.371	805.271	817.350	829.611	842.055	854.686	867.506	880.519	
<b>EBIT-Marge</b>	1,7%	3,1%	3,4%	3,8%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
<b>NOPLAT</b>	7.021	18.395	20.882	23.837	26.316	30.050	30.501	30.958	31.423	31.894	32.373	32.858	33.351	33.684
<b>Reinvestment Rate</b>	-856,4%	-163,1%	-65,2%	-51,0%	-41,4%	-40,8%	38,5%	11,6%	12,8%	13,8%	14,6%	15,2%	15,7%	12,0%
<b>FCFF</b>	67.143	48.397	34.488	35.991	37.200	42.305	18.757	27.373	27.397	27.497	27.658	27.870	28.124	719.843
<b>WACC</b>	3,5%	3,8%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
<b>Kumuliertes WACC</b>		103,8%	108,0%	112,5%	117,4%	122,9%	128,6%	134,8%	141,3%	148,2%	155,6%	163,4%	171,8%	180,5%
<b>Barwerte der FCFF</b>		46.620	31.945	31.996	31.676	34.432	14.581	20.309	19.392	18.555	17.781	17.057	16.375	398.719
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>300.720</b>													
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>398.719</b>													
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	<b>57,0%</b>													
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>699.439</b>													
<b>Netto-Finanzschulden</b>	<b>435.279</b>													
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>264.161</b>													
<b>Wert pro Aktie (in €)</b>	<b>5,56</b>													

Quelle: Solventis Research, MEDICLIN AG

## Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

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

### 1. Haftungserklärung

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

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

### 2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **06.04.2022, 9:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **06.04.2022, 10:30 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

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

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

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

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

### 3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
10.05.21	Schlote, Löchner	Kaufen	5,55 €	4,30 €	12 Monate
04.08.21	Schlote, Löchner	Kaufen	5,55 €	4,08 €	12 Monate
09.11.21	Schlote, Löchner	Kaufen	5,55 €	4,02 €	12 Monate
04.03.22	Löchner	Kaufen	5,55 €	3,42 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.21 - 31.03.22)		in %	Auftrags-research	in %
Kaufen	46	90,2%	44	86,3%
Halten	5	9,8%	5	9,8%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	51	100,0%	49	96,1%

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, Senior-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 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.**