

Maternus-Kliniken AG

Stärken und Chancen

- *Wachstumsmarkt:* Das Kerngeschäft der Maternus-Kliniken, der Betrieb von Pflegeheimen, dürfte in den kommenden Jahren von der demografischen Entwicklung deutlich profitieren.
- *Verhaltener Start:* Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres konnte Maternus den Umsatz um 0,4 Prozent auf 25,1 Mio. Euro steigern. Während höhere Energie- und Instandhaltungskosten das Ergebnis belastet haben, sorgte ein deutlich verringerter Zinsaufwand dafür, dass der Periodenfehlbetrag nur um 0,1 Mio. Euro auf 1,9 Mio. Euro ausgeweitet wurde.
- *Expansion forciert:* Das Unternehmen hat in den letzten Monaten weitere Pachtverträge zum Betreiben von noch im befindlichen neuen Pflegeheimen abgeschlossen. Nachdem zuletzt in Hannover ein neues Haus eröffnet wurde, werden bis Ende 2007 drei weitere Einrichtungen bezugsfertig sein. Wie sehen nach wie vor zahlreiche Gelegenheiten für internes und externes Wachstum.

Schwächen und Risiken

- *Sparte Rehabilitation belastet:* Anhaltende Fehlbeträge im Bereich Rehabilitation belasten das Konzernergebnis. Trotz der intensiven Bemühungen konnte die Auslastung der Kliniken bislang noch nicht auf ein rentables Niveau gehoben werden.
- *Hohe Fremdfinanzierung:* Der Konzern ist zu einem hohen Anteil durch Fremdkapital finanziert. Der erfolgreiche Abschluss einer Kapitalerhöhung im ersten Quartal hat die Bilanzstruktur allerdings schon deutlich verbessert.

Spekulativ kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,78 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0006044001
Branche	Altenpflege & Rehabilitation
Sitz der Gesellschaft	Hannover-Langenhagen
Internet	www.maternus.de
Ausstehende Aktien	20,97 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	37,3 Mio. Euro
Free Float	26,97 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	2,58 Euro / 1,13 Euro
Performance (12 Monate)	-8,7 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 23 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	99,4	102,1	107,5	122,5
EpS (EUR)	-0,66	-0,39*	-0,18	-0,04
Dividende / Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
KUV	0,38	0,37	0,35	0,30
KGV	-	-	-	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*bereinigt um Forderungsverzicht WCM

Unternehmensprofil

Betreiber von Pflegeheimen und Reha-Kliniken

Maternus hat sich auf den Betrieb von Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen sowie Rehabilitationskliniken spezialisiert. Die Wurzeln des in Hannover ansässigen Unternehmens reichen bis in das 19. Jahrhundert zurück, die heutige Struktur entstand jedoch im Jahr 1996 durch eine Neufirmierung und den anschließenden Börsengang. Mehrheitsgesellschafter ist mit 73,03 Prozent der Anteile die börsennotierte WCM, der Rest befindet sich im Streubesitz.

Profitables Kerngeschäft Altenpflege

Das Kerngeschäft von Maternus ist mit einem Umsatzanteil von zuletzt 78 Prozent der Betrieb von Altenpflegeheimen. Bundesweit verfügt das Unternehmen derzeit über 19 Einrichtungen (zuzüglich drei Neueröffnungen in 2006 und 2007), wobei regionale Schwerpunkte in Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und Sachsen bestehen. Mit rd. 2.929 Betten und 1.633 Mitarbeitern zählt die Pflegesparte von Maternus zu den wenigen großen Privatketten in Deutschland. Der Umsatz des Segmentes lag in 2005 mit 77,5 Mio. Euro knapp über dem Vorjahresniveau. Die Auslastung ist von 93,3 Prozent auf 92,9 Prozent leicht zurückgegangen, konnte damit aber in Summe auf hohem Niveau gehalten werden. Mit einem EBIT von 8,5 Mio. Euro (vor Holding-Kosten) arbeitet das Kerngeschäft von Maternus hoch profitabel, was die EBIT-Marge von rund 11,0 Prozent eindrucksvoll untermauert. Das Spartenergebnis lag mit 6,0 Mio. Euro leicht unter dem Vorjahreswert.

Defizitärer Reha-Bereich

Probleme bereitet seit Jahren das zweite Geschäftsfeld Rehabilitation, das mit 405 Mitarbeitern im Jahr 2005 etwa 22 Prozent zum Konzernumsatz beigetragen hat. Hier leidet das Unternehmen – und das ist symptomatisch für die gesamte Reha-Branche – unter der schwachen Auslastung. Die 965 Betten der beiden Einrichtungen in Bad Oeynhausen und Cham (Bayrischer Wald) waren im letzten Jahr nur zu 69,4 Prozent belegt. Allerdings bedeutete dieser Wert gegenüber dem Vorjahr (61,4 Prozent) bereits eine erhebliche Verbesserung. Demgemäß konnten auch die Segmenterlöse um fast 10 Prozent auf 24,5 Mio. Euro gesteigert werden. Das um Sondereffekte bereinigte Ergebnis hat ebenfalls deutlich zugelegt und erreichte -6,5 Mio. Euro, nach -11,0 Mio. Euro in 2004.

Expansion im Pflegebereich

Für die weitere Expansion der Geschäftstätigkeit konzentriert sich das Unternehmen auf den profitablen Pflegebereich. Hier konnte Maternus zuletzt durch organisches Wachstum deutliche Fortschritte erzielen. Nachdem an den Standorten Leipzig (2005) und Hannover (2006) bereits zwei neue Häuser eröffnet wurden, dürften bis Ende 2007 drei weitere Einrichtungen in Bad Soden, Gerolstein und Bergisch-Gladbach bezugsfertig sein. Mit der Fertigstellung werden die Kapazitäten des Bereichs um rund 375 Betten erweitert. Die Positionierung der Häuser erfolgte dabei in räumlicher Nähe von bestehenden Einrichtungen, um damit maximale Synergien in den operativen Abläufen sicherzustellen.

Markt und Wettbewerb

Markt mit stetigem Wachstum

Infolge des medizinischen Fortschritts hat sich die durchschnittliche Lebenserwartung in den Industrieländern in den letzten hundert Jahren fast verdoppelt. Gleichzeitig ist die Geburtenrate vielerorts erheblich gesunken und hat damit einen anhaltenden Trend zu einer starken Alterung der Gesellschaft eingeleitet. Infolgedessen wird die Generation der über 60-jährigen bis 2050 etwa 37 Prozent der Bevölkerung ausmachen – nach rund 24 Prozent noch zur Jahrtausendwende; die Zahl der Hochaltrigen (80+) soll sich sogar auf 12 Prozent fast verdreifachen (Quelle: Bevölkerung Deutschlands bis 2050, Ergebnisse der 10. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, Statistisches Bundesamt 2003). Dieser Wandel führt zu einer langsam wachsenden Nachfrage nach Pflegedienstleistungen. So soll nach Expertenschätzungen die Gesamtzahl der Pflegefälle hierzulande von derzeit knapp über 2 Mio. auf 4,2 Mio. im Jahr 2050 ansteigen. Hiervon werden rund 1,5 Mio. Personen (derzeit 0,6 Mio.) auf stationäre Pflege angewiesen sein (Quelle: DB Research: Wie groß ist das Potenzial von Pflegeimmobilien?, 06.04.2006).

Pflegeeinrichtungen stärker gefragt

Der prognostizierte starke Anstieg der stationären Betreuung ist dabei eine Folge von zwei weiteren Trends, die eine schrumpfende Bedeutung der traditionellen familiären Pflege bedingen. Dazu gehört vor allem die steigende Frauenerwerbstätigkeit, in deren Folge das Arbeitskräftepotenzial für die heimische Betreuung gemindert wird. Darüber hinaus sinkt durch die individualisierten Lebensstile die Zahl der Personen, die in engen familiären Verbindungen leben. Verstärkt wird der Effekt durch den Umstand, dass Schwerstpflegefälle und Demenzerkrankungen, die in der Regel nur in spezialisierten Einrichtungen angemessen versorgt werden können, rapide zunehmen. Diese Entwicklungen schlagen sich bereits jetzt in einer verstärkten Inanspruchnahme der stationären Pflege nieder: Während die Zahl der Pflegebedürftigen zwischen 1999 und 2003 um 3 Prozent gestiegen ist, wuchs die Gruppe der in Pflegeheimen lebenden Menschen um 12 Prozent (Quelle: HVB Branchenanalyse Pharma & Health-Care, 24.10.2005).

Fragmentierter Markt

Im Bereich der stationären Pflege gibt es in Deutschland ein Angebot von etwa 713.000 Betten (Stand 2003). Davon befinden sich mehr als 50 Prozent in den Händen der gemeinnützigen Trägerschaften. Zweitgrößte Anbietergruppe sind die privaten Pflegeheimbetreiber, die mehr als ein Drittel der Plätze offerieren. Die Privaten konnten ihren Marktanteil in den letzten Jahren kontinuierlich ausbauen, in erster Linie zu Lasten der öffentlichen Hand. Der Staat unterhält derzeit noch etwas weniger als 10 Prozent der Kapazitäten und zieht sich kontinuierlich aus dem Markt zurück (Quelle: HVB Branchenanalyse Pharma & Health-Care, 24.10.2005). Die Angebotsstruktur ist dabei sehr stark fragmentiert, so dass keine private Unternehmung einen Marktanteil von mehr als 1,5 Prozent erreicht. Der größte Anbieter dieser Gruppe ist die nicht börsennotierte Gesell-

schaft Pro Seniore aus Saarbrücken, die in bundesweit 105 Einrichtungen mehr als 17.000 Wohn- und Pflegeplätze anbietet. Nach dem Kauf einer Tochter von Fresenius im Jahr 2004 ist die Berliner Kursana (80 Häuser / 10.500 Betten) zur Nummer zwei der Branche aufgestiegen. Dahinter folgen die börsennotierten Gesellschaften Curanum (52 / 6.541), Marseille-Kliniken (49 / 6.000) und auch Maternus (19 / 2.929).

Reha-Markt seit 1996 in der Krise

Im zweiten Geschäftsfeld von Maternus, der Rehabilitation, stellt sich die Marktsituation etwas problematischer dar. Ausgangspunkt für die anhaltende Krise dieses Sektors war das Jahr 1996, als durch das sog. „Beitragsentlastungsgesetz“ die reguläre Reha-Dauer gekürzt, die Mindestzeit zwischen Reha-Maßnahmen verlängert und die Zuzahlungen der Patienten erhöht wurden. Der folgende Nachfrageeinbruch führte zu deutlichen Überkapazitäten, die in der Spitze bis zu 40 Prozent gereicht haben (Quelle: McKinsey Health, 2003, Nr. 1). Durch konsequenten Bettenabbau konnte dieser Wert in den Folgejahren zwar sukzessive reduziert werden, dürfte derzeit aber immer noch bei etwa 20 Prozent liegen.

Konsolidierung insb. bei Privatanbietern

Anders als im Pflegesektor dominieren in der Rehabilitation die privaten Anbieter. Etwa zwei Drittel der Betten (67 Prozent) sind in der Hand dieser Gruppe, der Rest verteilt sich zu gleichen Anteilen auf öffentliche und gemeinnützige Anbieter (Quelle: HVB Branchenanalyse Pharma & Health-Care, 24.10.2005). In dem ebenfalls stark fragmentierten Markt kommen die privaten Betreiber Marseille-Kliniken, Paracelsus-Kliniken und Medioclin zusammen auf einen Anteil von etwa 6 Prozent, während sich Maternus mit seinen beiden Häusern in einer Nischenposition befindet. Im Vergleich dazu verfügen die öffentlichen Anbieter über einen wettbewerbsverzerrenden Vorteil, da die Rentenversicherer einerseits wichtigster Auftraggeber von Reha-Maßnahmen sind (mit einem Anteil von ca. 41 Prozent), andererseits aber auch selbst Einrichtungen betreiben. Diese erfreuen sich folgerichtig einer hohen Auslastung (seit Jahren etwa 90 Prozent), während die gemeinnützigen und insbesondere die privaten Anbieter unter schwacher Auslastung zu leiden haben. Kurzfristig wird daher die Marktkonsolidierung mit unverminderter Härte voranschreiten und immer mehr Anbieter – vor allem aus dem privaten Sektor – aus dem Markt drängen.

Nachfrageschub durch Demografie und DRG

Für diejenigen Unternehmen, die sich in diesem Verdrängungswettbewerb behaupten können, besteht mittel- bis langfristig jedoch durchaus eine nachhaltige Wachstumsperspektive. Die Experten der HVB prognostizieren bis 2015 einen jährlichen Anstieg des Branchenumsatzes in Höhe von 2,7 Prozent auf ein Marktvolumen von 10,4 Mrd. Euro. Dafür sorgt u.a. die allgemeine demografische Entwicklung, im Zuge derer immer mehr alte (und damit anfälliger) Menschen nach überstandener Krankheit eine Rehabilitationsmaßnahme benötigen werden. Einen zusätzlichen Nachfrageschub entfaltet die Einführung der sog. „Diagnosis Related Groups“, kurz DRG, im akutstationären Bereich. Seitdem die

Krankenhäuser ihre Patienten nicht mehr nach Aufenthaltstagen, sondern nur noch nach festen krankheitsspezifischen Fallpauschalen (DRG) abrechnen dürfen, sinken die Behandlungstage im Akutbereich, während nun im Reha-Bereich vermehrt sog. Anschlussheilbehandlungen (AHB) stattfinden. Für die Durchführung der AHB müssen sich die Betreiber allerdings besonders qualifizieren, was vor allem für die immer noch zahlenmäßig dominante Anbietergruppe, die klassischen Kurkliniken, eine erhebliche Umstellung bedeutet.

Strategie

Restrukturierungskonzept Maternus 2010

Nachdem der Maternus-Konzern in den letzten Jahren im Wesentlichen durch den schwachen Reha-Bereich und eine hohe Verschuldung negative Konzernergebnisse hinnehmen musste, hat Vorstand Wolfgang Stindl in 2004 ein weit reichendes und erfolgsversprechendes Maßnahmenpaket unter dem Begriff Maternus 2010 eingeleitet. Dieses lässt sich mit drei Leitlinien umreißen: finanzwirtschaftliche Konsolidierung, operative Restrukturierung und Stärkung langfristiger Wachstumspotenziale.

Spezialisierung zur Verbesserung der Auslastung

Besonders dringlich erscheint eine Verbesserung der Marktpositionierung im Bereich der Rehabilitation, da die Kliniken erst ab einer Auslastung von ca. 90 Prozent profitabel arbeiten können. Dabei setzt das Management vor allem auf eine starke Spezialisierung bei den angebotenen Dienstleistungen. Aufgrund der unterschiedlichen regionalen Gegebenheiten erfolgt diese bei den beiden Konzerneinrichtungen in unterschiedlicher Form. Die wesentlich größere Maternus-Klinik in Bad Oeynhausen mit 610 Betten setzt besonders auf Reputation in den Bereichen Neurologie, Kardiologie, Orthopädie sowie Innere Medizin und soll so als überregional renommierte AHB-Klinik aufgebaut werden. Die kleinere Bayerwaldklinik in der Oberpfalz ist eher im ländlichen Gebiet angesiedelt und erweitert die Palette der angebotenen Dienste auch in Abstimmung auf lokale Bedürfnisse. Zuletzt wurden hier insbesondere die Bereiche Physiotherapie und Ergotherapie-Psychologie sowie das Angebot für chronische Gesundheitsstörungen bei Frauen ausgebaut. Ergänzend spezialisiert sich das Haus auf bestimmte Kernbereiche der Rehabilitation wie die Onkologie, die Kardiologie und die Gastroenterologie.

Pflege wird erweitert

Zur Stabilisierung der bereits hohen Auslastung im Kerngeschäft Pflege wird auch hier auf neu eingerichtete Spezialangebote für einzelne Bedarfsgruppen gesetzt. In fast allen Häusern der Gruppe werden in der Zwischenzeit einheitliche, fachlich fundierte Konzepte für die Betreuung von Demenzkranken offeriert. Darüber hinaus gibt es in einigen Einrichtungen besondere Programme beispielsweise für Patienten im Wachkoma oder mit Multipler Sklerose. Die Angebote stoßen nach Unternehmensangaben auf hohe Resonanz, so dass das Mana-

gement die Kombination aus „normaler“ Pflege und Spezialisierungen in Zukunft verstärkt einsetzen will. Während mit diesem erfolgreichen Konzept die Auslastung sichergestellt wird, soll gleichzeitig eine weitere Expansion des Segments über internes und externes Wachstum erfolgen. Für Zukäufe sieht das Unternehmen eine Zielmarke von 5 Einrichtungen oder 500 Betten pro Jahr.

Zahlreiche Akquisitionsmöglichkeiten

An potenziellen Akquisitionszielen herrscht dabei kein Mangel, da die Marktbedingungen trotz der steigenden Nachfrage nach Pflegeheimplätzen schwierig sind. Dafür verantwortlich ist vor allem der Versuch der Ausgabenbegrenzung seitens der gesetzlichen Krankenkassen bei gleichzeitig wachsenden Qualitäts- und Dokumentationsanforderungen. Der so induzierte hohe Effizienzdruck trifft bei vielen Akteuren auf ineffiziente Strukturen. So liegt beispielsweise die durchschnittliche Größe einer Einrichtung in Deutschland bei lediglich 66 Betten; aufgrund zahlreicher kleinerer Anbieter erreicht der Mittelwert bei den Privaten sogar nur 52. Damit fehlt vielen Betreibern die kritische Größe, um Skaleneffekte und Synergien zu heben. Profiteure dieser Situation sind die großen Pflegeheimketten wie Maternus, die durch die gezielte Bildung regionaler Gruppen, den Einsatz moderner Informationstechnologie sowie die Optimierung von Verwaltungsstrukturen und -prozessen erhebliche Skaleneffekte, insbesondere bei Einkauf, Logistik und Controlling, erzielen.

Geschäftsentwicklung

Finanzstruktur zunächst problematisch

Entscheidend für eine erfolgreiche Umsetzung der Wachstumsziele ist eine solide Kapitalausstattung. In der Vergangenheit wurde der Konzern mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert. Diese Strategie hat sich durch die anhaltenden Ertragsprobleme im Bereich Rehabilitation zunehmend zur Belastung entwickelt. Trotz der bereits angelaufenen Restrukturierung standen Ende 2004 noch Bankkredite über 101 Mio. Euro in der Konzernbilanz. Darüber hinaus hatte das Unternehmen auch beim Hauptaktionär WCM Schulden in Höhe von 62 Mio. Euro angehäuft, während das Eigenkapital durch die anhaltenden Verluste zu diesem Zeitpunkt mit 6 Mio. Euro im negativen Bereich lag.

Geschäftsjahr 2005 bringt Befreiungsschlag

Erste Schritte zur Verbesserung der Liquidität wurden mit dem Verkauf mehrerer Vermögensbestandteile unternommen. Dazu gehörte vor allem die Veräußerung von insgesamt acht Immobilien an zwei von der WCM initiierte Objektgesellschaften, wobei die Einrichtungen im Anschluss zurückgemietet wurden. Die Bezahlung des vollen Kaufpreises sowie eine damit verbundene Schuldübernahme werden allerdings erst dann vollständig umgesetzt, wenn der noch für 2006 avisierte Weiterverkauf der Objekte an einen externen Investor realisiert worden ist. Die Schuldübernahme steht zudem noch unter dem Vorbehalt der Zustimmung der beteiligten Banken. Bereits abgeschlossen wurde dagegen Anfang die-

ses Jahres eine kombinierte Bar- und Sachkapitalerhöhung, mit der eine weitgehende Bereinigung der Bilanzsituation des Konzerns erreicht werden konnte. Hierbei hat der Hauptaktionär WCM Kredite über 20,9 Mio. Euro in Eigenkapital umgewandelt und auf weitere Forderungen über 18 Mio. Euro komplett verzichtet. Außerdem wurden rund 1,5 Mio. Aktien zum Kurs von 2,50 Euro platziert, woraus der Gesellschaft netto 4 Mio. Euro in bar zugeflossen sind. Im Ergebnis reduzierten sich dadurch die Verbindlichkeiten gegenüber den Banken bzw. gegenüber WCM um 9 resp. 46 Mio. Euro. Außerdem weist die Bilanz nun ein mit 26 Mio. Euro wieder deutlich positives Eigenkapital aus.

Leichtes Umsatzwachstum

Während mit diesen bilanziellen Aufräumarbeiten die Basis für ein künftig erhöhtes Expansionstempo gelegt wurde, war das Wachstum des letzten Jahres noch gering. So stieg der Konzernumsatz um moderate 2,5 Prozent auf 102,1 Mio. Euro. Die wichtigste Wachstumstriebfeder bestand dabei aus der verbesserten Auslastung der Rehabilitationssparte auf 69,4 Prozent, die zu einer Steigerung der konzernweiten Belegung um einen Prozentpunkt auf 86 Prozent geführt hat. Die Erfolgskennzahlen hingegen profitierten in erster Linie von dem Forderungsverzicht der WCM. Dadurch lagen das EBITDA mit 27,3 Mio. Euro (Vorjahr: 10,3 Mio. Euro) und das EBIT mit 21,2 Mio. Euro (Vorjahr: 3,6 Mio. Euro) deutlich über den Vergleichswerten; ohne den Sondereffekt über 18 Mio. Euro wäre dagegen ein leichter Rückgang verbucht worden. Auch unter dem Strich dominierte der Einfluss des einmaligen Effekts, so dass das Ergebnis von -6,3 Mio. Euro auf 12,6 Mio. Euro ins Plus drehte.

Ergebnis im ersten Quartal geringfügig verschlechtert

Auch im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres blieb die Steigerung der Erlöse mit 0,4 Prozent auf 25,1 Mio. Euro noch gering. Ursächlich für die Zunahme war erneut eine Verbesserung der Auslastung im Bereich Rehabilitation von 63,3 Prozent auf 64,4 Prozent. Zwar lag der Wert dieses Quartals damit unter der Durchschnittsbelegung des Gesamtjahres 2005, allerdings stehen die auslastungsstarken Monate Juni bis Oktober noch aus. Darüber hinaus ist eine weitere Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf bereits absehbar, da die positiven Effekte der neuen Einrichtung in Hannover sich erst in den nächsten Monaten in den Kennzahlen niederschlagen werden. Die Ergebniskennzahlen des ersten Quartals wurden hingegen von gestiegenen Energie- und Instandhaltungskosten belastet und lagen unter den Vorjahreswerten. So reduzierte sich das EBITDA im Konzern relativ deutlich von 2,0 Mio. Euro auf 1,1 Mio. Euro. Beim Nettoergebnis ist die Verschlechterung demgegenüber deutlich moderater ausgefallen. Insbesondere dank der verbesserten Finanzstruktur und der dadurch von 2,19 Mio. Euro auf 1,58 Mio. Euro verringerten Zinsbelastung erhöhte sich der Periodenfehlbetrag nur um 0,1 Mio. Euro auf 1,9 Mio. Euro.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Die Bewertung von Maternus nehmen wir anhand eines einfachen Ertragswertmodells vor, das auf den wesentlichen Werttreibern Umsatz, Nettorendite und Kapitalkosten beruht. Dabei legen wir folgenden, modellhaften Geschäftsverlauf zugrunde:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zuwachs Betten Pflege	110	375	400	400	400	200	200	200
Betten Pflege	2.929	3.304	3.704	4.104	4.504	4.704	4.904	5.104
Pflegesatz / Tag (EUR)	83	85	87	89	91	93	95	97
Auslastung	93%	93%	94%	95%	95%	95%	95%	95%
Umsatz Pflege (Mio. EUR)	82,1	95,3	110,6	126,7	142,1	151,7	161,5	171,7
EBIT-Marge Pflege	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT Pflege (Mio. EUR)	8,6	10,5	12,7	15,2	17,1	18,2	19,4	20,6
Betten Reha	965	965	965	965	965	965	965	965
Reha-Satz / Tag (EUR)	103	103	103	103	103	103	103	103
Auslastung	70%	75%	80%	85%	90%	90%	90%	90%
Umsatz Reha (Mio. EUR)	25,4	27,2	29,0	30,8	32,7	32,7	32,7	32,7
EBIT-Marge Reha	-15%	-10%	-5%	0%	2%	2%	2%	2%
EBIT Reha (Mio. EUR)	-3,8	-2,7	-1,5	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7
EBIT gesamt (Mio. EUR)	4,8	7,8	11,3	15,2	17,7	18,9	20,0	21,3
Holdingskosten (Mio. EUR)	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Finanzergebnis (Mio. EUR)	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6
Steuerquote	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35
Gewinn (in Mio. Euro)	-3,79	-0,83	2,66	6,60	9,11	10,26	11,44	8,22
Gewinnwachstum				148%	38%	13%	12%	-28%
Ausstehende Aktien (Mio.)	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Gewinn je Aktie (Euro)	-0,18	-0,04	0,13	0,31	0,43	0,49	0,55	0,39

Wachstum im Bereich Pflege unterstellt

Das Management fokussiert die Wachstumsstrategie auf den Pflegebereich. Geplant ist hier ein externes Wachstum von ca. 5 Einrichtungen oder 500 Betten pro Jahr. Ergänzt wird diese Expansion durch die sukzessive Neueröffnung eigener Häuser. Die Kombination von internem und externem Wachstum klingt mit Blick auf die schwache Kapitalausstattung von Maternus zunächst ambitioniert. Allerdings kann das Unternehmen als reiner Betreiber von Pflegeheimen sehr kapitalarm wachsen, da die Finanzierung der Immobilien über externe Objektgesellschaften realisiert werden kann. Trotzdem bleiben wir bei unserer Projektion deutlich unter den Zielen des Managements und unterstellen nach den aktuellen Neueröffnungen (+375 Betten bis Ende 2007) zunächst rund 400 weitere Plätze pro Jahr, die wir sicherheitshalber ab 2011 auf 200 absenken. In Verbindung mit einem moderat inflationierten Pflegesatz und einer Steigerung der Auslastung auf ein branchenübliches Niveau ergibt sich im Detailprognosezeitraum eine

Steigerung des Bereichsumsatzes um mehr als 100 Prozent von 82,1 Mio. Euro (2006) auf 171,7 Mio. Euro (2013). Durch steigende Skaleneffekte dürfte die E-BIT-Marge dabei noch weiter erhöht werden auf einen Zielwert von 12 Prozent.

Turnaround im Reha-Segment unterstellt

Im Reha-Bereich kalkulieren wir mit konstanten Kapazitäten und Tagessätzen, wobei wir letztere im Vergleich zu unserer vorherigen Analyse aufgrund der Marktgegebenheiten auf 103 Euro pro Tag absenken mussten. Durch den Ausbau der Nischenpositionierung über eine konsequente Spezialisierung dürfte mittelfristig die Auslastung der beiden Einrichtungen deutlich steigen. Da sich der Prozess allerdings langsamer vollzieht, als von uns zuvor vermutet, rechnen wir hier erst ab 2010 mit positiven Segmentergebnissen. Zu diesem Zeitpunkt sollte die Auslastung bei rund 90 Prozent liegen und eine EBIT-Marge von 2 Prozent ermöglichen.

Steuerersparnis durch hohen Verlustvortrag

Von dem so ermittelten operativen EBIT ziehen wir im Anschluss die Kosten für die Holding ab. Diesen Posten hatten wir bislang im Kernbereich Pflege integriert, zur besseren Transparenz erfolgt nun der separate Ausweis. Darüber hinaus schätzen wir das Finanzergebnis auf konstant -6,6 Mio. Euro. Hier sind noch weitere Einsparungen möglich, insbesondere, wenn der Verkauf der Immobilien aus der Objektgesellschaft an einen externen Investor gelingt. Aus Vorsichtsüberlegungen lassen wir den Betrag aber zunächst unverändert. Die Steuerquote bleibt aufgrund eines Verlustvortrages noch auf Jahre hinaus bei Null; erst ab 2013 setzen wir den regulären betrieblichen Steuersatz von 35 Prozent an. Im Anschluss an den so umrissenen Detailprognosezeitraum taxieren wir das „ewige“ Ertragswachstum auf 2,0 Prozent.

Diskontierungszins nach CAPM 9,8 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model. Dabei bemessen wir den risikolosen Zins nach der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, die aktuell bei rund 4,0 Prozent liegt. Die Marktrisikoprämie setzen wir mit 5,3 Prozent an. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und taxieren den Betafaktor auf 1,1. Aufgrund des gut kalkulierbaren Geschäfts, das lediglich mit einem gewissen Regulierungsrisiko behaftet ist, sehen wir diesen Aufschlag gegenüber dem Marktportfolio als ausreichend an. Auf dieser Basis erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 9,8 Prozent.

Ertragswert von 3,69 Euro je Aktie

Aus dem modellhaften Geschäftsverlauf errechnet sich auf Basis der angeführten Prämissen ein Unternehmenswert von 77,3 Mio. Euro bzw. 3,69 Euro je Aktie. Damit bietet das Papier unter der Annahme realistischen Wachstums im Kerngeschäft Pflege und eines gelungenen Turnaround im Reha-Bereich nach wie vor ein Aufwärtspotenzial von rund 107 Prozent.

***Urteil unverändert:
„Spekulativ kaufen“***

Maternus hat mit den Kapitalmaßnahmen zum Jahreswechsel die finanziellen Risiken reduziert und eine aussichtsreiche Basis für die weitere Expansion im Kerngeschäft Altenpflege geschaffen. Für das Segment Rehabilitation verfolgt das Management eine schlüssige Strategie, um mittelfristig die Auslastung auf ein rentables Niveau zu heben. Allerdings verläuft der Prozess etwas langsamer, als von uns bislang erwartet. Trotzdem befindet sich das Unternehmen auf dem richtigen Weg. Unter der Annahme einer erfolgreichen Umsetzung der avisierten Vorhaben sehen wir deshalb ein erhebliches Kurspotenzial für die Aktie. Daher lautet unser Anlageurteil unverändert „Spekulativ kaufen“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
24.11.2005	2,22 Euro	Spekulativ kaufen
27.07.2005	1,54 Euro	Spekulativ kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.