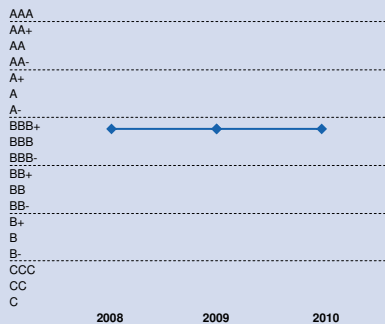


Rating: BBB+ (FSR - PI)*

Entwicklung



Kurzprofil

RHÖN ist ein bundesweit tätiger Träger und Betreiber von Akutkrankenhäusern, Rehakliniken und ambulanten Einrichtungen. Derzeit werden 53 Kliniken, u. a. die Universitätskliniken Gießen und Marburg, sowie 33 MVZ betrieben. Der Konzern beschäftigt ca. 38.000 Mitarbeiter und generierte 2010 einen Umsatz von € 2,55 Mrd.

Stärken:

- starke Marktposition
- gute Ertragskraft
- Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad auf hervorragendem Niveau
- Fähigkeit zur nachhaltigen Sanierung von übernommenen Kliniken

Schwächen:

- ostdeutsche Kliniken mit überdurchschnittlicher Portfoliobedeutung
- zunehmende Belastung aus Ost-West-Tarifangleichung

Ertragskraft und Rentabilität:

gut

Kapitalstruktur und Verschuldung:

ausgezeichnet bzw. sehr gut

Finanzielle Flexibilität:

sehr gut

Analyse:	Euler Hermes Rating Gasstraße 18, Haus 2 22761 Hamburg
Datum:	24. August 2011
Analyst:	Gundel Bergknecht Senior Analyst
Kontakt:	+49 40 88 34 - 640 gundel.bergknecht@eulerhermes-rating.com

* Unbeauftragtes, indikatives Finanzstärkerating auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen; kein Vollrating

Gute Ertragskraft, ausgezeichnete Kapitalstruktur und hohe Liquidität sichern „BBB+“-Rating

Aktuelle Entwicklung

Im **Geschäftsjahr 2010** konnte RHÖN den Umsatz durch Leistungssteigerungen und die Ende 2009 übernommene MEDIGREIF-Gruppe weiter auf € 2,55 Mrd. (2009: € 2,32 Mrd.) ausbauen. Die Marktentwicklungen des Gesundheitswesens führten trotz fortgeführter Rationalisierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen zu einer leichten Abschwächung der operativen Ertragskraft. Die durch den Gesetzgeber festgelegten Vergütungsabschläge für Mehrleistungen sowie auch gestiegene Kosten für Honorarärzte aufgrund des zunehmenden Ärztemangels ließen die EBITDA-Marge sinken, die mit 12,1 % dennoch ein gutes Niveau erreicht. Die Kapitalstruktur von RHÖN betrachten wir als ausgezeichnet. Die finanzielle Flexibilität bewerten wir als sehr gut. Im **1. HJ 2011** konnte der Umsatz ggü. dem Vorjahreszeitraum um 2,8 % auf € 1.298,3 Mio. gesteigert werden. Das EBITDA stieg um 6,8 % auf € 161,7 Mio. Die EBITDA-Marge verbesserte sich von 12,0 % auf 12,5 %. Der Periodengewinn beträgt € 84,2 Mio. Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad blieben weitgehend stabil. Für das **Gesamtjahr 2011** erwartet RHÖN Umsatzerlöse von rd. € 2,65 Mrd., ein EBITDA von ca. € 340,0 Mio. (EBITDA-Marge: 12,8 %) und einen Konzerngewinn von ca. € 160,0 Mio. Positive Effekte werden hierbei v. a. durch den Abschluss des umfangreichen Investitionsprogramms für die Kliniken der Übernahmewelle 2005/06, insbesondere der Unikliniken Gießen und Marburg, erwartet.

Ausblick

- Bezüglich der **Marktentwicklung** trifft eine demografisch bedingt steigende Nachfrage nach Gesundheitsleistungen auf immer knappere Kassen der Ausgabenträger. Rückläufige Fördermittel führen zu geringeren Investitionsspielräumen insbesondere der Kliniken öffentlicher Träger und werden den Konsolidierungsdruck weiter erhöhen. Der bereits spürbare Mangel an Ärzten und qualifiziertem Pflegepersonal wird weiter zunehmen und stellt aus unserer Sicht ein hohes Risiko für Qualitätsverbesserungen und das Wachstum im Gesundheitsmarkt dar. Der Fachkräftemangel wird auch zu weiteren überproportionalen Tariferhöhungen führen und die Problematik aus steigenden Kosten bei gleichzeitig begrenzten Erlössteigerungen verschärfen.
- **Risiken** für die künftige Entwicklung sehen wir darüber hinaus durch gesundheitspolitische Entscheidungen, und hier insbesondere durch (weitere) Erlöskürzungen.
- Aus der Marktentwicklung ergeben sich im Rahmen des Konsolidierungsprozesses **Chancen** zur Übernahme weiterer, insbesondere kommunaler Kliniken. Die Fähigkeit zur nachhaltigen Sanierung von übernommenen Kliniken hat RHÖN aus unserer Sicht in der Vergangenheit bewiesen.

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2008		2009		2010	
	RHÖN	Peer Group	RHÖN	Peer Group	RHÖN	Peer Group
EBITDA-Marge (%)	12,4	12,7	12,3	12,6	12,1	12,1
Gesamtkapitalrentabilität (%)	8,5	7,8	6,7	7,9	7,0	8,3
ROCE (%)	11,9	12,2	10,4	13,0	10,0	14,5
Cashflow-ROI (%)	12,7	11,1	10,3	11,2	10,4	12,0
Eigenkapitalquote (%)	39,9	34,0	48,3	37,5	47,5	32,3
Verschuldungsgrad (%)	42,8	42,3	23,8	36,1	29,0	45,3
Gesamtverb./ EBITDA	4,7	6,2	5,0	5,7	5,1	6,2
Nettofinanzverb./ EBITDA	2,4	2,3	1,5	1,9	1,9	2,5
EBIT-Zinsdeckung (netto)	6,9	3,8	8,3	4,4	8,4	4,3
EBITDA-Zinsdeckung (netto)	10,6	5,9	12,9	6,7	13,0	6,3

Peer Group: Nur nationale Klinikgruppen in privater Trägerschaft

Ertragskraft und Rentabilität

- In der analytischen Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung haben wir die Aufwendungen aus dem Abgang von Anlagevermögen (2008: € 1,1 Mio., 2009: € 0,6 Mio., 2010: € 1,7 Mio., H1/2011: € 0,1 Mio.) in das a. o. Ergebnis gegliedert.
- Der Anstieg des Konzernumsatzes in 2010 um 9,9 % entfällt großteils auf die Bestandskliniken (+ 5,3 %). Durch die zum 31. Dezember 2009 bilanziell erstkonsolidierte MEDIGREIF-Gruppe stieg der Umsatz um € 97,7 Mio. bzw. 4,2 %. Der akutstationäre Bereich umfasst rund 97 % der Umsatzerlöse. Die ambulanten Erlöse wuchsen um 67,7 % auf € 22,3 Mio. Diese Entwicklung spiegelt die strategische Ausrichtung von RHÖN, dem Aufbau einer bundesweit flächendeckenden Krankenversorgung durch die Verzahnung von ambulanter und stationärer Versorgung mittels Ausbau von Medizinischen Versorgungszentren und Portalkliniken, wider. Bei nur geringen Preissteigerungen (rd. 1 %) resultiert der Anstieg des Konzernumsatzes überwiegend aus Leistungssteigerungen, die bei Budgetüberschreitungen (Mehrleistungen) seit 2010 wiederum mit einem Abschlag von 30 % vergütet werden.

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2008		2009		2010		Veränderung zum VJ (%)		H1/2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Umsatzerlöse / Gesamtleistung	2.130.277	100,0	2.320.089	100,0	2.550.384	100,0	8,9	9,9	1.298.299	100,0
Sonstige betriebliche Erträge	149.192	7,0	163.241	7,0	178.722	7,0	9,4	9,5	90.048	6,9
Personalaufwand	1.270.593	59,6	1.379.245	59,4	1.513.848	59,4	8,6	9,8	767.930	59,1
Sachaufwand ¹⁾	745.019	35,0	819.491	35,3	906.302	35,5	10,0	10,6	458.625	35,3
EBITDA	263.857	12,4	284.594	12,3	308.956	12,1	7,9	8,6	161.792	12,5
Betriebsergebnis (EBIT)	173.177	8,1	182.598	7,9	199.557	7,8	5,4	9,3	102.446	7,9
Finanzergebnis	-29.165	-1,4	-23.289	-1,0	-24.005	-0,9	-20,1	3,1	-12.049	-0,9
(davon Zinsaufwand)	32.556	1,5	26.917	1,2	31.223	1,2	-17,3	16,0	16.290	1,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	144.012	6,8	159.309	6,9	175.552	6,9	10,6	10,2	90.397	7,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	142.912	6,7	158.709	6,8	173.852	6,8	11,1	9,5	90.297	7,0
Jahresüberschuss	122.644	5,8	131.652	5,7	145.069	5,7	7,3	10,2	84.228	6,5

¹⁾ Materialaufwendungen + sonstige betriebliche Aufwendungen

- Die operative Ertragskraft hat sich mit einer EBITDA-Marge von 12,1 % (2009: 12,3 %) weiter leicht abgeschwächt. Dies resultiert insbesondere aus den für 2010 festgelegten Vergütungsabschlägen für Mehrleistungen. Hierbei konnte die Personalaufwandsquote durch Restrukturierungserfolge mit 59,4 % stabil gehalten werden. In der von 35,3 % (2009) auf 35,5 % gestiegenen Sachaufwandsquote wirken sich die höheren Aufwendungen für Honorarärzte infolge des zunehmenden Ärztemangels aus. Die operative Ertragskraft bewerten wir als gut.
- Die Personalkostenquote spielt eine bedeutende Rolle im Krankenhaussektor. Insbesondere von den noch nicht vollständig angeglichenen Ost-West-Tarifen und einigen größeren Kliniken in den ostdeutschen Bundesländern hat RHÖN in den vergangenen Jahren profitiert. Die ostdeutschen Kliniken erwirtschafteten bei einem Umsatzanteil von rd. 32 % mehr als die Hälfte des Konzern-EBITDA (Basis: 2008). Die zunehmende Tarifangleichung zusätzlich zu den insgesamt überproportional steigenden Personalkosten und gleichzeitig begrenzten Erlössteigerungen (Landesbasisfallwerte) wird RHÖN aus unserer Sicht in den kommenden Jahren überdurchschnittlich belasten.
- Das Finanzergebnis hat sich leicht verschlechtert. RHÖN begrenzt Zinsänderungsrisiken durch entsprechende Sicherungsinstrumente (Caps, Swaps).
- Die Netto-Zinsdeckungsrelationen (exkl. der Gewinne bzw. Verluste aus der Zeitwertänderung derivativer Finanzinstrumente) haben sich durch die Kapitalerhöhung im Jahr 2009 deutlich verbessert. Sie erreichen ein sehr gutes Niveau und gewährleisten eine hohe Verschuldungskapazität.
- Im **1. HJ 2011** wurde bei einem Anstieg der Patientenbehandlungen (stationär/teilstationär + 1,5 %, ambulant + 17,2 %) ein Umsatzwachstum von 2,8 % auf € 1.298,3 Mio. erwirtschaftet. Das EBITDA konnte durch weitere Restrukturierungserfolge überproportional um 6,8 % auf € 161,7 Mio. gesteigert werden, sodass sich die EBITDA-Marge auf 12,5 % (H1/2010: 12,0 %) verbesserte. Das Betriebsergebnis stieg durch erhöhte Abschreibungen infolge der Fertigstellungen verschiedener Betriebsgebäude um 4,1 % auf € 102,3 Mio. Das Finanzergebnis schwächte sich leicht ab. Der Konzerngewinn war durch steuerliche Einmaleffekte in Höhe von € 9,0 Mio. positiv beeinflusst und stieg um 18,6 % auf € 84,2 Mio. Die Umsatzrendite beträgt 6,5 % (H1/2010: 5,6 %).

Kapitalstruktur und Verschuldung

- Bei der Ermittlung der Strukturbilanz haben wir die Firmenwerte zu 25 % (2008: € 58,8 Mio., 2009 und 2010: € 80,8 Mio., H1/2011: € 84,1 Mio.) sowie die aktiven latenten Steuern bereinigt. Das Eigenkapital wurde entsprechend vermindert.

Strukturbilanz	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		Veränderung zum VJ (%)		30.06.2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Bilanzsumme	2.082.094	100,0	2.777.748	100,0	2.976.692	100,0	33,4	7,2	2.986.657	100,0
Langfristige Vermögenswerte	1.584.803	76,1	1.867.637	67,2	2.100.173	70,6	17,8	12,5	2.178.498	72,9
(davon Sachanlagevermögen)	1.387.012	66,6	1.599.861	57,6	1.827.488	61,4	15,3	14,2	1.884.670	63,1
Kurzfristige Vermögenswerte	497.291	23,9	910.111	32,8	876.519	29,4	83,0	-3,7	808.159	27,1
(davon liquide Mittel)	86.532	4,2	444.921	16,0	415.743	14,0	414,2	-6,6	360.261	12,1
Eigenkapital	830.463	39,9	1.342.139	48,3	1.413.643	47,5	61,6	5,3	1.447.895	48,5
Langfristige Verbindlichkeiten	729.393	35,0	757.164	27,3	964.102	32,4	3,8	27,3	1.032.225	34,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	522.238	25,1	678.445	24,4	598.947	20,1	29,9	-11,7	506.537	16,9
(Finanzverbindlichkeiten)	707.040	34,0	864.638	31,1	992.157	33,3	22,3	14,7	1.037.528	34,7

- Die Kapitalerhöhung im Jahr 2009 mit einem Mittelzufluss von € 444,8 Mio. führte zu einem starken Anstieg der Eigenmittel sowie des Liquiditätsbestandes. Die Investitionen und Akquisitionen wurden 2009 neben dem Verbrauch liquider Mittel durch die Erhöhung der Finanzverbindlichkeiten finanziert.
- Der Bilanzsummenanstieg um 7,2 % in 2010 resultiert aus der Erhöhung des Sachanlagevermögens (überwiegend Erfüllung von Investitionsverpflichtungen, die im Rahmen von Klinikübernahmen verhandelt wurden). Die Finanzierung der Investitionen erfolgte sowohl durch die Erhöhung der Finanzverschuldung als auch den Verzehr liquider Mittel. Die Nettofinanzverschuldung stieg von € 419,7 Mio. (2009) auf € 576,4 Mio. Die Eigenmittel stiegen durch Teilgewinthesaurierung weiter an. Die Eigenkapitalquote erreicht mit 47,5 % ein ausgezeichnetes Niveau. Der Verschuldungsgrad erhöhte sich auf 29,0 % und ist gleichfalls als ausgezeichnet zu bewerten. Die aus Unternehmenskaufverträgen resultierenden Kaufpreis- und Investitionsverpflichtungen, die i. W. bis 2012 zu tätigen sind, beliefen sich per 31. Dezember 2010 auf € 99,1 Mio. (31.12.2009: € 277,7 Mio.).
- Per **30. Juni 2011** hat sich die Bilanzsumme nur geringfügig erhöht. Durch die getätigten Investitionen erhöhte sich das Sachanlagevermögen und reduzierten sich die liquiden Mittel auf € 360,3 Mio. Die Nettofinanzverschuldung stieg um rd. € 100 Mio. auf € 677,3 Mio. Die Kapitalstruktur blieb mit einer EK-Quote von 48,5 % und einem Verschuldungsgrad von 31,9 % weitgehend stabil.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2008	2009	2010	H1/2011
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	187.000	212.500	221.500	64.900
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-254.800	-406.700	-316.000	-131.200
Free Cashflow	-67.800	-194.200	-94.500	-66.300
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-20.000	537.900	67.100	25.200

- Die im Betrachtungszeitraum gestiegenen Mittelzuflüsse aus der laufenden Geschäftstätigkeit sind auf den zunehmenden Geschäftsumfang zurückzuführen. Die umfangreichen Investitionsverpflichtungen sowie auch gezielte Akquisitionen führten zu über den operativen Mittelzuflüssen liegenden Ausgaben. Im Jahr 2008 führten der negative Free Cashflow sowie der zusätzliche Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit zu einem deutlichen Rückgang des Liquiditätsbestandes. Der hohe Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit in 2009 geht insbesondere auf die Kapitalerhöhung zurück. In 2010 hat RHÖN zur Refinanzierung von Finanzverbindlichkeiten sowie für allgemeine Unternehmenszwecke eine Anleihe über € 400 Mio. mit einer Laufzeit von 6 Jahren platziert.
- Zum 30. Juni 2011 verfügte RHÖN über einen syndizierten Kredit in Höhe von € 400 Mio. (Inanspruchnahme € 280 Mio.), der bis 2013 läuft. Im April 2010 wurde als Liquiditätsreserve eine revolvingende Kreditlinie über € 150 Mio. vereinbart, die zum 30. Juni 2011 keine Inanspruchnahme aufwies. Über weitere Kreditlinien liegen uns keine Informationen vor.
- RHÖN verfügt über eine gute Innenfinanzierungskraft, die die umfangreichen Investitionen im Betrachtungszeitraum jedoch nicht vollständig abdeckte. Aus der Kapitalerhöhung stehen umfangreiche liquide Mittel zur Verfügung, die RHÖN aus unserer Sicht eine komfortable finanzielle Flexibilität für den weiteren Expansionskurs durch Akquisitionen und Investitionen sichern.

Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als "erstklassig" bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Güteklasse". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
A	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
BBB	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
BB	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
B	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
CCC	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
CC	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
C	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
D	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
SD	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
NR	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
PLUS (+) MINUS (-)	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter www.eulerhermes-rating.com abrufbar ist. Der Ratingbericht wurde auf Basis öffentlich verfügbarer Geschäftsberichte, Ad Hoc Meldungen und allgemeiner Marktinformationen erstellt. Euler Hermes Rating hält die Qualität der über das geratete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Das geratete Unternehmen oder mit ihm verbundene Dritte waren nicht in den Ratingprozess eingebunden und Euler Hermes Rating hatte keinen Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des gerateten Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Dritten. Das Rating wurde dem gerateten Unternehmen oder dem mit ihm verbundenen Dritten mitgeteilt und nach der Mitteilung vor seiner Veröffentlichung nicht geändert.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind.

Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeiner Jurisdiktion.