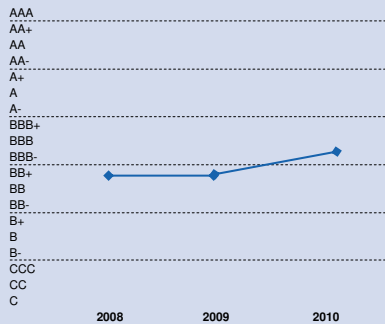


Rating: BBB- (FSR - PI)*

Entwicklung



Kurzprofil

Sana ist ein bundesweit tätiger Träger und Betreiber von 40 Akutkrankenhäusern, 3 Rehakliniken, 12 Altenpflegeheimen und 18 MVZ. Darüber hinaus sind 14 Einrichtungen im Sana-Management. Der Konzern beschäftigt knapp 22.500 Mitarbeiter und erwirtschaftete 2010 einen Umsatz von € 1,48 Mrd.

Stärken:

- flexible Teilnehmungsmodelle und strategische Partnerschaften bieten Vorteile bei Privatisierung kommunaler Kliniken
- Fähigkeit zur nachhaltigen Sanierung von Kliniken

Schwächen:

- Klinikenportfolio enthält historisch bedingt viele kleine Häuser

Ertragskraft und Rentabilität:

befriedigend

Kapitalstruktur und Verschuldung:

befriedigend bis gut

Finanzielle Flexibilität:

sehr gut

Analyse:	Euler Hermes Rating Gasstraße 18, Haus 2 22761 Hamburg
Datum:	26. 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

Kapitalerhöhung sichert gute Kapitalstruktur und hohe Liquidität für weiteren Wachstumskurs – Upgrade auf „BBB-“

Aktuelle Entwicklung

Entgegen dem Markttrend hat die Sana Kliniken AG in den vergangenen Jahren einige bedeutende Akquisitionen getätigt und ihre Marktposition deutlich verbessert. In Abgrenzung zu anderen privaten Klinikketten geht Sana auch Minderheitsbeteiligungen ein und ist dadurch oftmals der bevorzugte Partner der Kommunen bei Klinikprivatisierungen. Der Umsatz stieg 2010 um 18,4 % auf € 1,48 Mrd. Die Portfoliostruktur hat sich durch die Übernahme großer Häuser deutlich verbessert. Die operative Ertragskraft hat sich durch die Verbesserung von Prozessen (insb. Einkauf) sowie Kostendegressionseffekte erhöht und erreicht mit einer EBITDA-Marge von 9,7 % ein gutes Niveau. Restrukturierungspotenzial sehen wir insbesondere in der Personalproduktivität in den neuen Kliniken, die derzeit noch eine vergleichsweise hohe Personalaufwandsquote aufweisen. Aufgrund der jüngsten Klinikenakquisitionen hat sich die Kapitalstruktur insgesamt abgeschwächt. Kapitalstruktur und Verschuldungskennzahlen per Ende 2010 betrachten wir als befriedigend bis gut. Die Hauptversammlung am 21. Juni 2011 hat eine Kapitalerhöhung um € 160 Mio. beschlossen, wovon die Hälfte bereits eingezahlt wurde. Dadurch wird die Kapitalstruktur wieder gestärkt. Die finanzielle Flexibilität für den geplanten weiteren Expansionskurs bewerten wir als sehr gut. Im 1. HJ 2011 konnte Sana den Umsatz um 10,4 % auf € 809 Mio. erhöhen. Das EBITDA stieg leicht überproportional auf € 70,5 Mio. (EBITDA-Marge 8,7 %).

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 Tarifierhöhungen 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 Sana aus unserer Sicht in der Vergangenheit bewiesen.

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2008		2009		2010	
	Sana	Peer Group	Sana	Peer Group	Sana	Peer Group
EBITDA-Marge (%)	9,6	12,7	8,9	12,6	9,7	12,1
Gesamtkapitalrentabilität (%)	5,9	7,8	5,5	7,9	6,2	8,3
ROCE (%)	10,4	12,2	10,8	13,0	11,2	14,5
Cashflow-ROI (%)	9,5	11,1	9,3	11,2	9,8	12,0
Eigenkapitalquote (%)	29,2	34,0	31,5	37,5	26,4	32,3
Verschuldungsgrad (%)	44,5	42,3	36,7	36,1	50,8	45,3
Gesamtverb./ EBITDA	7,5	6,2	7,3	5,7	7,5	6,2
Nettofinanzverb./ EBITDA	2,5	2,3	2,0	1,9	2,8	2,5
EBIT-Zinsdeckung (netto)	3,7	3,8	3,2	4,4	3,4	4,3
EBITDA-Zinsdeckung (netto)	6,4	5,9	5,6	6,7	5,6	6,3

Peer Group: Nur nationale Klinikgruppen in privater Trägerschaft

Ertragskraft und Rentabilität

- In der analytischen Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung haben wir die außerordentlichen Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen (2009: € 5,8 Mio., 2010: € 6,7 Mio.) in das außerordentliche Ergebnis gegliedert. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthielten 2008 € 2,9 Mio., 2009 € 15,9 Mio. und 2010 € 6,2 Mio. Erträge aus der Auflösung des passivischen Unterschiedsbetrages bzw. Überschüsse des erworbenen Eigenkapitals über den Kaufpreis im Rahmen des Erwerbs von Minderheitsanteilen, der als Sanierungsbeitrag des Klinikverkäufers Anlaufverluste kompensieren soll. Wir haben diese Beträge zur Hälfte in das außerordentliche Ergebnis gegliedert.
- Bei einem organischen Wachstum von 6,9 %, das wesentlich durch die Schwerpunkt- und Maximalversorger getrieben wurde, geht die Umsatzerhöhung um 18,4 % maßgeblich auf die Übernahme der Regio Kliniken zum 1. Januar 2010 zurück (Umsatz 2010 rd. € 160 Mio., operatives Ergebnis € -2,4 Mio.). Diese Akquisition stellt zugleich den größten Erwerb in der Unternehmensgeschichte dar. Darüber hinaus wurden zum 1. September 2010 die Rummelsberger Kliniken erworben und die Beteiligungen an zwei Kliniken (Hameln-Pyrmont sowie Dahme-Spreewald) aufgestockt. Bereits in den Vorjahren hatte die Sana AG entgegen dem Markttrend einige bedeutende Akquisitionen getätigt und durch die Übernahme von Schwerpunkt- und Maximalversorgern die Portfoliostruktur stark verbessert. Sana konnte dadurch seine Marktposition aus unserer Sicht stark ausbauen. In Abgrenzung zu anderen privaten Klinikketten geht Sana auch Minderheitsbeteiligungen ein und ist dadurch oftmals der bevorzugte Partner der Kommunen bei Klinikprivatisierungen.
- Etwa 84 % der Umsätze werden mit Krankenhausleistungen erwirtschaftet. Die ambulanten Umsätze (inkl. MVZ) sind in den vergangenen Jahren stark überproportional gestiegen (2009: € 52,1 Mio., 2010: € 64,0 Mio.) und stellen inzwischen 4,3 % der Erlöse. Die Umsätze im Logistikbereich, der über die eigenen Kliniken hinaus die materialwirtschaftlichen Logistikprozesse für konzernfremde Kliniken abwickelt, stiegen nach einer sehr dynamischen Entwicklung in den Vorjahren in 2010 um 2,5 % auf € 46,9 Mio. (Umsatzanteil 3,2 %). Bei wachsendem Volumen und geringeren Margen werden die operativen Ergebnismargen des Konzerns hierdurch zunehmend belastet.

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2008		2009		2010		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010
Umsatzerlöse / Gesamtleistung	1.063.516	100,0	1.253.998	100,0	1.484.860	100,0	17,9	18,4
Sonstige betriebliche Erträge	78.669	7,4	86.949	6,9	97.644	6,6	10,5	12,3
Personalaufwand	625.616	58,8	746.556	59,5	892.709	60,1	19,3	19,6
Sachaufwand ¹⁾	414.967	39,0	482.430	38,5	545.137	36,7	16,3	13,0
EBITDA	101.602	9,6	111.961	8,9	144.658	9,7	10,2	29,2
Betriebsergebnis (EBIT)	58.580	5,5	64.482	5,1	88.967	6,0	10,1	38,0
Finanzergebnis	-15.982	-1,5	-20.046	-1,6	-25.993	-1,8	25,4	29,7
(davon Zinsaufwand)	21.219	2,0	21.749	1,7	28.866	1,9	2,5	32,7
Ergebnis der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	42.598	4,0	44.436	3,5	62.974	4,2	4,3	41,7
Ergebnis vor Steuern (EBT)	44.036	4,1	46.647	3,7	59.414	4,0	5,9	27,4
Jahresüberschuss	36.214	3,4	40.315	3,2	47.660	3,2	11,3	18,2

¹⁾ Materialaufwendungen + sonstige betriebliche Aufwendungen

- Nachdem sich in 2009 die operative Ertragskraft infolge des Erwerbs von jeweils 49 % an den Schwerpunktversorgern Hameln-Pyrmont und Hoyerswerda abgeschwächt hatte, konnte das EBITDA in 2010 überproportional gesteigert werden. Während sich die Personalaufwandsquote aufgrund des Restrukturierungsbedarfs der neuen Kliniken auf 60,1 % erhöhte, konnte die Sachaufwandsquote auf 36,7 % gesenkt werden. Hierbei konnten die Materialaufwendungen durch weitere Standardisierungs- und Konzentrationsprozesse im Einkauf relativ zum Erlösanstieg reduziert werden. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wirkte sich insbesondere der Kostendegressionseffekt aus. Wir betrachten die operative Ertragskraft mit einer EBITDA-Marge von 9,7 % als gut. Die Rentabilitätskennzahlen stellen sich durch die gestiegene Ertragskraft verbessert dar und erreichen aus unserer Sicht ein befriedigendes Niveau.
- Das Finanzergebnis hat sich durch eine starke Ausweitung der Finanzverschuldung von € -20,0 Mio. (2009) auf € -26,0 Mio. abgeschwächt. Sana begrenzt Zinsänderungsrisiken durch entsprechende Sicherungsinstrumente. Die Zinsdeckungsrelationen bewerten wir als befriedigend bis gut. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit stieg infolge der Umsatzausweitung in Verbindung mit der Verbesserung der operativen Ertragskraft um 41,7 % auf € 63,0 Mio. Durch das a. o. Ergebnis (siehe Bereinigungen) sowie höhere Steueraufwendungen stieg der Jahresüberschuss um 18,2 % auf € 47,7 Mio.
- Im 1. HJ 2011 konnte Sana den Umsatz um 10,4 % auf € 809 Mio. steigern. Das EBITDA erhöhte sich leicht überproportional auf € 70,5 Mio. Die EBITDA-Marge verbesserte sich leicht auf 8,7 % (H1/2010: 8,6 %).

Kapitalstruktur und Verschuldung

- Bei der Ermittlung der Strukturbilanz haben wir die Firmenwerte zu 25 % bereinigt und das Eigenkapital entsprechend vermindert (2008: € 21,8 Mio., 2009: € 34,4 Mio., 2010: € 52,3 Mio.). Des Weiteren wurden die Forderungen gegen Gesellschafter (2008: € 1,2 Mio., 2009: 0,6 Mio., 2010: € 0,2 Mio.) vom Eigenkapital gekürzt. Die Gesellschafterverbindlichkeiten (2008: € 48,6 Mio., 2009: € 48,7 Mio., 2010: € 60,7 Mio.) haben wir zur Hälfte als Finanzverbindlichkeiten eingestuft. Das Genussscheinkapital haben wir vollständig als Eigenkapital angerechnet.
- Die zahlreichen Akquisitionen der vergangenen Jahre spiegeln sich in dem starken Bilanzsummenwachstum wider. In 2009 wurde der Erwerb von Kliniken bei reduzierter Finanzverschuldung durch die zugeflossenen Mittel aus der Emission von Genussscheinen finanziert. Durch die Emission haben sich zugleich die liquiden Mittel erhöht. In 2010 hat Sana durch die Platzierung von Schuldscheindarlehen in Höhe von € 200 Mio. die Finanzverschuldung stark ausgeweitet. Die liquiden Mittel sind auf € 179,7 Mio. angestiegen. Die aus Unternehmenskaufverträgen resultierenden Investitionsverpflichtungen beliefen sich per 31. Dezember 2010 auf € 134,2 Mio.

Strukturbilanz	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010
Bilanzsumme	1.074.165	100,0	1.199.642	100,0	1.481.368	100,0	11,7	23,5
Langfristige Vermögenswerte	645.357	60,1	732.211	61,0	917.425	61,9	13,5	25,3
(davon Sachanlagevermögen)	539.758	50,2	585.758	48,8	722.779	48,8	8,5	23,4
Kurzfristige Vermögenswerte	428.808	39,9	467.431	39,0	563.943	38,1	9,0	20,6
(davon liquide Mittel)	148.716	13,8	160.233	13,4	179.739	12,1	7,7	12,2
Eigenkapital	314.074	29,2	377.362	31,5	391.103	26,4	20,2	3,6
(davon Mezzanine Kapital)	24.311	2,3	87.757	7,3	93.926	6,3	261,0	7,0
Langfristige Verbindlichkeiten	500.139	46,6	497.564	41,5	683.735	46,2	-0,5	37,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	259.952	24,2	324.716	27,1	406.530	27,4	24,9	25,2
(Finanzverbindlichkeiten)	400.518	37,3	379.001	31,6	583.640	39,4	-5,4	54,0

- Die Eigenmittelausstattung ist in 2009 durch die Genussrechtsemission gestiegen. Darüber hinaus wurde das Eigenkapital durch die Thesaurierung eines Großteils der Jahresüberschüsse sukzessive erhöht. Die wirtschaftliche EK-Quote ist durch den starken Bilanzsummenanstieg in 2010 gesunken. Die EK-Quote von 26,4 % bewerten wir als gut. Infolge der stark gestiegenen Finanzverschuldung ist der Verschuldungsgrad auf 50,8 % gestiegen und erreicht ein befriedigendes Niveau. Das Entschuldungspotenzial hat sich gleichfalls auf befriedigende Werte abgeschwächt.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2008	2009	2010
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	81.793	101.433	105.858
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-36.259	-84.107	-141.336
Free Cashflow	45.534	17.326	-35.478
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	5.877	-5.809	54.984

- In 2010 hat sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit leicht erhöht. Hierbei steht einem starken Ergebnisanstieg eine erhöhte Mittelbindung im Working Capital (insbesondere gestiegene Kundenforderungen) gegenüber. In den Jahren 2008 und 2009 ergab sich trotz der Akquisitionstätigkeit ein positiver Free Cashflow, der in 2009 zur Rückführung der Finanzverschuldung verwendet wurde. In 2010 ergab sich durch die Klinikübernahmen ein negativer Free Cashflow. Der hohe Mittelzufluss aus der Finanzierungstätigkeit resultiert maßgeblich aus der Aufnahme von Schuldscheindarlehen, mit denen nur teilweise andere Finanzverbindlichkeiten refinanziert wurden.
- Insgesamt verfügt Sana über eine gute Innenfinanzierungskraft. Für die Betriebsmittelfinanzierung stehen Sana Kontokorrentlinien in Höhe von insgesamt € 81,5 Mio. (Stand: 31. Dezember 2010) zur Verfügung. Weitere Informationen über Finanzierungsversprechen liegen uns nicht vor. Insgesamt bewerten wir die finanzielle Flexibilität für den geplanten Expansionskurs durch Akquisitionen und Investitionen unter Berücksichtigung der aus der Kapitalerhöhung zufließenden Mittel als sehr gut.

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.