

**Halten** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 4,50** (alt: 6,50)

**Kurs** EUR 4,59  
**Bloomberg** MKA GR  
**Reuters** MKAG  
**Branche** Health Care

### Betreiber von Pflegeeinrichtungen



Aktien Daten: 07.05.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 55,8 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 126 Mio.  
**Buchwert:** EUR 58,2 Mio.  
**Aktienanzahl:** 12,2 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 48,5 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Familie Marseille 60,0 %  
 Free Float 40,0 %

### Termine:

Änderung	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	249	-5,6	261	-22,2	269	-22,2
<b>EBIT</b>	12,4	-61,1	14,4	-52,0	16,1	-24,2
<b>EPS</b>	0,51	62,7	0,60	-78,3	0,73	-32,9

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 10.05.2010  
 Analyst: Frank Laser  
 +49 (0)40-309537-235  
 laser@ses.de

## Q3 2009/10: In-Line, aber deutlich schwächerer Ausblick - Herabstufung auf Halten

**Thema:** Marseille-Kliniken hat heute den Erwartungen entsprechende Zahlen für Q3 2009/2010 vorgelegt. Um 12:00 Uhr fand eine Telefonkonferenz mit Herrn Marseille statt.

Vor dem Hintergrund einer steigenden Auslastungsquote im Bereich Rehabilitation (94,3% vs. 92,7 im Vorjahr) sowie der zunehmenden Bettenzahl (9.417 vs. 9.085 im Vorjahr, +3,7%) erhöhte sich der **Umsatz in Q3** um etwa 8%.

Trotz der höheren Kapazität lag der **operative Gewinn** jedoch aufgrund von erhöhten Kosten (insbesondere Energie und Personal) und einer geringeren Auslastungsquote im Bereich Pflege (87,9% vs. 89,2%) unter dem Niveau des Vorjahres. Des Weiteren war das Ergebnis durch mögliche Drohverluste in Höhe von EUR 0,7 Mio. im Bereich Rehabilitation negativ beeinflusst.

### Marseille-Kliniken - Q3 2010

Angaben in Mio. EUR	Q3/10	Q3/10e	Q3/09	yoy	9M/10	9M/09	yoy
<b>Umsatz</b>	62,3	61,2	57,9	7,6%	186,1	175,1	6,3%
<b>EBIT</b>	-3,0	-2,9	-2,9	4,7%	3,9	1,4	186,6%
<i>Marge</i>	-4,8%	-4,7%	-5,0%		2,1%	0,8%	
<b>EBT</b>	-3,9	-3,7	-3,6	6,5%	1,0	-2,1	-
<i>Marge</i>	-6,2%	-6,0%	-6,3%		0,5%	-1,2%	
<b>Jahresüberschuss</b>	-4,4	-4,0	-4,0	9,9%	-1,4	-3,0	-52,4%
<i>Marge</i>	-7,1%	-6,5%	-7,0%		-0,8%	-1,7%	
<b>EPS in EUR</b>	-0,37	-0,39	-0,33	12,1%	-0,12	-0,25	-52,0%

Quellen: Marseille-Kliniken (bei nicht tete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Deutlich verhaltenere Gesamtjahresguidance:** Marseille-Kliniken hat seine bisherige Guidance für das Jahr 2009/10 gesenkt (Umsatz von EUR 250 Mio. mit einer bereinigten operativen Marge in Höhe von 6%) und geht jetzt davon aus, profitabel zu sein. Grund: Eine noch zu hohe Kostenbasis, aktuelles Überangebot im Markt für Pflege und notwendige anfallende Restrukturierungsmaßnahmen (vorläufig keine weitere Expansion in neue Einrichtungen, intensive Kostensenkung und Optimierung der operativen Prozesse).

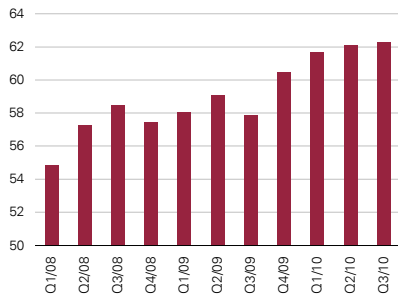
**Anpassungen:** Im SES-Modell wird jetzt der deutlich verhaltenere Ausblick der nächsten zwei Geschäftsjahre berücksichtigt. Darüber hinaus wird das Segment Rehabilitation nach dem erfolgtem Verkaufsabschluss ab Q4 2009/10 aus dem Modell herausgenommen.

Marseille-Kliniken dürften hohe Restrukturierungsmaßnahmen bevorstehen. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit von zusätzlichen negativen Einmaleffekten hoch. Dies sollte das Sentiment des Unternehmens in den nächsten Monaten belasten. **Verbunden mit den überarbeiteten Modellannahmen wird das Rating auf Halten (von Kaufen) mit einem neuen Kursziel von EUR 4,50 herabgestuft.**

Geschäftsjahresende: 30.6. in EUR Mio	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	210	215	228	236	235	203	209
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	4,4 %	2,1 %	6,2 %	3,3 %	-0,2 %	-13,6 %	3,0 %
<b>Rohertrag</b>	179	189	199	203	202	174	180
<i>Rohertragsmarge</i>	85,2 %	88,0 %	87,2 %	86,2 %	86,0 %	85,7 %	86,3 %
<b>EBITDA</b>	38,9	32,9	32,5	4,8	14,5	14,0	19,7
<i>EBITDA-Marge</i>	18,5 %	15,3 %	14,3 %	2,0 %	6,2 %	6,9 %	9,4 %
<b>EBIT</b>	25,8	23,6	22,7	-5,6	4,8	6,9	12,2
<i>EBIT-Marge</i>	12,2 %	11,0 %	10,0 %	-2,4 %	2,0 %	3,4 %	5,8 %
<b>Jahresüberschuss</b>	8,9	9,1	13,8	-13,5	10,0	1,6	5,9
<b>EPS</b>	0,73	0,75	1,13	-1,12	0,83	0,13	0,49
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,27	-0,66	-1,44	0,03	0,64	0,19	0,33
<b>Dividende</b>	0,45	0,25	0,25	0,00	0,00	0,05	0,15
<i>Dividendenrendite</i>	9,8 %	5,4 %	5,4 %	n.a.	n.a.	1,1 %	3,3 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7
<b>EV/EBITDA</b>	3,8	4,5	4,5	30,8	8,7	9,0	7,5
<b>EV/EBIT</b>	5,7	6,3	6,5	n.m.	26,2	18,2	12,1
<b>KGV</b>	6,3	6,1	4,1	n.m.	5,5	35,3	9,4
<b>ROCE</b>	10,2 %	10,4 %	10,5 %	-2,9 %	2,7 %	4,0 %	7,1 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	17,5 %	20,0 %	16,6 %	n.a.	14,8 %	6,1 %	9,3 %

## Entwicklung Umsatz

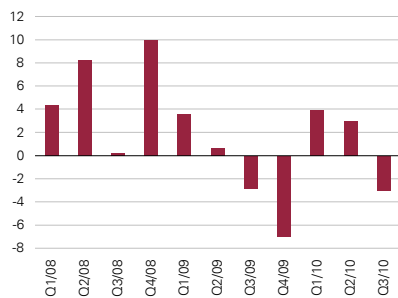
in EUR Mio.



Quelle: Marseille-Kliniken

## Entwicklung EBIT

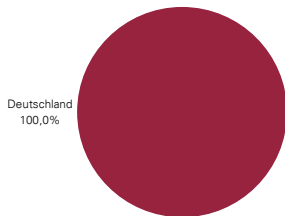
in EUR Mio.



Quelle: Marseille-Kliniken

## Umsatz nach Regionen

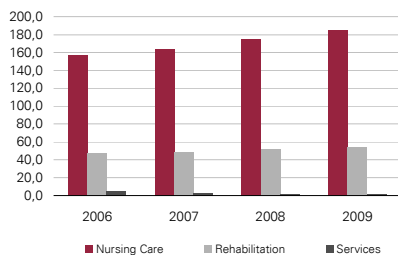
2009



Quelle: Marseille-Kliniken

## Umsatz nach Segmenten

EUR Mio.



Quelle: Marseille-Kliniken

## Unternehmenshintergrund

Marseille-Kliniken, mit Schwerpunkt auf Altenpflege, ist einer der 4 führenden Privatbetreiber von Pflege- und Rehabilitationseinrichtungen mit einer Anzahl von 9.417 Betten in ganz Deutschland und einer über dem Marktdurchschnitt liegenden Auslastung.

Mit gut 8.088 Betten in 61 Einrichtungen ist der Bereich Pflege das Kerngeschäft des Unternehmens mit einem Track Record von knapp 25 Jahren.

Innerhalb dieses Segments betreibt das Unternehmen die komplette Produktpalette an Einrichtungen, von preisgünstigen 2-Sterne-Häusern über 3-Sterne-Häusern bis zu 4-Sterne-Häusern im gehobenen Standard.

## Wettbewerbsqualität

Die Eintrittsbarrieren im Gesundheitsmarkt können angesichts des hohen Regulierungsgrads (es existieren mehr als 75 Gesetze) und der Komplexität der Pflegeaktivitäten als hoch angesehen werden

Damit dürfte die Wettbewerbsumgebung insgesamt auf die bestehenden Marktteilnehmer begrenzt sein, sobald ein gewisses Know-how sowie ein Track Record erlangt wurde. In diesem Stadium ist die Differenzierung zwischen den (*vor allem privaten*) Wettbewerbern recht begrenzt, ABER durchaus möglich, bei Qualitätsmerkmalen wie...

- ...Standort
- ...Track Record und Markenname
- ...Personal pro Person
- ...Ausbildung der Belegschaft
- ...Vielfalt und Qualität der geleisteten medizinischen Versorgung
- ...Vielfalt und Qualität der zusätzlich angebotenen Dienstleistungen
- ...Standards der bestehenden Häuser
- ...der Einführung eines intensiven und erfolgreichen Kundenbeziehung- und Pflegeprogramms, um sicherzustellen, dass die Bewohner UND ihre Familien zufrieden sind
- ...genug finanziellem Spielraum, um die bestehenden Häuser auf dem neuesten Stand zu halten und weiter in neue Einrichtungen expandieren zu können

All diese Aspekte führen zu der Schlussfolgerung, dass Marseille-Kliniken höhere Standards setzen konnte und weiterhin kann und somit eine überdurchschnittliche Auslastung realisieren kann.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung Marseille-Kliniken</b>							
in EUR Mio.							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	<b>210</b>	<b>215</b>	<b>228</b>	<b>236</b>	<b>235</b>	<b>203</b>	<b>209</b>
Bestandsveränderungen	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	9,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>210</b>	<b>225</b>	<b>228</b>	<b>236</b>	<b>235</b>	<b>203</b>	<b>209</b>
Materialaufwand	31,1	36,1	29,4	32,5	33,0	29,1	28,8
<b>Rohertrag</b>	<b>179</b>	<b>189</b>	<b>199</b>	<b>203</b>	<b>202</b>	<b>174</b>	<b>180</b>
Personalaufwendungen	107	114	119	124	124	109	107
Sonstige betriebliche Erträge	38,8	28,3	31,8	10,4	10,5	8,7	9,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	72,6	70,5	78,8	84,3	74,0	60,0	63,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>38,9</b>	<b>32,9</b>	<b>32,5</b>	<b>4,8</b>	<b>14,5</b>	<b>14,0</b>	<b>19,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	12,1	7,9	9,8	10,4	9,7	7,1	7,5
<b>EBITA</b>	<b>26,8</b>	<b>25,0</b>	<b>22,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>	<b>12,2</b>
Abschreibungen auf iAV	1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>25,8</b>	<b>23,6</b>	<b>22,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>	<b>12,2</b>
Zinserträge	1,3	1,2	1,4	1,1	1,1	0,5	0,4
Zinsaufwendungen	12,8	11,5	7,3	6,4	5,3	5,5	5,7
Finanzergebnis	-11,6	-10,3	-5,9	-5,3	-4,2	-5,0	-5,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>14,2</b>	<b>13,2</b>	<b>16,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>6,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>14,2</b>	<b>13,2</b>	<b>16,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>6,9</b>
Steuern gesamt	4,5	4,3	3,5	2,7	0,8	0,4	1,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>13,3</b>	<b>-13,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>5,8</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>13,3</b>	<b>-13,6</b>	<b>9,8</b>	<b>1,5</b>	<b>5,8</b>
Minority interest	0,8	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-13,5</b>	<b>10,0</b>	<b>1,6</b>	<b>5,9</b>

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

<b>Gewinn- und Verlustrechnung Marseille-Kliniken</b>							
in % vom Umsatz							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	4,3 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>104,8 %</b>	<b>100,1 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	14,8 %	16,8 %	12,9 %	13,8 %	14,0 %	14,4 %	13,8 %
<b>Rohertrag</b>	<b>85,2 %</b>	<b>88,0 %</b>	<b>87,2 %</b>	<b>86,2 %</b>	<b>86,0 %</b>	<b>85,7 %</b>	<b>86,3 %</b>
Personalaufwendungen	50,7 %	53,1 %	52,3 %	52,8 %	52,8 %	53,5 %	51,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	18,5 %	13,2 %	13,9 %	4,4 %	4,5 %	4,3 %	4,3 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34,5 %	32,8 %	34,6 %	35,8 %	31,5 %	29,5 %	30,1 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>18,5 %</b>	<b>15,3 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>9,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,8 %	3,7 %	4,3 %	4,4 %	4,1 %	3,5 %	3,6 %
<b>EBITA</b>	<b>12,7 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>-2,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>5,8 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,5 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>12,2 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>-2,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>5,8 %</b>
Zinserträge	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,3 %	0,2 %
Zinsaufwendungen	6,1 %	5,4 %	3,2 %	2,7 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %
Finanzergebnis	-5,5 %	-4,8 %	-2,6 %	-2,2 %	-1,8 %	-2,5 %	-2,5 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-4,6 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>3,3 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-4,6 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>3,3 %</b>
Steuern gesamt	2,1 %	2,0 %	1,5 %	1,1 %	0,3 %	0,2 %	0,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,6 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>-0,1 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>2,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,6 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>2,8 %</b>
Minority interest	0,4 %	0,0 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>-5,7 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>2,8 %</b>

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz Marseille-Kliniken**

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,6	33,6	32,6	32,8	36,0	37,6	39,2
davon übrige imm. VG	32,6	28,7	28,5	30,0	31,5	33,1	34,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	4,9	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Sachanlagen	196	152	143	143	113	113	112
Finanzanlagen	9,7	3,1	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6
<b>Anlagevermögen</b>	<b>238</b>	<b>189</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>152</b>	<b>154</b>	<b>154</b>
Vorräte	2,2	9,5	4,8	5,0	5,0	4,3	4,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,6	12,6	16,3	15,6	16,8	13,4	14,9
Sonstige Vermögensgegenstände	36,7	88,0	27,1	17,3	18,2	19,0	19,9
Liquide Mittel	32,2	9,8	14,4	9,6	28,2	25,4	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>84,8</b>	<b>120</b>	<b>62,6</b>	<b>47,5</b>	<b>68,1</b>	<b>62,2</b>	<b>63,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>323</b>	<b>309</b>	<b>241</b>	<b>227</b>	<b>221</b>	<b>216</b>	<b>218</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Kapitalrücklage	15,9	15,9	15,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Gewinnrücklagen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	18,5	22,6	34,5	14,2	11,5	11,4	15,2
Buchwert	66,1	70,3	82,1	61,6	58,2	58,2	61,9
Anteile Dritter	0,7	0,9	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>66,8</b>	<b>71,2</b>	<b>82,5</b>	<b>62,6</b>	<b>59,3</b>	<b>59,2</b>	<b>62,9</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	17,6	18,3	16,9	16,4	16,4	16,4	16,4
Rückstellungen gesamt	32,0	34,9	38,3	35,5	35,5	35,5	35,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	130	121	82,5	84,0	80,8	77,8	75,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,3	10,2	7,4	13,8	13,8	11,9	12,3
Sonstige Verbindlichkeiten	86,1	71,7	30,4	30,7	31,1	31,5	31,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>256</b>	<b>238</b>	<b>159</b>	<b>164</b>	<b>161</b>	<b>157</b>	<b>155</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>323</b>	<b>309</b>	<b>241</b>	<b>227</b>	<b>221</b>	<b>216</b>	<b>218</b>

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz Marseille-Kliniken**

in % der Bilanzsumme

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	10,1 %	10,9 %	13,5 %	14,5 %	16,4 %	17,4 %	18,0 %
davon übrige imm. VG	10,1 %	9,3 %	11,8 %	13,2 %	14,3 %	15,3 %	16,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	1,6 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %
Sachanlagen	60,6 %	49,3 %	59,2 %	63,0 %	51,1 %	52,1 %	51,3 %
Finanzanlagen	3,0 %	1,0 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>73,7 %</b>	<b>61,2 %</b>	<b>74,1 %</b>	<b>79,0 %</b>	<b>69,1 %</b>	<b>71,2 %</b>	<b>70,9 %</b>
Vorräte	0,7 %	3,1 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,2 %	4,1 %	6,8 %	6,9 %	7,6 %	6,2 %	6,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	11,4 %	28,5 %	11,2 %	7,7 %	8,2 %	8,8 %	9,2 %
Liquide Mittel	10,0 %	3,2 %	6,0 %	4,3 %	12,8 %	11,8 %	n.a.
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>26,3 %</b>	<b>38,8 %</b>	<b>25,9 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>30,9 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>29,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9,6 %	10,1 %	12,9 %	13,7 %	14,1 %	14,4 %	14,3 %
Kapitalrücklage	4,9 %	5,1 %	6,6 %	6,9 %	7,1 %	7,2 %	7,2 %
Gewinnrücklagen	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	5,7 %	7,3 %	14,3 %	6,3 %	5,2 %	5,3 %	7,0 %
Buchwert	20,5 %	22,7 %	34,0 %	27,2 %	26,4 %	26,9 %	28,4 %
Anteile Dritter	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>20,7 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>27,6 %</b>	<b>26,9 %</b>	<b>27,4 %</b>	<b>28,9 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	5,5 %	5,9 %	7,0 %	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,5 %
Rückstellungen gesamt	9,9 %	11,3 %	15,9 %	15,7 %	16,1 %	16,4 %	16,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,1 %	39,2 %	34,2 %	37,1 %	36,7 %	36,1 %	34,5 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	3,3 %	3,1 %	6,1 %	6,3 %	5,5 %	5,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	26,7 %	23,2 %	12,6 %	13,5 %	14,1 %	14,6 %	14,7 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>79,3 %</b>	<b>77,0 %</b>	<b>65,8 %</b>	<b>72,4 %</b>	<b>73,1 %</b>	<b>72,6 %</b>	<b>71,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Marseille-Kliniken**

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	9,7	9,0	13,3	-13,6	9,8	1,5	5,8
Abschreibung Anlagevermögen	11,8	7,9	9,8	10,4	9,7	7,1	7,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,5	4,7	-2,6	-2,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,7	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>21,7</b>	<b>23,8</b>	<b>20,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>19,5</b>	<b>8,6</b>	<b>13,3</b>
Veränderung Vorräte	-0,6	-7,3	0,6	-0,2	0,0	0,7	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	-3,7	0,7	-1,2	3,4	-1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	-2,8	6,4	0,0	-1,9	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,1	-19,0	-19,1	6,4	-3,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,4	-26,3	-24,9	13,3	-4,3	2,2	-1,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>22,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-4,4</b>	<b>7,3</b>	<b>15,2</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>
CAPEX	-18,8	-5,5	-13,1	-7,0	-7,5	-8,6	-8,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-4,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	113	-2,1	75,0	6,6	16,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>89,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>61,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>8,5</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-78,0	-8,3	-42,3	-0,7	-3,1	-3,0	-2,9
Dividende Vorjahr	-4,9	-2,3	-3,0	3,0	0,0	0,0	-0,6
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	-1,8	-7,4	-14,1	-2,0	-2,0	-2,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-83,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>-52,8</b>	<b>-11,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,5</b>
Veränderung liquide Mittel	28,5	-22,5	4,7	-4,8	18,6	-2,7	-1,5
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>33,2</b>	<b>9,8</b>	<b>14,4</b>	<b>9,6</b>	<b>28,2</b>	<b>25,4</b>	<b>24,0</b>

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen Marseille-Kliniken

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	81,5 %	89,5 %	85,8 %	98,0 %	93,8 %	93,1 %	90,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	43.397	41.806	42.967	42.825	41.519	40.618	42.259
EBITDA je Mitarbeiter	8.018	6.404	6.123	872	2.562	2.805	3.986
EBIT-Marge	12,2 %	11,0 %	10,0 %	-2,4 %	2,0 %	3,4 %	5,8 %
EBITDA / Operating Assets	19,1 %	20,0 %	20,8 %	3,2 %	12,0 %	11,8 %	16,6 %
ROA	3,7 %	4,8 %	7,7 %	-7,5 %	6,6 %	1,1 %	3,8 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	1,1	1,4	1,6	1,7	2,1	1,8	1,9
Operating Assets Turnover	1,0	1,3	1,5	1,6	1,9	1,7	1,8
Capital Employed Turnover	0,9	0,9	1,1	1,3	1,3	1,2	1,2
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	10,2 %	10,4 %	10,5 %	-2,9 %	2,7 %	4,0 %	7,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	15,4 %	14,4 %	15,1 %	2,5 %	8,1 %	8,1 %	11,4 %
ROE	13,3 %	12,7 %	16,7 %	-21,6 %	16,9 %	2,7 %	9,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	13,7 %	13,1 %	17,9 %	-18,6 %	16,5 %	2,7 %	9,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	15,0 %	13,0 %	17,3 %	-18,7 %	-0,3 %	2,6 %	9,5 %
ROIC	3,9 %	3,7 %	6,2 %	-7,1 %	-0,1 %	0,8 %	3,2 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	97,3	111	68,1	74,3	52,7	52,4	51,0
Net Gearing	145,6 %	156,5 %	82,5 %	118,8 %	88,8 %	88,5 %	81,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	51,6 %	58,8 %	100,0 %	74,6 %	73,3 %	76,0 %	83,9 %
Current ratio	0,8	1,0	0,9	0,6	0,9	0,8	0,8
Acid Test Ratio	0,6	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
EBITDA / Zinsaufwand	3,0	2,9	4,4	0,7	2,7	2,6	3,5
Netto Zinsdeckung	2,2	2,3	3,8	n.a.	1,1	1,4	2,3
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	3,3	-8,0	-17,5	0,3	7,7	2,2	4,0
Free Cash Flow / Umsatz	1,6 %	-3,7 %	-7,7 %	0,1 %	3,3 %	1,1 %	1,9 %
Adj. Free Cash Flow	25,8	29,4	24,5	-0,7	18,7	7,7	13,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	4,5 %	6,4 %	5,9 %	-3,7 %	1,1 %	0,8 %	3,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	37,3 %	-88,0 %	-127,4 %	-2,3 %	76,6 %	139,1 %	68,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	6,9 %	5,5 %	11,5 %	9,4 %	5,8 %	1,9 %	1,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,3 %	9,2 %	7,2 %	7,7 %	6,4 %	6,9 %	7,5 %
Ausschüttungsquote	56,5 %	33,5 %	22,6 %	0,0 %	0,0 %	39,9 %	31,3 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	11,2 %	2,6 %	5,7 %	3,0 %	3,2 %	4,2 %	3,9 %
Maint. Capex / Umsatz	5,8 %	1,7 %	3,7 %	2,4 %	2,6 %	3,2 %	2,9 %
CAPEX / Abschreibungen	184,0 %	59,6 %	133,7 %	67,0 %	77,7 %	120,7 %	107,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	3,1 %	4,5 %	5,6 %	4,3 %	3,1 %	3,4 %	3,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	163,7 %	124,3 %	219,9 %	112,4 %	121,7 %	112,6 %	121,1 %
Inventory processing period (Tage)	3,8	16,1	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7
Receivables collection period (Tage)	23,6	21,5	26,1	24,1	26,1	24,1	26,1
Payables payment period (Tage)	14,4	17,3	11,9	21,5	21,5	21,5	21,5
Cash conversion cycle (Tage)	13,0	20,3	21,8	10,4	12,3	10,4	12,3
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	9,8 %	5,4 %	5,4 %	n.a.	n.a.	1,1 %	3,3 %
P/B	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/sales	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7
EV/EBITDA	3,8	4,5	4,5	30,8	8,7	9,0	7,5
EV/EBIT	5,7	6,3	6,5	n.m.	26,2	18,2	12,1
EV/FCF	44,7	n.m.	n.m.	469,8	16,4	55,8	36,9
P/E	6,3	6,1	4,1	n.m.	5,5	35,3	9,4
P/CF	2,6	2,3	2,7	neg.	2,9	6,5	4,2
Adj. Free Cash Flow Yield	14,7 %	16,1 %	13,9 %	n.a.	15,5 %	6,9 %	9,0 %

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Free Cash Flow Yield - Marseille-Kliniken

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	
Jahresüberschuss	8,9	9,1	13,8	-13,5	10,0	1,6	5,9	
+ Abschreibung + Amortisation	13,1	9,3	9,8	10,4	9,7	7,1	7,5	
- Zinsergebnis (netto)	-11,6	-10,3	-5,9	-5,3	-4,2	-5,0	-5,3	
+ Steuern	4,5	4,3	3,5	2,7	0,8	0,4	1,1	
- Erhaltungsinvestitionen	12,2	3,6	8,5	5,6	6,0	6,4	6,1	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>25,8</b>	<b>29,4</b>	<b>24,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>18,7</b>	<b>7,7</b>	<b>13,7</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	15,2%	16,0%	17,4%	-0,5%	15,0%	6,2%	11,2%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>169,4</b>	<b>183,5</b>	<b>140,2</b>	<b>146,5</b>	<b>124,8</b>	<b>124,5</b>	<b>123,1</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>258,2</b>	<b>294,3</b>	<b>244,7</b>	<b>-</b>	<b>186,7</b>	<b>76,9</b>	<b>137,4</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	97,2	111,4	68,1	74,3	52,7	52,4	51,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>144,6</b>	<b>166,6</b>	<b>160,3</b>	<b>-</b>	<b>117,7</b>	<b>8,2</b>	<b>70,1</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,90</b>	<b>13,71</b>	<b>13,19</b>	<b>-</b>	<b>9,69</b>	<b>0,67</b>	<b>5,77</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	159,2%	198,7%	187,4%	-	111,0%	-85,3%	25,7%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	6,99	8,12	8,54	-	6,14	-	3,16
	12,0%	8,36	9,67	9,83	-	7,12	-	3,88
Fairer	11,0%	9,97	11,51	11,36	-	8,29	0,10	4,74
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>11,90</b>	<b>13,71</b>	<b>13,19</b>	<b>-</b>	<b>9,69</b>	<b>0,67</b>	<b>5,77</b>
Yield	9,0%	14,26	16,40	15,43	-	11,39	1,38	7,03
	8,0%	17,21	19,77	18,23	-	13,53	2,26	8,60
	7,0%	21,00	24,09	21,82	-	16,27	3,39	10,62

Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### DCF Modell - Marseille-Kliniken

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	235,0	203,1	209,2	215,5	221,9	227,5	233,2	237,8	242,6	246,2	251,1	256,2	261,3	266,5
Veränderung	-0,2%	-13,6%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	4,8	6,9	12,2	9,7	11,1	11,4	12,8	12,4	12,6	12,8	12,6	12,8	13,1	13,3
EBIT-Marge	2,0%	3,4%	5,8%	4,5%	5,0%	5,0%	5,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Steuerquote	126,1%	20,9%	15,9%	28,0%	28,0%	28,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	-1,3	5,5	10,3	7,0	8,0	8,2	9,1	8,8	9,0	9,1	8,8	9,0	9,1	9,3
Abschreibungen in % vom Umsatz	9,7	7,1	7,5	7,5	7,8	8,0	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	8,5	8,6	8,8
	4,1%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,3	2,2	-1,2	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-7,5	-8,6	-8,1	-8,6	-7,8	-8,0	-7,7	-7,8	-8,0	-8,1	-8,3	-8,5	-8,6	-8,8
Investitionsquote	3,2%	4,2%	3,9%	4,0%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Übriges	0,2	0,1	0,1	0,7	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,2	6,3	8,6	6,1	8,3	8,4	9,6	9,0	8,2	9,2	9,0	9,2	9,4	9,5

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,00%	Beta	1,20
Fremdkapitalzins	6,5%	WACC	8,00%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,50%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	62,4		
Terminal Value	51,6		
Verbindlichkeiten	-70,3		
Liquide Mittel	9,6	Aktienzahl (Mio.)	12,15
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>53,3</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,39</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

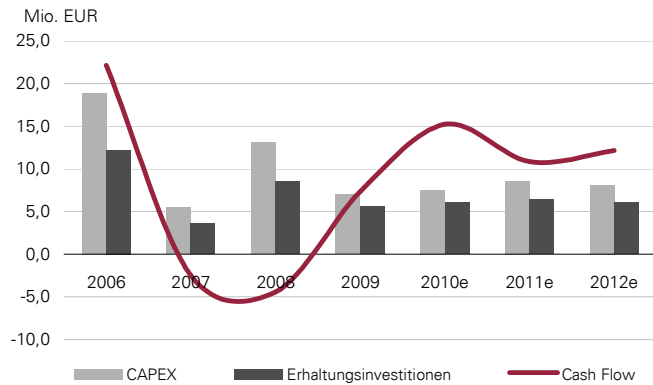
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%
9,00%	2,78	2,87	2,97	3,08	3,19	3,31	3,44
8,50%	3,33	3,44	3,56	3,69	3,82	3,97	4,13
8,25%	3,63	3,75	3,88	4,02	4,18	4,34	4,52
<b>8,00%</b>	3,95	4,09	4,23	<b>4,39</b>	4,56	4,74	4,94
7,75%	4,30	4,45	4,61	4,78	4,97	5,18	5,41
7,50%	4,67	4,83	5,01	5,21	5,42	5,66	5,91
7,00%	5,50	5,71	5,93	6,18	6,45	6,75	7,08

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,00%	0,71	1,50	2,29	3,08	3,86	4,65	5,44
8,50%	1,14	1,99	2,84	3,69	4,53	5,38	6,23
8,25%	1,38	2,26	3,14	4,02	4,90	5,78	6,67
<b>8,00%</b>	1,64	2,56	3,47	<b>4,39</b>	5,31	6,22	7,14
7,75%	1,92	2,87	3,83	4,78	5,74	6,69	7,65
7,50%	2,22	3,22	4,21	5,21	6,21	7,20	8,20
7,00%	2,91	4,00	5,09	6,18	7,27	8,37	9,46

Quelle: SES Research

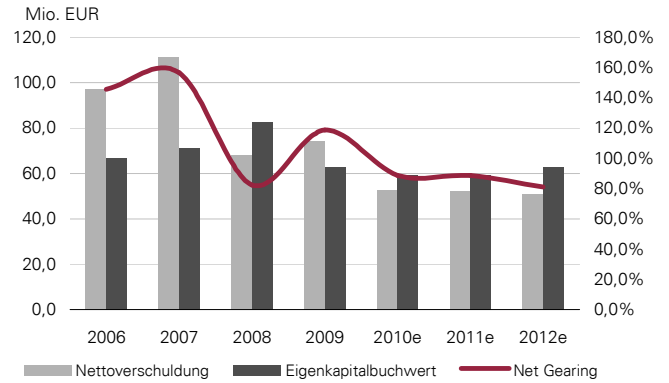
### Investitionen und Cash Flow - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Cash Flow 2008 beeinflusst von Einmaleffekten
- Expansion des Pflegebereichs sorgt für steigende Cash Flows

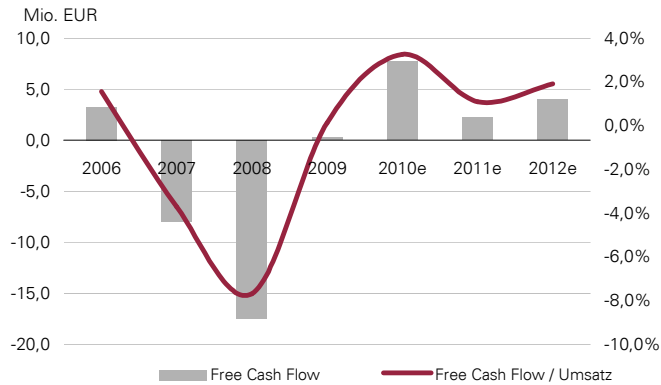
### Bilanzqualität - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Deutliche Verringerung der Nettoverschuldung durch Sale-And-Lease-Back
- Nachhaltige Cash Flows sollten Bilanz weiter stärken

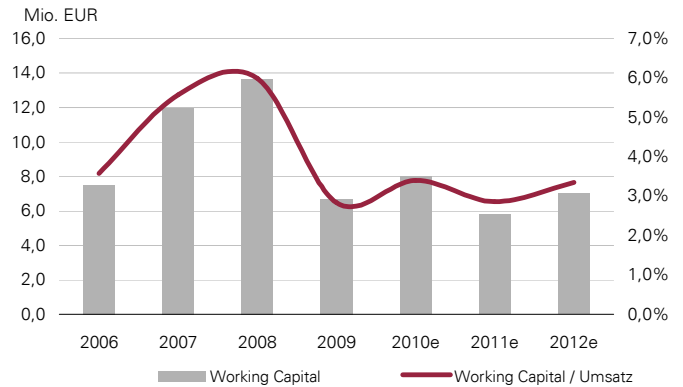
### Free Cash Flow Generation - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nach 2008 (Einmaleffekte): stabile Cash Flows durch hohe Visibilität

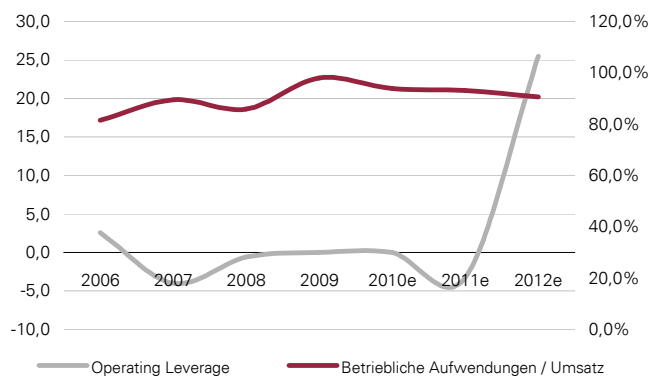
### Working Capital - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Anstieg des Working Capitals aufgrund Expansion
- Aber: Working Capital/Umsatz-Verhältnis sollte konstant bleiben

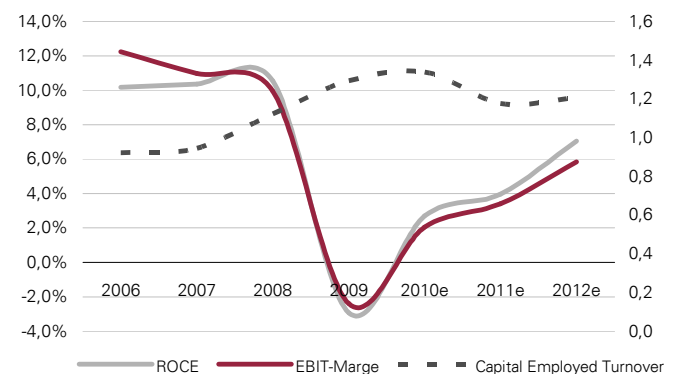
### Operating Leverage - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2007/08: negatives Operating Leverage aufgrund Rehabilitation
- 2009 negativ wegen der Einmaleffekte in 2008
- Steigende operative Kosten aufgrund Energie und Lebensmittelkosten

### ROCE Entwicklung - Marseille-Kliniken



Quellen: Marseille-Kliniken (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Druck auf Margen durch steigende Kosten
- Skaleneffekte und Leverage sollten Kostensteigerung kompensieren

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

**K Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

**H Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

**V Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

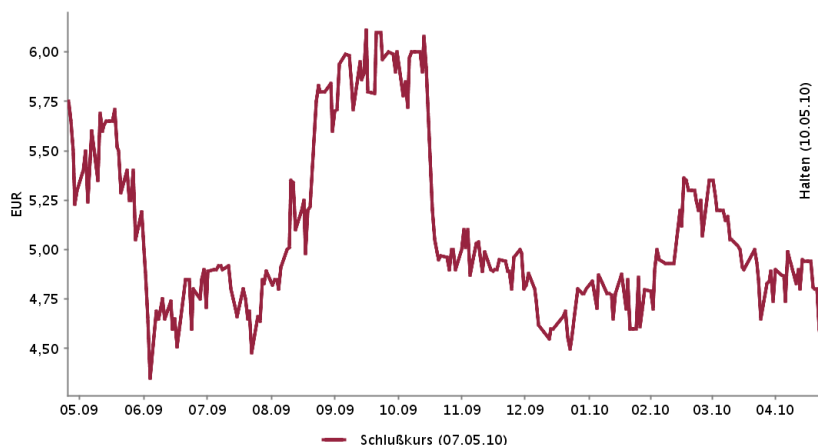
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	56%
Halten	57	29%
Verkaufen	11	6%
Empf. ausgesetzt	20	10%
<b>Gesamt</b>	<b>200</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	88	64%
Halten	36	26%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	10	7%
<b>Gesamt</b>	<b>137</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Marseille-Kliniken AG am 10.05.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com