

SeniVita Social Estate AG

Neuemission

Immobilien/Gesundheitswesen

Deutschland

10. April 2015

Geschäftsmodell mit Wachstumspotential

Neuemission Wandelschuldverschreibung

- Das Unternehmen **SeniVita Social Estate AG**, eine Tochtergesellschaft der **SeniVita Sozial gGmbH**, plant die Emission einer 6,5%-igen Wandelschuldverschreibung mit einem Gesamtvolumen von €50 Mio. Die Wandelanleihe wird im Open Market Segment der Deutsche Börse AG eingeführt. Notierungsaufnahme ist für den 12. Mai 2015 vorgesehen.
- Die Emission erhielt von der Ratingagentur **Euler Hermes** das Rating **BB** und das Unternehmen das Rating **BB minus stabil**.
- Jeweils nominal **€1.000** der Wandelschuldverschreibung **beinhalten das Recht**, in der Zeit vom 1. Oktober 2018 bis zum 31. Januar 2020 in 100 Aktien des Unternehmens zu einem Preis von €10 je Aktie ohne Zuzahlung zu wandeln.
- Die **Besicherung der Forderungen der Anleihegläubiger erfolgt über Grundpfandrechte** an den Immobilien, die über einen Treuhandvertrag geregelt sind. Der Treuhänder übernimmt dabei die Mittelverwendungskontrolle. Darüber hinaus wurde eine Zinsreserve zur Sicherung der Zinszahlungen eingerichtet.
- Die **SeniVita Social Estate AG hat sich auf die Projektierung, die Planung, den Bau und Verkauf von Wohnungen**, die nach dem Altenpflege-Konzept 5.0 ausgerichtet sind, spezialisiert. Die ambulanten Pflegedienstleistungen werden von ausgewählten Franchisepartnern übernommen. Die Baukompetenz für Neu- und Umbauprojekte liegt beim Mitgesellschafter und langjährigen Partner **Ed. Züblin AG**.

Neuemission

WKN- WSV ¹⁾:	A13SHL
ISIN – WSV:	DE000A13SHL2
Max. Volumen:	EUR 50 Mio.
Platzierungsvol.:	EUR 47,5 Mio.
Zinskupon:	6,50%
Zinszahlung:	jährlich
Nominalbetrag:	EUR 1.000
Ausgabekurs:	100%
Emissionsrating:	BB
Unternehmen:	BB- stabil
Ratingagentur:	Euler Hermes
Wandlungspreis:	EUR 10
Wandlung:	Nom. €1.000- 100 Aktien
Wandlung:	1.10.2018 bis 31.01.2020
Laufzeit (WSV):	5 Jahre
Fälligkeit:	12. Mai 2020
Erste Notierung:	12. Mai 2015
Zeichnungsfrist:	23.04.- 8.05.15
Börsensegment:	Open Market
Börse:	Frankfurt
Leadmanager:	ICF BANK AG

1) WSV=Wandelschuldverschreibung

Kennzahlen

Jahr bis Dez.	Umsatz (€Mio.)	EBITDA (€Mio.)	EBIT (€Mio.)	Netto-ergebnis (€Mio.)	NAV je Aktie (€)	EBITDA - Marge (%)	EBIT- Marge (%)	EK-Quote (%)
2014 pf *)	12,5	1,0	0,9	0,0	0,0	7,6%	7,3%	1,5%
2015E	13,0	1,0	1,0	-0,9	0,9	7,3%	7,3%	13,8%
2016E	52,0	15,9	15,9	8,8	1,8	30,5%	30,5%	26,4%
2017E	66,3	20,5	20,5	12,1	3,0	30,9%	29,3%	37,5%

Quelle: fairesearch, *)pf = pro-forma

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Zusammenfassung	4
Die Emissionsbedingungen	6
Das Sicherheitenkonzept	7
Marktstrukturen und – entwicklung.....	9
Der deutsche Markt für Pflegeleistungen.....	9
Der demographische Wandel	10
Der Markt für Pflegeimmobilien	12
Begriffsdefinition	12
Hoher Investitionsbedarf in die Pflegeeinrichtungen	12
Anbieterstruktur.....	13
Steigende Anzahl pflegebedürftiger Personen	13
Die Bedarfsplanung	14
Hoher Modernisierungsbedarf	14
Wachstumsmarkt Pflegeeinrichtungen	15
Bedarfsanalyse SeniVita im Einzelfall	18
Rechtliche Rahmenbedingungen	19
Die Soziale Pflegeversicherung.....	19
Das Heimgesetz.....	19
Die Pflegeeinrichtung	21
Wettbewerbsstrukturen	24
Konsolidierungsprozess in der Immobilienindustrie	24
Korian-Médica wächst über Akquisitionen.....	25
ORPEA.....	25
Deutsche Wohnen AG	26
Eyemaxx AG	26
Conesta.....	27
Die Altenpflege 5.0	28
Das Unternehmen	31
Das Geschäftsmodell.....	31
Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.....	37
Unternehmensbewertung	41
Die Planungsprämissen	41
Der Kapitalisierungsfaktor.....	42

Bewertung Vergleichsunternehmen.....	44
Finanz- und Ertragsentwicklung.....	49
Gewinn- und Verlustrechnung	51
Cash Flow	52
Bilanz	53
Vertragsbedingungen	54

Zusammenfassung

Die Wandelschuldverschreibung bietet eine interessante Möglichkeit, von dem Wachstumsmarkt Pflegeimmobilien zu profitieren. Das Risiko für den Investor ist u. E. auch aufgrund des Sicherheitenkonzepts begrenzt. Die Wandelschuldverschreibung bietet mit der attraktiven Verzinsung, der relativ hohen Fungibilität sowie der Möglichkeit der Wandlung in Inhaberaktien ein ausgewogeneres Chance/Risiko-Profil als vergleichbare Kapitalanlagen bzw. der direkte Erwerb von Pflegeeinrichtungen/Wohnungen oder indirekt über Fondsgesellschaften.

Die Wandlung in Aktien des Unternehmens kann in dem Zeitraum 2018 bis 2020 erfolgen. Der Börsengang, der für das Jahr 2018 vorgesehen ist, erfolgt aber erst dann, wenn das Geschäftsmodell sich bereits erfolgreich am Markt durchsetzen konnte. Der Wandlungszeitraum ist weit gesteckt, so dass man sich innerhalb des Zeitraumes entscheiden kann, ob eine Wandlung sinnvoll ist. Erfolgt keine Wandlung (kein Börsengang), erhält der Anleger 103,0% des Nominalwertes der Anleihe zurück. Sollte das Geschäftsmodell früher als geplant erfolgreich sein, lässt sich der Erfolg bereits an dem Kurswert der Wandelschuldverschreibung ablesen.

Die SeniVita Social Estate AG positioniert sich als Anbieter für Pflegeimmobilien. Eine Drittverwendung als Wohn- oder Geschäftshaus ist dabei durchaus auch möglich. Das Geschäftsmodell des Unternehmens stützt sich dabei auf das Know-how der SeniVita Sozial gGmbH und des Baukonzerns Ed. Züblin AG. Beide Partner haben bereits in der Vergangenheit eng zusammen gearbeitet. Die Wertschöpfungskette beinhaltet die Projektierung, Planung, den Bau und Verkauf der Wohnungen, die auf das innovative Konzept der Altenpflege 5.0 ausgerichtet sind. Die gesamte Pflegeeinrichtung wird dabei von dem Franchisepartner gemietet. Der Franchisepartner betreibt den ambulanten Pflegedienst und organisiert die häusliche Pflege und die Tagespflege. Vertrieben werden die Immobilien über die örtlichen Sparkassen und Raiffeisenbanken.

Die SeniVita Social Estate AG unterliegt anders als die SeniVita Sozial gGmbH nicht der Gemeinnützigkeit und kann später als börsennotiertes Unternehmen wesentlich besser die Wachstumschancen im Markt für Pflegeeinrichtungen wahrnehmen. Die Schaffung einer eigenen Immobiliengesellschaft mit einem variablen Geschäftsmodell mit Hilfe der SeniVita Sozial gGmbH ist unter strategischen Gesichtspunkten genau der richtige, aber auch einzig mögliche Weg, um das Konzept Altenpflege 5.0 möglichst zeitnah und flächendeckend in Bayern, Baden-Württemberg und Österreich umzusetzen.

Der Markt für Pflegeeinrichtungen wird in den nächsten Jahren allein aufgrund der demographischen Entwicklung weiter wachsen. So ist die Zahl der pflegebedürftigen Personen im Zeitraum von 2002 bis

2013 von 1,9 Mio. um jährlich 2,5% auf 2,5 Mio. gestiegen bzw. einschließlich der privaten Pflegeversicherung auf 2,63 Mio. Diese Wachstumsrate wird sich beschleunigen. Im Jahr 2030 rechnet man bereits mit 3,31 Mio. Pflegebedürftigen und im Jahr 2050 mit über 4,36 Mio.

Die Emissionsbedingungen

Die SeniVita Social Estate AG plant die Ausgabe einer fünfjährigen Wandelschuldverschreibung mit einem Gesamtvolumen von €50 Mio. und einem Zinssatz von 6,5%. Der Nennbetrag beträgt €1.000 je Wandelschuldverschreibung. Bei vollständiger Platzierung dient der Nettoemissionserlös zur Finanzierung der Projektentwicklung und dem Bau/Umbau und Erwerb von Pflegeeinrichtungen nach dem Konzept der Altenpflege 5.0.

Das öffentliche Angebot erfolgt in Deutschland und Österreich. In dem Zeitraum vom 23. April bis voraussichtlich zum 08. Mai 2015 ist eine Zeichnung über die Zeichnungsfunktionalität der Frankfurter Wertpapierbörse möglich. Die Aufnahme der Notierung erfolgt am 12. Mai 2015 im Open Market Segment (Freiverkehr) der Deutsche Börse AG in Frankfurt. Das Unternehmen hat sich freiwillig zur Einhaltung der Transparenzanforderungen des Entry Standards verpflichtet. Die Deutsche Börse lässt generell die Einbeziehung der Wandelschuldverschreibung im Entry Standard nicht zu, sondern nur im Quotationboard.

Der Wandlungszeitraum beginnt am 1. Oktober 2018 und endet am 31. Januar 2020. Der Wandlungspreis beträgt €10 je Aktie. Eine Zuzahlung oder Prämie ist nicht vorgesehen. Bei Einreichung einer Wandelschuldverschreibung mit dem Nominalwert €1.000 werden 100 Aktien geliefert. Sollte das Unternehmen einen Börsengang bis zum 30.06.2019 durchgeführt haben, unterliegen die gelieferten Aktien einem Lock-up Zeitraum ab Ankündigung des Börsenganges bis zu einer Frist von sechs Monaten nach dem Tag der Notierungsaufnahme. Die Wandlung ist vom 1. Oktober 2018 bis einschließlich 31. Januar 2020 vorbehaltlich einzelner Nichtausübungszeiträume möglich.

Ist keine Wandlung in Aktien bis zum Ablauf des Ausübungszeitraumes möglich (kein Börsengang der SeniVita Social Estate AG), beträgt der Rückzahlungsbetrag 103,0% des Nennbetrages zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die Wandelschuldverschreibungen verbriefen neben dem Recht auf Zahlung von Zinsen und Rückzahlung des Nominalbetrages auch das Recht auf Wandlung der Schuldverschreibung in Aktien des Unternehmens. Es handelt sich bei der Wandlung in Aktien um auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von € 1,00. Bis zum Beginn der Wandlungsmöglichkeit in Aktien haben sich die zwei Großaktionäre SeniVita Sozial gGmbH und Ed. Züblin AG auf eine Ausschüttungsquote von maximal 30% des Jahresüberschusses festgelegt.

Das Unternehmen hat sich die Möglichkeit einräumen lassen, seine Rechtsform von einer AG in eine KGaA zu wandeln. Diese Maßnahme würde primär dazu dienen, möglichen Übernahmen vorzubeugen.

Die Wandelschuldverschreibungen sind aufgrund der Bestellung von Grundschulden und der Abtretung von Mietforderungen auf einem Treuhandkonto besicherte Verbindlichkeiten. Die auf den Inhaber lautenden Wandelschuldverschreibungen sind im Rang gleichberechtigt, besichert und nicht nachrangig. Die Bestellung der Sicherheiten erfolgt zugunsten des Treuhänders, der im Interesse der Anleihegläubiger handelt.

Die Wandelschuldverschreibung sieht mehrere Sonderkündigungsrechte vor. So kann die Emittentin die noch ausstehenden Wandelschuldverschreibungen kündigen, wenn insgesamt weniger als 10% noch ausstehen. Außerdem gibt es ein Kündigungsrecht für den Anleger bei Kontrollwechsel, wenn mindestens 30% der Anleihegläubiger dieses Recht ausüben. Wird gegen die Ausschüttungsbegrenzung von 30% verstoßen, besteht ebenfalls ein Kündigungsrecht. Ebenso ist ein Kündigungsrecht bei Drittverzug vorgesehen.

Die Ratingagentur Euler Hermes hat sowohl ein Emissionsrating als auch ein Unternehmensrating durchgeführt. Nach Einschätzungen von Euler Hermes verfügt das Unternehmen über ein leicht überdurchschnittliches Geschäfts- und Finanzrisiko und wurde daher mit BB-stabil (Anker-Rating) bewertet. Das Rating der Wandelschuldverschreibung liegt mit BB leicht über dem Unternehmensrating.

Das Sicherheitenkonzept

Das Unternehmen hat die Geschäftstätigkeiten bereits aufgenommen. Es ist allerdings schwierig einzuschätzen, ob sich das Geschäftsmodell am Markt erfolgreich etablieren kann. Aus diesem Grund wurde ein Sicherheitenkonzept entwickelt, um das Risiko für die Investoren in der Anfangsphase möglichst niedrig zu halten.

Dieses Sicherheitenkonzept führt dazu, dass SSE nicht nur ein Emissionsrating, sondern auch ein Unternehmensrating von der Ratingagentur Euler Hermes erhalten hat. Hier unterscheidet sich das Unternehmen deutlich von anderen Marktteilnehmern im Segment für Mittelstandsanleihen. Die Kosten für den Treuhänder (geschätzt ca. €30.000 pro Jahr) relativieren sich vor dem Hintergrund einer günstigeren Finanzierung bzw. eines niedrigeren Zinssatzes für die Wandelschuldverschreibung.

Das Unternehmen hat mit der RB Treuhand GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft in Berlin einen Treuhandvertrag abgeschlossen. Vertragsgegenstand ist die treuhänderische Verwahrung und Verwaltung des Nettoemissionserlöses sowie der Projekterlöse. Die Mittelverwendungskontrolle durch den Treuhänder erfolgt fortlaufend. Die Verwaltung der Sicherheiten (Grundschulden und Sicherungsabtretung) erfolgt im Auftrag der Anleihegläubiger.

Die Erfüllung der Forderungen auf Rückzahlung der Wandelschuldverschreibungen ist durch Grundpfandrechte sowie Sicherungsabtretungen von Forderungen aus Mietverträgen und dem Erlös aus der Teilveräußerung von Projekten nach Vornahme der Realteilung besichert. Bei der Umsetzung konkreter Projekte erfolgt dann die Erhöhung der Grundpfandrechte bzw. die Einhaltung der Projekterlöse bis der Wert der Sicherheiten den Nominalbetrag der Wandelschuldverschreibung deckt.

Im ersten Jahr der Laufzeit wird dabei ein Teil des Nettoemissionserlöses zurückgehalten. Die Zinszahlungen für das erste Jahr verbleiben somit auf dem Treuhandkonto. Das zweite Jahr wird durch das Ansparen einer Zinsreserve aus den Projekterlösen abgesichert. Die Sicherheiten werden verwertet, sobald Zahlungen auf die Wandelschuldverschreibungen fällig geworden sind und das Unternehmen sich einen Monat im Verzug befindet.

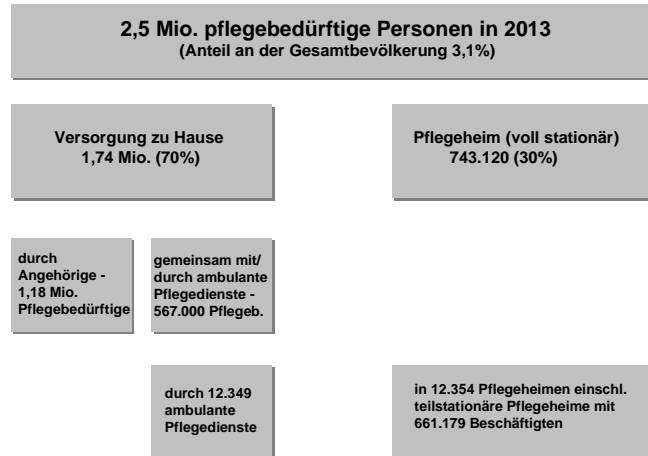
Marktstrukturen und – entwicklung

Zahl der pflegebedürftigen Personen nimmt weiter zu

Der deutsche Markt für Pflegeleistungen

Pflegebedürftige nach Versorgungsart (2013)

Pflegebedürftige nach Versorgungsart



Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2011 und 2013, fairesearch

Nach Angaben der Pflegestatistik für das Jahr 2013 waren 2,5 Mio. Personen in Deutschland pflegebedürftig. Dies entspricht einer Pflegequote von 3,1% gemessen an der Gesamtbevölkerung. Im Jahr 2011 lag die Gesamtzahl der Leistungsbezieher noch bei 2,3 Mio. Von den 2,5 Mio. Pflegebedürftigen wurden 1,74 Mio. ambulant versorgt und 740.253 stationär. Der Anteil der ambulanten Pflege ist dabei im Vergleich zur stationären Pflege weiter von 69,3% in 2011 auf 70,1% in 2013 gestiegen. In den vollstationären Pflegeheimen waren die betreuten pflegebedürftigen Personen deutlich älter als die zu Hause betreuten. Rund 50% der Heimbewohner waren älter als 85 Jahre, während ihr Anteil bei den zu Hause Versorgten bei ca. 30% lag. Die Pflegebedürftigkeit nimmt mit dem Alter weiter zu. So sind bei den 70- bis 75-Jährigen nur 5% pflegebedürftig, während bei den über 90-Jährigen die Quote auf 58% ansteigt.

Marktstruktur Pflegeheime und Pflegedienste nach Träger				
Stationäre Pflege	Pflegeheime	in %	Verfügbare Plätze	in %
Private Träger	4.998	40,5%	323.976	37,0%
Freigemeinnützige Träger	6.721	54,4%	498.410	56,9%
Öffentliche Träger	635	5,1%	53.163	6,1%
Summe	12.354	100,0%	875.549	100%
Ambulante Pflege	Pflegedienste	in %	Verfügbare Plätze	in %
Private Träger	7.772	62,9%	279.964	48,6%
Freigemeinnützige Träger	4.406	35,7%	287.244	49,8%
Öffentliche Träger	171	1,4%	9.056	1,6%
Summe	12.349	100,0%	576.264	100%

Quelle: fairesearch, Bundesministerium für Gesundheit, Statistisches Bundesamt 2011

Öffentliche Träger verlieren weiter an Bedeutung

Im Jahr 2011 gab es nach Angaben des Statistischen Bundesamtes insgesamt 12.354 Pflegeeinrichtungen. Auf die privaten Träger entfielen dabei 40,5% aller Pflegeheime und 37% der verfügbaren Pflegeplätze. Der Anteil der öffentlichen Träger ist kontinuierlich zurückgegangen und liegt jetzt nur noch bei 5,1% bzw. insgesamt 635 Pflegeheime mit dem Schwerpunkt in der stationären Pflege. Die Anzahl der öffentlichen Träger wird in den nächsten Jahren zugunsten der privaten weiter abnehmen. Dies hängt u.a. auch von der Wirtschaftlichkeit der Trägerorganisationen ab. Der öffentliche Träger der Altenpflege, der sich nach den Tarifverträgen des öffentlichen Dienstes richtet, zahlt in der Regel höhere Löhne, als die privaten bzw. gemeinnützigen Träger. Nach einer Studie der Dienstleistungsgewerkschaft Verdi aus den Jahren 2007/08 verdient die Hälfte der Vollbeschäftigten in der Altenpflege maximal €1.500 brutto. Das Gehalt von 25% der Pflegekräfte liegt zwischen €1.500 und €2.000. Nur 20% verdienen mehr als €2.000.

Anteil der Personen alter als 80 Jahre steigt auf 14,8% in 2050

Der demographische Wandel

Der Anteil der Personen, die über 80 alt sind, wird sich in den nächsten Jahren gemessen an der Gesamtbevölkerung deutlich erhöhen. Im Jahr 2050 wird die Quote bei 14,8% liegen. Diese Entwicklung ist ausschließlich auf die demographische Alterung zurückzuführen.

Anzahl älterer Personen über 80 in %			
in Mio.	Gesamtbevölkerung	Personen über 80	in % gesamt
2008	82,0	4,0	4,9%
2020	79,9	6,0	7,5%
2030	77,4	6,4	8,3%
2040	73,8	8,1	11,0%
2050	69,4	10,3	14,8%
2060	64,7	9,2	14,2%

Quelle: fairesearch, Geschäftsstatistiken der Pflegekassen, Bundesministerium für Gesundheit

Die aufgrund der demographischen Entwicklung gestiegene Zahl von Personen über 80 Jahre wird sich auch bei der Anzahl der Pflegebedürftigen auswirken.

Entwicklung der Anzahl pflegebedürftiger Personen

in Mio.	Personen über 80	Pflegebedürftige	in %
2020	6,0	2,5	41,3%
2030	6,4	2,9	44,5%
2040	8,1	3,3	40,9%
2050	10,3	3,6	35,3%
2060	9,2	4,4	47,4%

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit, eigene Berechnungen

Nach Untersuchungen der Pflegekassen wird der Anteil der in der Pflegebedürftigkeit verbrachten Lebenszeit nicht sinken. Durchschnittlich verbringen Männer in der Pflege 1,41 Jahre und Frauen 2,78 Jahre. Aufgrund der steigenden Lebenserwartung werden zukünftig die Zahl der Pflegebedürftigen und die Verweildauer in der Pflege weiter ansteigen.

Durchschnittliche Lebenserwartung in Deutschland

	männlich	weiblich
bei Geburt	77,7	82,7
mit 65 Jahren	17,5	20,7

Quelle: Statistisches Bundesamt, Sterbetafel 2009/2011

Pflegewahrscheinlichkeit nimmt mit dem Alter drastisch zu

Nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes beträgt die durchschnittliche Lebenszeit mit 65 Jahren bei Männern noch 17,5 Jahre und bei den Frauen 20,7 Jahre. Laut Barmer GEK Pflegereport hat sich bezogen auf die Restlebenserwartung der 60-jährigen der Anteil der Pflegebedürftigen von 6,1% (Zeitraum 1999-2003) auf 7,1% (Zeitraum 2007-2011) bei den Männern erhöht. Die Quote bei den Frauen ist im gleichen Zeitraum von 11,2% auf 12,3% gestiegen. Betrachtet man die Pflegewahrscheinlichkeit liegt sie besonders hoch bei den über 80-jährigen und hier besonders bei den Frauen aufgrund der höheren Lebenserwartung.

Risiko der Pflegebedürftigkeit

Im Alter	Pflegewahrscheinlichkeit in %
unter 60 Jahren	0,7%
zwischen 60 und 80 Jahren	4,2%
über 80 Jahre	28,8%

Quelle: Geschäftsstatistiken der Pflegekassen

Der Markt für Pflegeimmobilien

Begriffsdefinition

Bevor man sich dem Marktsegment Pflege- oder Seniorenimmobilien nähert, gilt es, auf die Vielzahl der unterschiedlichen Begrifflichkeiten näher einzugehen. Unter Seniorenimmobilien wird eine Vielzahl unterschiedlicher Wohnformen verstanden, z.B. „Betreutes Wohnen“, Seniorenresidenz oder Pflegeheim. Im Wesentlichen unterscheiden sich die Wohnformen von dem Grad der angebotenen Dienst- und Pflegeleistungen sowie der Pflegebedürftigkeit ihrer Bewohner.

Im „Betreuten Wohnen“ verfügen die Bewohner, die in der Regel nicht pflegebedürftig sind, über eine abgeschlossene Wohneinheit. Gemeinschaftseinrichtungen sind in der Regel vorhanden. Umfang und Ausgestaltung variieren allerdings im Einzelfall und hängen sehr stark von der vorhandenen Infrastruktur und der Anzahl der Wohnungen ab. Pflege- und sonstige Dienstleistungen können jeweils nach Bedarf und Grad der Pflegestufe hinzugebucht werden.

Die Seniorenresidenz hat eher einen Hotelcharakter und ist in der Regel im Hochpreissegment angesiedelt. Ihre Bewohner sind wohlhabend aber noch nicht pflegebedürftig. Sie verpflichten sich vertraglich dazu, das umfangreiche Service- und Leistungsangebot in Anspruch zu nehmen. Eine Wahlfreiheit hinsichtlich des Leistungsanbieters besteht dabei in der Regel nicht. Die Seniorenresidenzen unterliegen daher auch dem Heimgesetz. Die Qualität der einzelnen Seniorenresidenzen, der Umfang der angebotenen Pflege- und Dienstleistungen unterscheiden sich erheblich. Von der ambulanten bis zur vollstationären Pflegedienstleistung wird alles angeboten. Oftmals wird aber versucht, über den Namen Seniorenresidenz komfortables Wohnen und ein hochwertigeres Dienstleistungsangebot zu suggerieren.

Das Pflegeheim bietet den pflegebedürftigen Personen umfassende Pflegedienstleistungen je nach Grad der Pflegestufe. Dabei steht nicht mehr die Wohn- sondern die Pflegefunktion im Vordergrund der Dienstleistungen. Folglich spricht man von Pflegeimmobilien bzw. Pflegeeinrichtungen, die sich nach dem zeitlichen Verbleib bzw. Pflegeaufwand der Pflegebedürftigen in vollstationäre und teilstationäre Pflegeeinrichtungen unterscheiden lassen.

Hoher Investitionsbedarf in die Pflegeeinrichtungen

Die Anzahl der Pflegeheime ist in den vergangenen Jahren aufgrund der wachsenden Zahl der pflegebedürftigen Personen deutlich gestiegen. Während es 1999 insgesamt 8.859 Pflegeeinrichtungen gab, erhöhte sich die Zahl im Jahr 2011 auf 12.354. Die Pflegeheime verfügen durchschnittlich über 72,6 Plätze mit einer Auslastungsquote von 89%. Ein wesentlicher Faktor für die Zunahme ist der wachsende Anteil älterer Personen aufgrund der demographischen Entwicklung, die sich zukünftig noch beschleunigen wird.

Die Nachfrage nach neuen Pflegeeinrichtungen hängt allerdings nicht nur von der demographischen Entwicklung, sondern von zahlreichen weiteren Faktoren, wie zum Beispiel der Anbieterstruktur ab.

Anbieterstruktur

Anteil privater Anbieter wächst

Die freigemeinnützigen Träger dominieren den Markt für Pflegeheime. Auf sie entfallen 54,4% (Stand 2011) aller Pflegeheime. Gegenüber den privaten Anbietern mit einem Anteil von 40,5% haben die öffentlichen Anbieter deutlich an Boden verloren. Ihr Anteil liegt nur noch bei 5,1%. Die unterschiedliche Entwicklung ist u. E. vor allem auf die Art der Finanzierung, Renditeerwartungen und der Veränderung gesetzlicher Rahmenbedingungen zurückzuführen. So profitieren die frei-gemeinnützigen Träger, in der Regel Wohlfahrtsverbände, von steuerlichen Begünstigungen.

Bestehende Infrastruktur mit hohem Investitionsbedarf

Im Pflegeversicherungsgesetz §11 haben frei-gemeinnützige Träger und private Träger Vorrang gegenüber öffentlichen Trägern. Diese Regelung hat dazu geführt, dass der Anteil der privaten Träger im Vergleich zu den öffentlichen Trägern deutlich angestiegen ist. Die Trägerstruktur wird sich u. E. mittel- bis langfristig weiter zugunsten der privaten Anbieter verschieben. Der Druck auf die freigemeinnützigen Träger in die Infrastruktur zu investieren, wird daher weiter zunehmen.

Die steigende Auslastung bestehender Pflegeheime, eine bessere ambulante Versorgung und veränderte Wohnformen könnten zu einer rückläufigen Nachfrage nach Pflegeeinrichtungen führen. Wir glauben allerdings, dass eher der umgekehrte Fall eintreten wird. Die stationäre Pflege und mit ihr die Pflegeheime stehen vor erheblichen Veränderungen. So hat die schwache finanzielle Entwicklung dazu geführt, dass notwendige Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen nicht mehr im vollen Umfang getätigt worden sind. Folglich stehen zahlreiche Pflegeheime vor der Schließung bzw. aufgrund der geringen Profitabilität vor dem finanziellen Aus.

Steigende Anzahl pflegebedürftiger Personen

In Deutschland wird die Anzahl pflegebedürftiger Personen aufgrund der demographischen Entwicklung deutlich steigen. Bereits im Jahr 2020 werden mehr über 60-jährige leben als heute. Bei den 60- bis 70-jährigen wird der Anteil an der Gesamtbevölkerung um 18,8% ansteigen und bei den 80- bis 90-jährigen um 38,9% wachsen. Dieser Trend wird sich nach Analysen des Statistischen Bundesamt weiter fortsetzen. So liegt der Anteil der über 60-jährigen im Jahr 2050 über 10 Mio. und bei den über 80-jährigen bei 4 Mio. Das Wachstum wird dabei geprägt von dem sogenannten „Jahrgangsstärkeneffekt“.

Die Bedarfsplanung

Veränderung der Lebensgewohnheiten

Die Nachfrage nach Pflegeimmobilien wird in den nächsten Jahren weiter wachsen bei gleichzeitiger Veränderung der Angebotsstruktur. Das Pflegeversicherungsgesetz kennt den Vorrang „ambulant“ vor „stationär“ und „Rehabilitation“ vor „Pflege“. Die Altersforschung hat sich dabei intensiv mit den veränderten Lebensgewohnheiten der Senioren und den Umzugsentscheidungen auseinander gesetzt. Dabei werden bereits im Vorfeld Wohnangebote ausgewählt, die sich flexibel der steigenden Pflegebedürftigkeit im Alter anpassen können. Das Kuratorium Deutsche Altershilfe (KDA) hat für diesen Nachfragerkreis einen zusätzlichen Wohnungsbedarf von 2,5 Mio. Wohneinheiten ermittelt. Die hohe Anzahl von Wohneinheiten kann nicht im Verhältnis eins zu eins auf die Anzahl von Pflegeplätzen übertragen werden. Die Gesamtzahl basiert überwiegend auf der Nachfrage nach altersgerechten Wohnungsangeboten ohne Pflegedienstleistungen.

Bettenzahl je Pflegeeinrichtung wird zurückgehen

Hoher Modernisierungsbedarf

Nach der aktuellen Pflegestatistik aus dem Jahr 2011 überwiegt die Zahl der großen Pflegeeinrichtungen gemessen an den Pflegeplätzen. Im Bundesdurchschnitt betreut die Pflegeeinrichtung 64 pflegebedürftige Personen (1999 über 73). Dieser Zahl variiert jedoch sehr stark berücksichtigt man die Eigentümerstruktur der Träger. Die Pflegeeinrichtungen von privaten Anbietern sind mit 55 Plätzen/Betten deutlich kleiner als die Einrichtungen freigemeinnütziger Träger mit durchschnittlich 69 Plätzen in 2011. Die öffentlichen Träger sind mit durchschnittlich 75 Plätzen (1999 ca. 90 Plätze) am größten. Der Anteil der Einzelzimmer in diesen Einrichtungen bzw. kleineren Wohneinheiten ist allerdings mit 57,9% immer noch zu niedrig.

Größe der Pflegeeinrichtungen nach Träger und Anzahl Plätze				
Anzahl Pflegebedürftige	Pflegeheime insgesamt	private Träger	freigemeinnützige Träger	öffentliche Träger
1-10	518	2,1%	2,0%	0,2%
11-25	1.282	5,2%	4,8%	0,4%
21-30	1.311	5,8%	4,4%	0,4%
31-40	1.258	5,1%	4,7%	0,4%
41-50	1.157	4,3%	4,6%	0,4%
51-60	1.094	3,6%	4,9%	0,4%
61-80	2.109	5,7%	10,4%	0,9%
81-100	1.493	3,5%	7,9%	0,7%
101-150	1.682	4,1%	8,7%	0,8%
151-200	333	0,8%	1,6%	0,3%
201-300	104	0,3%	0,5%	0,1%
über 300	13	0,0%	0,1%	0,0%
Summe	12.354	40,5%	54,4%	5,1%
Pflegebed. je Pflegeeinricht.	64	55	69	75

Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2011

Hoher Modernisierungsbedarf

Nach einer Studie des Immobilienunternehmens CB Richard Ellis aus dem Jahr 2011 (CBR: Pflegeimmobilienmarkt Deutschland 2011) werden bis zum Jahr 2030 bundesweit ca. 1.000 weitere Einrichtungen benötigt, da ein Großteil der bestehenden Einrichtungen sanierungsbedürftig sind. Nach Schätzungen des Kuratoriums Deutscher Altershilfe (KDA) entsprechen ca. 100.000 Plätze nicht mehr den aktuellen Anforderungen. Bei einer durchschnittlichen Bettenzahl von 64 je Pflegeeinrichtung entspricht dies rund 1.500 Pflegeheimen, die zu sanieren sind. Bei durchschnittlichen Investitionen von €95.000 (Quelle: CBR) pro Platz beläuft sich das rechnerische Modernisierungsvolumen auf insgesamt mindestens €9,5 Mrd.

Große Bandbreite beim möglichen Investitionsvolumen

Wachstumsmarkt Pflegeeinrichtungen

Nach Marktuntersuchungen von CBR aus 2011 beläuft sich der Ergänzungsbedarf bis 2030 auf insgesamt 380.000 Plätze. Ca. 1,2 Mio. Personen werden dann auf die vollstationäre Pflege angewiesen sein. Nach Analysen von Accenture aus dem Jahr 2013 wird bis zum Jahr 2030 ein zusätzlicher Bedarf von 371.000 stationären Plätzen entstehen. Das Investitionsvolumen bewegt sich zwischen €54 Mrd. und €73 Mrd. Dies entspräche einem Investitionsbedarf je Platz zwischen €145.600 und €196.800. Dieses Investitionsvolumen halten wir für zu hoch. Bei einem unterstellten Investitionsvolumen von €95.000 pro Pflegeplatz sind über diesen Zeitraum Kostensteigerungen zu berücksichtigen. Bei einer jährlichen Kostensteigerung von 2,5% liegt der von uns berechnete Investitionsbedarf pro Pflegeplatz bei €137,600 und damit am unteren Ende der Bandbreite.

Eckdaten Pflegestatistik 2011

	2011
Anzahl Pflegeheime	12.354
Anzahl Personen	786.920
Verfügbare Plätze in Pflegeheimen	875.549
Anzahl Personen pro Platz/Auslastungsquote	89,9%

Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2011: [fairesearch](#)

Nach unseren Schätzungen beläuft sich der Investitionsbedarf auf insgesamt €30,5 Mrd. bei anfänglich unterstellten Investitionskosten von €95.000 pro Pflegeplatz und einer jährlichen Kostensteigerung von 2,5%. Im Jahr 2011 gab es insgesamt 12.354 Pflegeheime mit 875.549 verfügbaren Plätzen. Die Auslastung der verfügbaren Plätze in der vollstationären Pflege lag bei 88,3% und in der vollstationären Dauerpflege bei 87,1%.

Die demographische Entwicklung wird dazu führen, dass die Anzahl der pflegebedürftigen Personen in den nächsten Jahren deutlich steigen wird bei gleichzeitig sinkender Bevölkerungszahl auf 77,4 Mio. Einwohner im Jahr 2030. Im gleichen Zeitraum steigt die Anzahl der pflegebedürftigen Personen auf 4,3% und erreicht im Jahr 2050 den absoluten Spitzenwert von 6,3% bzw. 4,4 Mio. pflegebedürftige Personen. Im Jahr 2013 ist die Anzahl aller pflegebedürftigen

Personen um 3,5% auf knapp 2,5 Mio. gestiegen. Der Anteil der ambulanten Pflege nahm dabei weiter auf über 70% zu.

Demographische Entwicklung (Deutschland)			
in Mio.	Gesamtbevölkerung	Pflegebedürftige	in % gesamt
2008	82,0	2,5	3,0%
2020	79,9	2,9	3,6%
2030	77,4	3,3	4,3%
2040	73,8	3,6	4,9%
2050	69,4	4,4	6,3%

Quelle; Statistisches Bundesamt, [fairesearch](#)

Unterstellt man eine stationäre Pflegequote von knapp 30%, so beläuft sich die Anzahl pflegebedürftiger Personen, die stationär versorgt werden auf über 1 Mio. Unter Berücksichtigung der Auslastungsquote von 88,3% errechnet sich eine zusätzliche Nachfrage von 226.893 pflegebedürftigen Personen, die stationär zu versorgen sind.

Pflegebedürftige nach Versorgungsart							
Jahr	ambulant	ggü.Vj.	stationär	ggü.Vj.	Summe	ggü.Vj.	ambulant in %
2002	1.289.152		599.817		1.888.969		68,2%
2003	1.281.398	-0,6%	614.019	2,4%	1.895.417	0,3%	67,6%
2004	1.296.811	1,2%	628.892	2,4%	1.925.703	1,6%	67,3%
2005	1.309.506	1,0%	642.447	2,2%	1.951.953	1,4%	67,1%
2006	1.310.473	0,1%	658.919	2,6%	1.969.392	0,9%	66,5%
2007	1.358.201	3,6%	671.084	1,8%	2.029.285	3,0%	66,9%
2008	1.432.534	5,5%	680.951	1,5%	2.113.485	4,1%	67,8%
2009	1.537.574	7,3%	697.647	2,5%	2.235.221	5,8%	68,8%
2010	1.577.844	2,6%	709.955	1,8%	2.287.799	2,4%	69,0%
2011	1.600.554	1,4%	714.882	0,7%	2.315.436	1,2%	69,1%
2012	1.667.108	4,2%	729.546	2,1%	2.396.654	3,5%	69,6%
2013	1.739.337	4,3%	740.253	1,5%	2.479.590	3,5%	70,1%

Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2013, [fairesearch](#)

Bei einer durchschnittlichen Anzahl von 75 Betten pro Pflegeeinrichtung sind insgesamt 3.025 neue Pflegeheime zu errichten um der Nachfrage gerecht zu werden. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf insgesamt €26,4 Mrd. oder €1,4 Mrd. pro Jahr. In unserer Berechnung haben wir unterstellt, dass sich die Investitionskosten pro Pflegeplatz jährlich um 2,5% aufgrund steigender Baupreise und sonstiger Kosten erhöhen. Die Anzahl der jährlich neuen Pflegeplätze wurde dabei gleichmäßig auf die Gesamtlaufzeit verteilt.

Investitionsbedarf Neubestand		
Gesamtbedarf	2011	2030
Gesamtbevölkerung	80,3	77,4
Anzahl Pflegebedürftige in % der Gesamtbevölkerung	3,4%	4,3%
Anzahl Pflegebedürftige in Mio. der Gesamtbevölkerung	2,7	3,3
Stationäre Pflegequote	29,1%	29,9%
Anzahl Pflegebedürftige stationär	794.785	995.132
Auslastungsquote	88,3%	88,3%
Anzahl Pflegeplätze 100%	900.096	1.126.990
Neubedarf		226.893
Kosten pro Pflegeplatz	95.000	
Jährliche Kostensteigerung pro Pflegeplatz		2,5%
Kosten pro Pflegeplatz in 2030 in €		137.588
Investitionsbedarf in Mrd. € bis 2030		26,412
Jährlicher Investitionsbedarf in €Mrd.		1,390
Durchschnittliche Anzahl Betten pro Pflegeheim		75
Anzahl Pflegeheime neu		3.025

Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2011/13, fairesearch

Die gleiche Berechnung haben wir für das Bundesland Bayern, dem Tätigkeitsschwerpunkt der SeniVita Social Estate, durchgeführt. Unterstellt man eine ähnliche Entwicklung wie im gesamten Bundesgebiet, beläuft sich das Gesamtinvestitionsvolumen auf €7,6 Mrd. oder €403 Mio. pro Jahr.

Investitionsbedarf Neubestand - Bayern		
Bayern	2011	2030
Gesamtbevölkerung	12,4	11,99
Anzahl Pflegebedürftige in % der Gesamtbevölkerung	2,6%	4,3%
Anzahl Pflegebedürftige in Mio. der Gesamtbevölkerung	0,3	0,5
Stationäre Pflegequote	29,1%	29,9%
Anzahl Pflegebedürftige stationär	95.838	154.155
Auslastungsquote	88,6%	88,6%
Anzahl Pflegeplätze 100%	108.170	173.990
Neubedarf		65.821
Kosten pro Pflegeplatz	95.000	
Jährliche Kostensteigerung pro Pflegeplatz		2,5%
Kosten pro Pflegeplatz in 2030		137.588
Kosten in Mrd. € bis 2030		7,662
Jährlicher Investitionsbedarf in €Mio.		403
Durchschnittliche Anzahl Betten pro Pflegeheim		75
Anzahl Pflegeheime neu		878

Quelle: Statistisches Bundesamt, Pflegestatistik 2011, fairesearch

Nach unseren Berechnungen kann SeniVita Social Estate mit den vorhandenen Kapazitäten des Bauunternehmens Ed. Züblin bis in das Jahr 2030 hinein über 80 Pflegeeinrichtungen auf Basis des Konzeptes Altenpflege 5.0 bauen. Dies entspräche bezogenen auf den Gesamtmarkt in Bayern einem Marktanteil von knapp 10% und 7,4% gemessen an der Anzahl Pflegeplätze. Das Unternehmen hätte ca. €566 Mio. (bis 2020 ca. €202 Mio.) investiert.

Bedarfsanalyse SeniVita im Einzelfall

Bedarfsermittlung SeniVita Social Estate AG		
Bedarfsermittlung Maisach	aktuell	2030
Einwohner	13.164	13.600
Einwohner älter als 65 in %	18,5%	23,2%
Anzahl Einwohner älter als 65	2.435	3.155
Bedarf Pflegeplätze	122	158
5% der über 65 Jährigen (Bayern)	5,0%	5,0%
Vorhandene Pflegeplätze	65	130
Differenz	57	28
Pflegeeinrichtungen	1	2
Betreiber der Pflegeeinrichtungen	SeniVita	SeniVita

Quelle: [fairesearch](#), Unternehmensangaben, eigene Berechnungen

Wir haben die Bedarfsanalyse auf den Standort Maisach der SSE AG mit den gleichen bundesweiten Vorgaben durchgeführt. Bereits auf der lokalen Ebene wird die zusätzliche Nachfrage erkennbar, allerdings noch mit einem ausreichenden zeitlichen Vorlauf.

Rechtliche Rahmenbedingungen

Die Soziale Pflegeversicherung

Die Pflegeversicherung (Sozialgesetzbuch SGB XI) stellt die soziale Absicherung der Pflegebedürftigkeit sicher. Träger der Sozialen Pflegeversicherung sind die Pflegekassen, deren Aufgabe von den Krankenkassen wahrgenommen wird. Die Länder sind dabei verantwortlich für die Vorhaltung einer leistungsfähigen Versorgungsstruktur. Grundsätzlich gilt dabei der Grundsatz, dass die häusliche Pflege Vorrang vor der stationären Pflege hat. Die teilstationäre und Kurzzeitpflege hat wiederum Vorrang vor der vollstationären Pflege. Die Soziale Pflegeversicherung fördert die ambulante Pflege vor allem aus wirtschaftlichen Überlegungen.

Das Heimgesetz

Das Heimgesetz regelt die stationäre Pflege pflegebedürftiger Personen. Heime sind im Sinne des Gesetzes Einrichtungen, die pflegebedürftige Personen aufnehmen, ihnen Wohnraum überlassen sowie Betreuung und Verpflegung zur Verfügung stellen oder überlassen laut § 1 des Heimgesetzes. Im Absatz 2 des Gesetzes wird darauf hingewiesen, dass ein Vermieter von Wohnraum durch Verträge mit Dritten oder die zur Verfügung Stellung von Betreuung und Verpflegung der Mieter nicht dem Heimgesetz unterliegen. Sind die Mieter dagegen vertraglich verpflichtet, Verpflegung und weitergehende Betreuungsleistungen von bestimmten Anbietern anzunehmen, so gilt hierfür wiederum das Heimgesetz. In der Regel fällt das „Betreute Wohnen“ nicht unter das Heimgesetz, sofern allgemeine Betreuungsleistungen oder die Vermittlung von sonstigen Dienst- und Pflegeleistungen, die an den Betreiber der Wohngemeinschaft zu zahlen sind, im Verhältnis zur Miete nur von untergeordneter Bedeutung sind (§ 1, Absatz 2 HeimG).

Das Geschäftsmodell von SSE unterliegt nicht dem Heimgesetz. Das Unternehmen schließt beispielsweise Mietverträge mit Dritten ab. Die freie Wohnungswahl sowie die frei wählbaren ambulanten Dienstleistungen (weitergehende Betreuungsleistungen) schließen somit aus, dass für das Unternehmen das Heimgesetz Anwendung findet.

Im Zuge der Föderalismusreform I ist die Gesetzgebungskompetenz am 1.09.2006 an die Bundesländer übergegangen. Somit hat jedes Bundesland ein eigenes Heimordnungsrecht. Dabei ging der ordnungsrechtliche Teil des Heimrechts in Landesgesetze über. Der zivilrechtliche Teil verblieb weiterhin in der Zuständigkeit des Bundes. Insgesamt gibt es 16 unterschiedliche Heimgesetze und Verordnungen, die die baulichen Mindestanforderungen an Pflegeeinrichtungen eigenständig beschließen. Das Bayerische Landesheimgesetz hat bereits im August 2008 beschlossen, neue Wohnformen in den Gesetzentwurf mit einzubeziehen.

Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass die baulichen Anforderungen an Pflegeeinrichtungen weiter steigen werden. Der Anteil der Einzelzimmer wird deutlich zunehmen. Gleichzeitig erhöhen sich die Wohnfläche je Zimmer und die Komfortbedürfnisse der Bewohner.

In der vollstationären Pflegeeinrichtung ist außerdem die Bettenkapazität beschränkt. So gilt in Baden-Württemberg eine maximale Bettenkapazität von 100 beim Neubau, während sie in Nordrhein-Westfalen bei 80 liegt.

Pflegestärkungsgesetz

Pflegebedürftige, die keine Pflegehilfe oder nur geringe Hilfe eines Pflegedienstes beanspruchen, erhalten durch die Pflegeversicherung ein monatliches Pflegegeld. Dies gilt auch für die professionelle Hilfe durch den ambulanten Pflegedienst und ebenso für die teilstationäre Pflege (Tages- oder Nachtpflege). Dabei richtet sich die Höhe des Pflegegeldes nach der Pflegestufe und der Inanspruchnahme eines ambulanten Pflegedienstes.

Je mehr Leistungen der Pflegebedürftige durch den ambulanten Pflegedienst in Anspruch nimmt, desto geringer wird der Anteil des Pflegegeldes. Die Leistungen für die teilstationäre Pflege werden dagegen aufgrund des neuen Pflegestärkungsgesetzes nicht mehr negativ auf das Pflegegeld angerechnet. Das Gesetz ist am 1.1.2015 in Kraft getreten.

Die Pflegeeinrichtung

Nach unserer Einschätzung werden die Investitionen in Pflegeheime weiter zunehmen. Treiber der Entwicklung sind die demographische Entwicklung sowie die Altersstruktur der bestehenden Immobilien. In der Vergangenheit konnten die frei-gemeinnützigen und öffentlichen Betreiber den Bau ihrer Pflegeeinrichtungen häufig über öffentliche Förderprogramme finanzieren. Privat gewerbliche Anbieter unterlagen und unterliegen immer noch den Marktgesetzen des Immobilienmarktes. Die Finanzknappheit der öffentlichen Kassen hat jedoch dazu geführt, dass die Förderungsmaßnahmen weggefallen sind. Alle Marktteilnehmer sind im Rahmen ihrer finanziellen Möglichkeiten darauf angewiesen, bestehende Einrichtungen zu modernisieren bzw. neue zu bauen. Der hohe Bedarf an finanziellen Mitteln führt allerdings auch dazu, dass viele Pflegeeinrichtungen geschlossen werden müssen. Insolvenzen und Konkurse bei den ertragsschwachen vor allem stationären Pflegeheimen haben allerdings trotz des zu erwartenden Marktwachstums nicht zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage geführt.

Dabei ist zu beobachten, dass die Angebote von geschlossenen Fonds zunehmend auf Interesse stoßen. Institutionelle Investoren halten nur vereinzelt Pflegeheime in ihrem Bestand. Das ist vor allem auf die Besonderheiten des Marktes für Pflegeimmobilien (Eigentümerstruktur), auf die mangelnde Markttransparenz sowie das notwendige Spezialwissen zurück zu führen. Die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Betrieb von Pflegeheimen garantieren zwar ein Qualitätsniveau der angebotenen Dienstleistungen, führen aber auch dazu, dass bei einer schlechten Beurteilung zum Beispiel durch den Medizinischen Dienst die Wirtschaftlichkeit über eine niedrigere Auslastungsquote leidet. Höhere Kosten sind die Folge und die Ergebnisqualität lässt nach.

Die externe Sichtweise der Investoren

Investitionen in Pflegeeinrichtungen hängen jedoch nicht nur von der demographischen Entwicklung und dem hohen Modernisierungsbedarf ab, sondern auch von der Notwendigkeit eine Rendite zu erzielen. Aus Sicht der Investoren lassen sich vier wesentliche Qualitätsmerkmale erkennen, die das Risiko einer Fehlinvestition ausschließen helfen. Diese Qualitätsmerkmale treffen generell auf alle Pflegeeinrichtungen zu. Die Konzeption von SSE unterscheidet sich davon jedoch erheblich.

1. Der Betreiber

Generell sind Pflegeimmobilien Spezialimmobilien, sofern keine Drittverwendung möglich ist. Der Erfolg steht und fällt mit der Betreibergesellschaft. Gerät der Betreiber in eine wirtschaftliche Schieflage, ist der Pflegebetrieb nicht mehr gewährleistet. Die zuständige Heimaufsicht fordert den Betreiber auf, die Mängel sofort

abzustellen. Ist dies nicht möglich, wird ein neuer Betreiber eingesetzt. Im Extremfall ist ein Ersatzpflegeplatz zu gleichen Bedingungen zur Verfügung zu stellen. Aufgrund fehlender Pflegeeinrichtungen ist diese Forderung nur schwer zu erfüllen.

Nach Marktuntersuchungen sollte das Management der Betreibergesellschaft in den letzten fünf Jahren mindestens eine Betriebsgröße von 1.000 Betten aufweisen. Die Bettenzahl je Einzelprojekt sollte zwischen 60 und 120 Betten liegen. Außerdem wird eine Umsatzrendite von 4% gefordert.

Die Anforderungen an die Betreibergesellschaften richten sich primär an Unternehmen, die die stationäre Pflege betreiben. Das Geschäftsmodell der SSE AG ist auf die ambulante Pflege ausgerichtet, die nicht der Heimaufsicht unterliegt. Die Auswahl der möglichen Franchisepartner der SSE AG konzentriert sich dabei auf die Erfahrungswerte in der ambulanten Pflege.

2. Das Objekt

Der Bau von Pflegeeinrichtungen unterliegt eigenen Gesetzmäßigkeiten. Dabei spielt die Standortauswahl vergleichbar den herkömmlichen Immobilien eine wichtige Rolle. Mitentscheidend sind die Lage und die Einbindung in eine funktionierende Infrastruktur. Wesentliche wichtiger ist jedoch die Bedarfs- und Wettbewerbsanalyse vor Ort. Die Bevölkerungsentwicklung in den einzelnen Städten, die Altersstruktur und Pflegewahrscheinlichkeit sowie die bereits vorhandenen Pflegeeinrichtungen geben dabei einen ersten Überblick, ob die Errichtung eines Gebäudes überhaupt sinnvoll ist.

Das Gebäude sollte über eine Mindestgröße von 80 Betten verfügen, davon 80% Einzelbetten. Die Wohnflächen sollten 14 qm bei Einzelzimmern (ohne Bad) und 24qm bei Doppelzimmern nicht unterschreiten. Eine Nettogrundfläche von 40qm wird gefordert. Diese Kalkulation richtet sich allerdings eher an vollstationäre Pflegeheime denn an die Altenpflege 5.0.

3. Die Miete

Der Betreiber erhält das Heimentgelt, dass sich aus den drei Komponenten Pflege- und Betreuungsleistungen, Unterkunfts- (Nebenkosten) und Verpflegungskosten sowie den Investitionskosten, die die Finanzierungs-, Instandhaltungskosten und die Miete beinhalten. Die Miet- bzw. Pachtverträge werden über mindestens 20 Jahre abgeschlossen mit mehrjährigen Verlängerungsoptionen. Die Mietverträge der SSE AG sehen eine Laufzeit von 20 Jahren sowie eine Verlängerungsoption von jeweils zweimal 5 Jahren vor.

In der Regel erhält der Franchisepartner eine mietfreie Zeit von 6 Monaten eingeräumt, um nicht durch hohe Anlaufkosten in finanzielle Schwierigkeiten zu geraten. Die Anlaufkosten entstehen durch die

hohen Personalkosten pro Pflegeperson, die sich erst mit der Vollausslastung der Pflegeeinrichtung dem normalen Kostenverlauf anpassen.

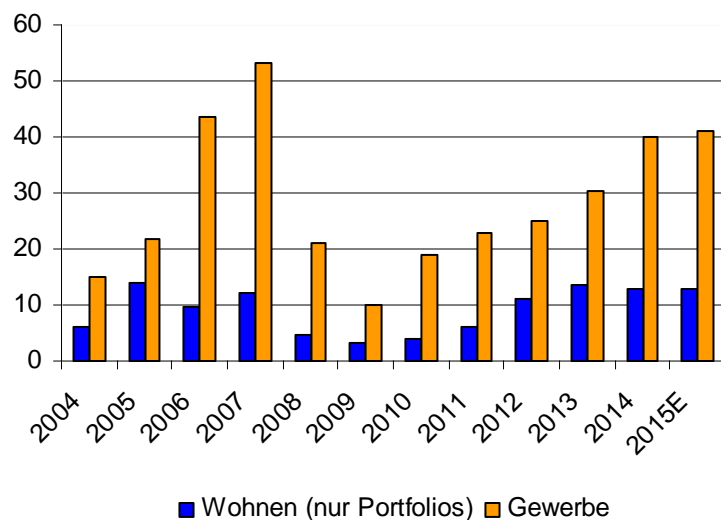
4. Qualität des Mietvertrages

Die Qualität des Mietvertrages ist für den Investor von entscheidender Bedeutung. Der Investor sollte umfassende vertragliche Absicherungen vornehmen, da er sehr stark von dem Betreiber abhängig ist. Gerät der Betreiber in eine finanzielle Schieflage, muss der Mietvertrag die Übernahmerechte sowie die sofortige Räumung des Betreibers vorsehen.

Wettbewerbsstrukturen

Das gesamte Transaktionsvolumen für Immobilien in Deutschland belief sich im Jahr 2014 auf insgesamt €52,7 Mrd. aufgeteilt in Gewerbe- und Wohnimmobilien. Laut Marktuntersuchungen von CBRE verzeichnete der Markt für Seniorenimmobilien im Jahr 2014 ein Transaktionsvolumen von €811 Mio. (erstes Halbjahr €385 Mio.). Dies ist das bisher größte Volumen nach dem Rekordjahr 2006 mit insgesamt €1,2 Mrd. Gemessen an dem Gesamtvolumen von €52,7 Mrd. nimmt dieses Marktsegment eher eine untergeordnete Rolle ein. Allerdings dürfte diese Zahl auch nur einen Anhaltspunkt geben, da viele Transaktionen nicht veröffentlicht werden.

Immobilientransaktionsvolumen in Deutschland (in €Mrd.)



Quelle: CBRE, fairesearch

Nach einer Trendanalyse (Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2015) von Ernst & Young Real Estate GmbH ist die Stimmung am deutschen Investmentmarkt für Immobilien weiterhin positiv geprägt. Dies gilt vor allem im Vergleich zu anderen europäischen Staaten. Investitionsschwerpunkt bei den Investoren bilden die Wohnimmobilien, allerdings können oftmals mögliche Abschlüsse aufgrund unterschiedlicher Kaufpreisvorstellungen nicht abgewickelt werden. Es gibt zuviel Kapital im Markt und zu wenige Anlagemöglichkeiten. Die Investoren interessieren sich daher zusehends für Marktnischen, die allerdings ein deutlich höheres Risikoprofil aufweisen.

Konsolidierungsprozess in der Immobilienindustrie

Im Dezember 2014 hat die Deutsche Annington das Übernahmeangebot für die GAGFAH-Aktien bekanntgegeben. Die GAGFAH Aktionäre konnten bis zum 21.01.2015 ihre Aktien der Deutschen Annington andienen. Das Angebot umfasste eine Barzahlung in Höhe von €122,52 sowie 5 neue Aktien der Deutschen Annington je 14 GAGFAH-Aktien mit einem Gesamtwert von €18 je GAGFAH-Aktie. Bezogen auf den gewichteten Durchschnittskurs der

vergangenen drei Monate errechnete sich eine Prämie von 18,1%. Insgesamt beläuft sich das Übernahmeangebot auf €3,9 Mrd.

Die Deutsche Wohnen AG plant den Konkurrenten Conwert aus Österreich für €1,2 Mrd. zu übernehmen. Bereits im Jahr 2013 hat das Unternehmen die GSW Immobilien übernommen. Durch diese Akquisition rückt das Unternehmen näher an die Deutsche Annington heran. Das Geschäftsmodell des Unternehmens ist auch auf Investitionen in Pflegeimmobilien ausgerichtet.

Weitere Akquisitionen erfolgten ebenfalls in der zweiten Reihe. So hat die Adler Real Estate das Unternehmen Westgrund übernommen und wird damit fünftgrößter Anbieter in Deutschland. Das Angebot soll sich auf €370 Mio. belaufen und wird sowohl in bar als auch in Aktien bezahlt.

Korian-Médica wächst über Akquisitionen

Der Markt für Pflegeimmobilien ist sehr heterogen. Große international tätige Unternehmen treten nur vereinzelt im deutschen Markt auf. Der größte europäische Seniorenheimbetreiber ist das französische Unternehmen Korian-Médica. Im Geschäftsjahr 2013 übernahm Korian, zu dem auch das deutsche Unternehmen Curanum gehört, die Médica Gruppe zu einem Kaufpreis von €1,1 Mrd. Bereits vor der Übernahme von Curanum war das Unternehmen als Betreiber der Phönix-Seniorenheime in Deutschland aktiv.

Mit der Übernahme von Médica ist das Unternehmen zu den führenden Anbietern für Pflegedienstleistungen in Europa aufgestiegen (nahezu gleichauf mit der ORPEA-Gruppe). Das Unternehmen erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr mit über 40.000 Mitarbeitern einen Umsatz von €2,5 Mrd. (EBITDA-Marge 14,3%). Insgesamt verfügt Korian-Médica über 57.500 Betten in 600 Einrichtungen. Allein in Deutschland gehören 16.381 Betten in 130 Einrichtungen zum Konzern (Übernahme von Curanum und Phönix). In 2013 hat Korian-Médica das Unternehmen Curanum mit 7.100 Mitarbeitern und 7.700 Pflegeplätzen übernommen (Marktanteil in Deutschland ca.1%). Bereits im September wurde die Phönix Seniorenheim GmbH mit 43 Seniorenheimen übernommen und in die Curanum AG eingebracht.

ORPEA

Das französische Unternehmen ORPEA gehört in Europa zu den führenden Anbietern in der umfassenden Betreuung pflegebedürftiger Menschen. Zum Angebot zählen dabei Seniorenheime, Nachsorgekliniken und psychiatrische Kliniken. Das Unternehmen verfügt über 58.334 Betten in über 600 Einrichtungen. Allein in Deutschland ist die Gruppe mit 5.963 Betten in 61 Einrichtungen vertreten (Übernahme von Silver Care) Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte ORPEA einen Umsatz von €1,95 Mrd. und eine EBITDA-Marge von nahezu 18%.

Im Januar 2015 hat das Unternehmen den österreichischen Anbieter SeneCura übernommen. SeneCura ist an insgesamt 55 Standorten und 3.456 Betten in Österreich und der Tschechischen Republik vertreten. Das Unternehmen erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 ein Umsatzvolumen von €125 Mio. (€138 Mio. in 2015) Berücksichtigt man die weitere Expansion mit über 780 Betten wird ein Umsatz von €180 Mio. mit 4.236 Betten für das Geschäftsjahr 2018 erwartet.

Deutsche Wohnen AG

Die Deutsche Wohnen AG konnte das Konzernergebnis im Geschäftsjahr 2014 deutlich steigern. Das bereinigte Ergebnis vor Steuern ist aufgrund der ganzjährigen Konsolidierung der GSW auf €283,3 Mio. gestiegen.

Im Geschäftsbereich Seniorenimmobilien werden über die Marke Katharinehof (Beteiligung von 49%) die Seniorenwohn- und Pflegeanlagen betrieben. Das Angebot konzentriert sich dabei auf den Betrieb hochwertiger, vollstationärer Pflegeeinrichtungen überwiegend in Berlin und in den neuen Bundesländern. Insgesamt gehören 21 Einrichtungen mit 2.174 Betten zum Konzern. Im Geschäftsjahr 2014 erzielte das Unternehmen ein Umsatzvolumen von €68,2 Mio. und einem EBITDA von €16,3 Mio. bei einer Auslastungsquote von 96,1%. Die Deutsche Wohnen AG plant, den Bereich Pflegeimmobilien in den nächsten vier bis fünf Jahren um 4.000 bis 5.000 Pflegeplätzen zu erweitern.

Eyemaxx AG

Eyemaxx mit Pflegeimmobilien in Deutschland

Neben der Deutsche Wohnen AG hat das österreichische Unternehmen Eyemaxx das Geschäftsmodell um Pflegeimmobilien in Deutschland erweitert. So wurden Projekte in Göttingen, Leipzig und Waldalgesheim bei Bingen realisiert. Es handelt sich dabei überwiegend um kombinierte Pflegeeinrichtungen mit stationären Pflegeplätzen und Wohnungen. Für diese Wohnungen werden auch ambulante Pflegeleistungen angeboten. Das erste Projekt wurde im Oktober 2014 begonnen. Hierbei handelt es sich um eine Wohnfläche von 5.100 qm in Rheinland-Pfalz. Nach Aussagen des Unternehmens wurde ein 25-jähriger Mietvertrag mit einem renommierten Betreiber abgeschlossen. Das gesamte Projektvolumen belief sich auf €13 Mio. Die Größe der einzelnen Projekte ist relativ unterschiedlich und reicht von 80 bis 120 vollstationäre Pflegeplätze fast ausschließlich in Einzelzimmern. Die betreuten Wohnungen (ca. 30-40 Wohneinheiten) verfügen über eine Wohnfläche zwischen 45qm und 65qm. Das Investitionsvolumen bewegt sich zwischen €10 - €15 Mio. bei einer Laufzeit der Pachtverträge zwischen 20 und 25 Jahren.

Im September hat das Unternehmen zur Finanzierung des erweiterten Geschäftsmodells im Bereich Pflegeimmobilien und Wohnimmobilien eine Mittelstandsanleihe mit einem Gesamtvolumen von bis zu €30

Mio. aufgelegt. Der Zinssatz liegt bei 8% und die Anleihe hat eine Laufzeit von 5,5 Jahre. Sie wird am 30. März 2020 fällig.

Conesta

Conesta ist nach eigenen Angaben ein Unternehmen, das sich auf den Bau, die Planung sowie die Entwicklung von Seniorenpflegeheimen spezialisiert hat. Seit 2005 ist das Unternehmen am Markt aktiv und errichtet ausschließlich Pflegeeinrichtungen mit integriertem „Betreuten Wohnen“. Conesta hat in den vergangenen 7 Jahren insgesamt 8 Seniorenresidenzen mit 664 Pflegebetten und 118 barrierefreien Wohnungen errichtet. Das gesamte Investitionsvolumen belief sich dabei auf €81,8 Mio. Im laufenden Jahr ist die Fertigstellung von weiteren 92 barrierefreien Mietwohnungen geplant. Das Geschäftsmodell ist auf den ersten Blick mit dem Geschäftsmodell von SSE AG vergleichbar. Der Verkauf der Immobilien erfolgt an institutionelle Investoren und Privatanleger. Der Bau der Immobilien wird mit Hilfe mittelständischer Handwerksbetriebe vor Ort durchgeführt. Die Pflegedienstleistungen übernehmen ebenfalls Partner vor Ort.

Die Altenpflege 5.0

Die Umsetzung des Pflegekonzeptes „Altenpflege 5.0“ in den Immobilien der SeniVita Social Estate AG ist ein weiterer wichtiger Erfolgsfaktor neben der richtigen Auswahl des Franchisepartners. Das Unternehmen plant, baut und vermietet oder verkauft neue Pflegeeinrichtungen, die auf die Kombination aus seniorengerechtem Wohnen plus ambulanter Pflege plus Tagespflege ausgerichtet sind. Die SeniVita Social Estate AG hat aus diesem Grund von der SeniVita Management GmbH das Pflegekonzept zu einem Kaufpreis von €4,9 Mio. erworben. Die SeniVita Management GmbH wurde auf die SeniVita Bau GmbH, der jetzigen SeniVita Social Estate AG verschmolzen.

Generell unterscheidet man in der Altenpflege zwischen der ambulanten und der stationären Pflege. Mit der Altenpflege 5.0 des Großaktionärs SeniVita Sozial gGmbH wurde erstmals ein erfolgreiches und mehrfach ausgezeichnetes Modell in Bayern eingeführt. Ähnliche Modelle existieren bereits in Nordrhein-Westfalen („Bielefelder Modell“) und Berlin. Die Pflegeeinrichtungen der 5. Generation (Altenpflege 5.0) lösen dabei die Hausgemeinschaftsmodelle (4. Generation) und herkömmliche Pflegeheime (3. Generation) ab. Das Pflegekonzept wird seit Beginn des Jahres von Verband der gesetzlichen Krankenkassen (GKV) im Rahmen eines Modellprogramms zur Weiterentwicklung neuer Wohnformen gefördert.

Die Altenpflege 5.0 besteht aus der Kombination von drei unterschiedlichen Bausteinen. Diese Bausteine sind seniorengerechtes Wohnen, ambulante Pflege in der Wohnung und Tagespflege in einem Gebäudekomplex. Für den Pflegefall bedeutet dieses Konzept ein Mehr an Wohnraum, Privatheit und Wahlmöglichkeiten. Im Gegensatz zum Angebot der stationären Altenpflege bietet die Altenpflege 5.0 eine eigene Wohnung, Wahlmöglichkeiten in Bezug auf den Pflegedienst, der intern oder extern bestellt werden kann, der Betreuungsintensität und der hauswirtschaftlichen Leistungen an. Das bisherige Angebot in der Altenpflege setzt sich zusammen aus pauschalierten Leistungen, Doppelzimmern und begrenzten Wahlmöglichkeiten.

Die eigene seniorengerechte Wohnung

Die Wohnung wird von dem Pflegebedürftigen im Seniorenhaus angemietet. Die barrierefreien Apartments sind über den Aufzug bequem zu erreichen. Die Wohnungsgröße der Einzimmerapartments liegt im Durchschnitt bei ca. 35qm. Alle Wohnungen sind mit einer eigenen Küchenzeile, einem Briefkasten und Klingel ausgestattet. Die Wohnungen sind in der Regel wesentlich größer als bei Pflegeheimplätzen.

Der häusliche Pflegedienst

Der Pflegedienst kann bei der Pflege im eigenen Apartment selbst gewählt werden. In der Regel wird sich der Pflegebedürftige jedoch für den Pflegedienst des Franchisenehmers entscheiden, der eine Rund-um-die-Uhr Betreuung gewährleistet.

Die Tagespflege

Die Tagespflege ist der dritte Baustein der Altenpflege 5.0. Sie erfolgt in der Regel im Erdgeschoß der Pflegeeinrichtung und ist täglich, auch am Wochenende zwischen 8 und 19 Uhr geöffnet. Die Größe der Tagespflegestätte bewegt sich zwischen 300 qm und 500 qm. Die Pflegestätten verfügen in der Regel über einen großen Aufenthaltsbereich, einem Ruheraum, Wohnzimmer, Badezimmer, Garten und Terrasse.

Die Vermarktung der Immobilien ist nicht nur vom Franchisepartner abhängig, sondern auch vom Erfolg des Pflegekonzeptes „Altenpflege 5.0“. Dieses Pflegekonzept ist für Pflegebedürftige und Angehörige finanziell interessant, da die Kostenerstattung deutlich höher als in der vollstationären Pflege ausfällt. Für die häusliche und teilstationäre Pflege erfolgt die Kostenerstattung durch die Pflegekassen auf Basis von Versorgungs- und Vergütungsvereinbarungen. Die häusliche Krankenpflege im Sinne des §37 SGB V übernimmt die Krankenkasse.

Mit der Verabschiedung des ersten Pflegestärkungsgesetzes im Oktober 2014 sind die Kassenleistungen ab dem 1.1.2015 um durchschnittlich 4% in der ambulanten und stationären Pflege gestiegen. Besonders von dem Gesetz profitieren jedoch die Tagespflegeeinrichtungen. Sie erhalten deutlich mehr Geld für die Tages- und Nachtpflege.

Leistungen nach dem Pflegestärkungsgesetz		
Pflegestufe 2 mit eingeschränkter Alltagskompetenz	2014	2015
Ambulante Pflege	1.250	1.298
Teilstationäre Pflege	625	1.298
Summe	1.875	2.596
Vollstationäre Pflege zum Vergleich	1.279	1.330
Pflegeleistungen	1.875	2.596
Zusätzliche Betreuungsleistung	104	104
Behandlungspflegerische Leistungen	200	200
Summe	2.179	2.900
Jährliche Leistungen	26.148	34.800
Mehrerlöse pro Jahr teilstationär		8.652
Jährliche Leistungen vollstationäre Pflege	15.348	15.960
Mehrerlös ggü.vollstationärer Pflege		18.840

Quelle: Pflegestärkungsgesetz 2015, fairresearch

Ein Pflegebedürftiger in der Pflegestufe 2 mit eingeschränkter Alltagskompetenz erhielt im Jahr 2014 eine maximale monatliche Sachleistung in Höhe von €1.250 für die ambulante Pflege und €625

für die teilstationäre Pflege. Seit dem 1. Januar 2015 hat sich besonders die Sachleistung für die teilstationäre Pflege von €625 auf €1.298 erhöht. Dies führt unter Berücksichtigung zusätzlicher Betreuungsleistungen und behandlungspflegerischer Leistungen zu einem Kostenerstattungsbetrag in Höhe von €2.900 bzw. bezogen auf das Jahr ein Gesamtbetrag in Höhe von €34.800 bzw. einem Mehrerlös von €8.562. In der vollstationären Pflege haben sich die Leistungen lediglich von €1.279 auf €1.330 erhöht und liegen auf das Jahr bezogen bei €15.960.

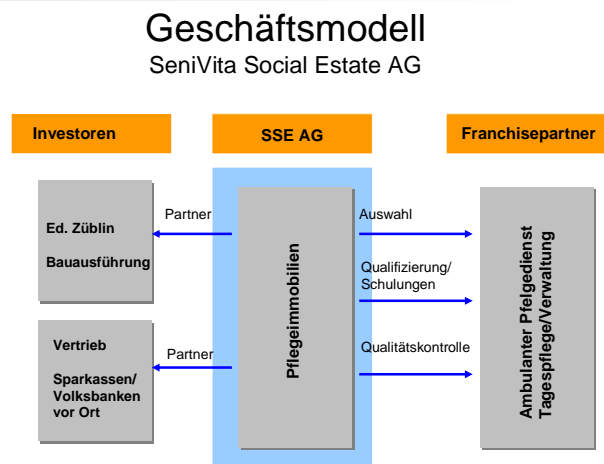
Sowohl für den Franchisepartner als auch für die pflegebedürftigen Personen und ihren Angehörigen wirkt sich der Mehrerlös positiv aus. Den Mehrerlös hat direkt der Pflegebedürftige aus der besseren Finanzierung der Kassen und kann damit mehr Leistungen beim Franchisepartner einkaufen. Die Kostenerstattungen steigen und die Eigenleistung des Pflegebedürftigen, der Angehörigen oder der Kommunen (Sozialhilfe) sinken bzw. fallen erst gar nicht an.

Das Unternehmen

Die SeniVita Social Estate AG (SSE AG) geht auf die SHB Senioren-Haus-Bau Verwaltung GmbH zurück, die im Jahr 2004 gegründet wurde. Der bisherige Unternehmenszweck bestand in der Projektierung, Planung, Verkauf, Vermietung/Verpachtung von Pflegeeinrichtungen der 5. Generation. In Zukunft liegt der Schwerpunkt der unternehmerischen Aktivitäten auf dem Verkauf der Wohneinheiten sowie der Gewinnung und fachlichen Betreuung der Franchisenehmer. Dienstleistungen im Facility-Management und Hausverwaltung ergänzen das Dienstleistungsangebot.

Das Geschäftsmodell

Geschäftsmodell der SeniVita Social Estate AG



Quelle: [fairesearch](#)

Die Wertschöpfungskette der SeniVita Social Estate AG (SSE) umfasst den Bau und Verkauf der Pflegeimmobilien sowie die Vermietung der Wohnungen und Tagespflege einschließlich der Pflegeleistungen an Franchisepartner. Franchisepartner sind in der Regel Unternehmen, die ambulante Pflegedienstleistungen vorhalten.

Die Pflegeimmobilien entsprechen den Einrichtungen nach dem Konzept der Altenpflege 5.0, die bereits erfolgreich von der SeniVita Sozial gGmbH praktiziert wird. Die Errichtung der Immobilien erfolgt vor allem an verschiedenen Standorten in Bayern. Weitere Standorte sind in Baden-Württemberg und Österreich geplant. Der Baukonzern Ed.Züblin übernimmt dabei die Bauaktivitäten. Die Räumlichkeiten für den ambulanten Pflegedienst, dem Franchisepartner des Unternehmens, bestehen im Wesentlichen aus der Tagespflegeabteilung im Erdgeschoß und barrierefreie Wohnungen im darüberliegenden Stockwerk. Die Pflegepersonen mieten dabei die Wohnungen und die Leistungen der Tagespflege über den

Franchisepartner. Vertrieben werden die Wohnungen vornehmlich durch Sparkassen und Volksbanken aus der näheren Umgebung.

Umsatzrealisierung

Die SSE wird im Wesentlichen Umsätze mit dem Verkauf von Wohnungseinheiten erzielen. Daneben fallen Mieterträge, Erträge aus Schulungsleistungen, Erstattung von Verwaltungsdienstleistungen und Franchisegebühren der Franchisepartner an. Wir glauben allerdings, dass der Umsatzbeitrag aufgrund des gewählten Geschäftsmodells relativ niedrig bleiben wird.

Projektierung und Planung und Bau

SSE projiziert und entwickelt gemeinsam mit Ed. Züblin AG die Standorte für Seniorenimmobilien. Die Baubetreuung wird von dem Management wahrgenommen, während der eigentliche Bau von Ed.Züblin realisiert wird. Dieses Vorgehen hat sich bereits in der Vergangenheit bei der SeniVita Sozial gGmbH bewährt und wird jetzt in der SSE weiterverfolgt und intensiviert. SSE übernimmt dabei die Auswahl der Projekte und die Finanzierung der Grundstücke und Gebäude. Nach Abschluß der Bauphase und der anschließenden Belegung des Seniorenheims sind mehrere Optionen für die Weitervermarktung des Projektes möglich.

Wesentlicher Umsatz und Kostenträger bei den Pflegeimmobilien sind die Quadratmeter vermietbarer Fläche. Dabei wird der Kaufpreis pro qm vermietbarer Fläche ins Verhältnis zu der vermietbaren Fläche des Gebäudes einschließlich der Gemeinschaftsflächen gesetzt. Allerdings sind bei Pflegeimmobilien noch zusätzliche Kosten aufgrund der barrierefreien Bauweise sowie Sondereinrichtungen im Sanitärbereich zu berücksichtigen. Sie liegen im Verhältnis 10 % bis 15 % höher.

Die Baukosten pro qm Bruttogeschoßfläche liegen nach Untersuchungen des Instituts für Bauforschung e. V. in Hannover für den mittleren Standard bei ca. €810/qm und zwischen €880 bis €1.200 für den gehobeneren Standard.

Die konkrete Planung sieht vor, dass das Geschäftsmodell bereits an fünf ausgewählten Standorten umgesetzt werden kann.

Investitionsstandorte					
Standorte	Piding	Bad Wiessee	Maisach	Ebelsbach	Summe
Investitionen in € Mio.	4,0	10,8	8,2	4,2	27,2
Baudauer	2015	2015/16	2015/16	2015/16	
Anzahl Zimmer	72	60	60	25	217
Wohnfläche in qm	1.716	2.100	2.100	1.050	6.966
Nutzfläche in qm	1.982	2.050	2.198	1.450	7.680
Summe qm	3.698	4.150	4.298	2.500	14.646
Status/Eigentum	Verhandlung	SeniVital Sozial	Grundstück	Grundstück	

Quelle: fairesearch, Unternehmensangaben; Investitionskosten beinhalten neben den Baukosten auch die Grundstückskosten.

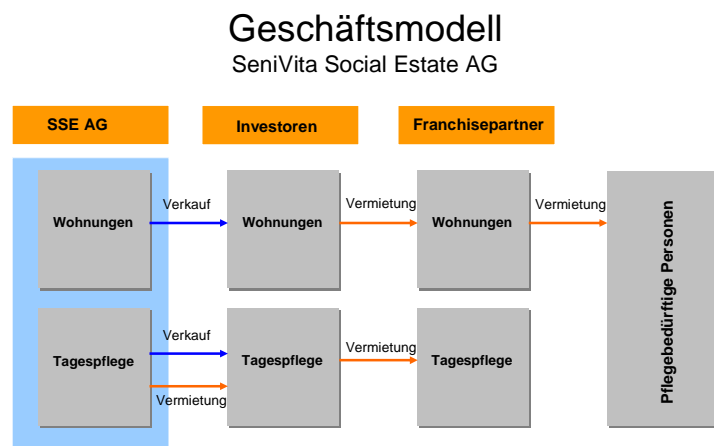
Der Standort Piding ist ein Sonderfall, da es sich hier um eine Pflegeeinrichtung mit vollstationärer Pflege handelt. SSE wird das Objekt nach dem Kauf in einzelne Wohnungen aufteilen und diese Einheiten dann an Investoren verkaufen. Das Objekt wird allerdings nicht in das Pflegekonzept „Altenpflege 5.0“ eingebunden werden und entspricht somit auch nicht dem eigentlichen Geschäftsmodell des Unternehmens. U. E. hat das Unternehmen die Gelegenheit genutzt, kurzfristig sich ergebende Marktchancen zur Erhöhung der Profitabilität zu realisieren.

Grundstück und die Baugenehmigung des Objektes in Bad Wiessee wurden bereits indirekt über die Muttergesellschaft SeniVita Sozial gGmbH erworben. Die Transaktion wurde bereits von einem neutralen Gutachter bewertet und entspricht den allgemeinen Planungsangaben des Unternehmens. Der Nettoemissionserlös in Höhe von €47,5 Mio. soll unter anderem zur Finanzierung des Baus von Pflegewohnungen in Bad Wiessee, aber auch zur Finanzierung der Vorhaben in Maisach und Ebelsbach eingesetzt werden.

SSE AG plant mittelfristig 5-10 neue Pflegeeinrichtungen pro Jahr zu realisieren.

Verkauf an Investoren

Verkauf und Vermietungsmodell der Pflegeimmobilien



Quelle: fairesearch

In der ersten Phase werden sowohl die Wohnungen als auch separat die Tagespflege an Investoren verkauft. Die Vermietung erfolgt über den Franchisepartner. Der Betrieb der Anlagen erfolgt über qualifizierte Fachkräfte, die entweder von der SeniVita-Gruppe gestellt werden, oder von spezialisierten Anbietern, den Franchisepartnern der Pflegebetreuung. Diese Unternehmen können die Einrichtung entweder von den Investoren bzw. von SSE direkt anmieten.

Die barrierefreien Wohneinheiten sind auf die Altenpflege 5.0 ausgerichtet. Die Partner vor Ort unterstützen die Verkaufsaktivitäten des Unternehmens. SSE arbeitet dabei eng mit den örtlichen Sparkassen und Raiffeisenbanken/Volksbanken in Bayern zusammen.

Die Investoren erhalten eine Mietgarantie über 20 Jahre mit einer Verlängerungsoption von zweimal 5 Jahren. Die Rendite zwischen 4% und 4,5% ist zur Zeit im Vergleich zu anderen Angeboten des Kapitalmarktes durchaus attraktiv. Die steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten von 2% pro Jahr über 50 Jahre erhöhen die Attraktivität des Angebotes.

Sparkassen/Raiffeisenbanken

Interessantes Produktangebot für die Banken

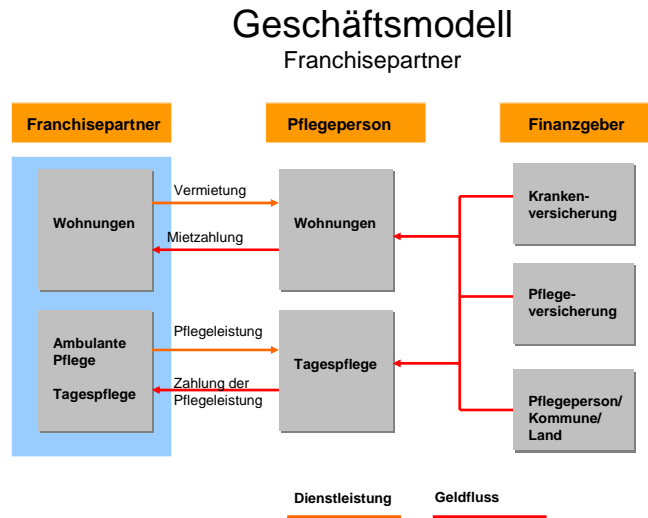
Die aktuelle Niedrigzinspolitik der EZB ist für den Erfolg des Geschäftsmodells von entscheidender Bedeutung neben der richtigen Auswahl des Franchisepartners. Die örtlichen Banken bieten ihren Kunden die Wohnungen mit einer anfänglichen Rendite zwischen 4% und 4,5% an. Für das Kreditinstitut ist dabei eine Vermittlungsprovision vorgesehen. Neben der Vermittlung der Immobilien werden auch zinsgünstige Kredite zur Finanzierung bereitgestellt. Hier lässt sich nochmals an der Zinsmarge verdienen. Die Investition in die Immobilien hat für die Bank außerdem den Vorteil, dass keine Beratungsprotokolle erstellt werden müssen.

Sollte das Zinsniveau allerdings deutlich ansteigen, wird sich dies nachteilig auf den Absatz/Vermarktung der Projekte auswirken. Neue potentielle Investoren werden dann verstärkt in andere Assetklassen (z.B. Festgeld) investieren. Ein Rückgang der Nachfrage wäre die Folge. Die Wohnungseinheiten ließen sich nur schwer vermitteln bzw. nur über eine höhere Rendite. Nach unseren Berechnungen ist das Geschäftsmodell auch dann noch erfolgreich, wenn sich der Zinssatz in Richtung 6% bewegen würde. Kurzfristig, bzw. in den nächsten zwei bis drei Jahren, rechnen wir nicht mit dieser Entwicklung. Das Zinsniveau wird wahrscheinlich auf dem jetzigen Niveau verharren. SSE hat somit genügend Zeit, das Geschäftsmodell erfolgreich umzusetzen. Durch den Verkauf der Wohneinheiten wird das Eigenkapital des Unternehmens gestärkt und die Rückzahlung der Wandelschuldverschreibung ermöglicht.

Gerät der Verkauf ins Stocken, kann das Unternehmen sein Geschäftsmodell ändern. Es entstünde dann ein Pflegekonzern mit eigenen Immobilien, der die Altenpflege 5.0 anbietet. Der Verkaufserlös bliebe aus, dafür erhält das Unternehmen Einkünfte aus der Vermietung/Verpachtung. Ist kein neuer Franchisepartner vorhanden, könnte dies auch in Eigenregie übernommen werden.

Pflegedienstleistungen über Franchisepartner

Geschäftsmodell Franchisepartner



Quelle: fairesearch

Die Pflegedienstleistungen erbringt der ortsansässige ambulante Pflegedienst, der sowohl die häusliche Pflege als auch die Tagespflege übernimmt. Er ist der Franchisepartner von SSE und hat sich dementsprechend an die Vorgaben der Altenpflege 5.0 sowie den gesetzlichen Rahmenbedingungen zu halten. Für die zur Verfügung gestellten Räumlichkeiten, der Tagespflege, zahlt der Franchisepartner eine Pacht. Weitere Managementleistungen wie zum Beispiel Dienstleistungen zur Arbeitssicherheit, Betriebsmedizin und Hausverwaltung können zusätzlich in Anspruch genommen werden. Sollte der Franchisenehmer ausfallen, übernimmt die SeniVita Sozial vorübergehend die Anmietung/Betriebung der Wohnungen/Tagespflege.

Der Franchisepartner mietet die Räumlichkeiten (6 Monate mietfrei) und bietet die Tagespflege an. Bei einem Kapitalisierungsfaktor von 20 hat der Franchisepartner Mietaufwendungen in Höhe von €200.000 für das Projekt zu tragen. Über die Tagespflege erhält der Franchisepartner pro Tag zwischen €10 und €12 der Investitionskosten erstattet. Bei 60 Wohnungen und 60 Bewohnern ergäben sich somit Mieteinnahmen in Höhe von €234.300. Die Investitionskosten werden dem Franchisepartner von den Pflegeversicherungen erstattet.

Das Geschäftsmodell funktioniert nur in Verbindung mit der SeniVita Sozial gGmbH, die über das Know-how und die Umsetzungsmöglichkeiten in der Altenpflege 5.0 verfügt. Dabei beruht das Konzept der Altenpflege 5.0 auf der Kombination von ambulanter Pflege, Tagespflege und seniorengerechtem Wohnen in einem Gebäudekomplex. Die Umsetzung der Pflegeleistungen erfolgt über das qualifizierte Personal vor Ort, das entweder direkt von dem Unternehmen zur Verfügung gestellt wird oder aber Drittanbieter

unterstützt. Wesentlich dabei ist die Sicherstellung der hohen Qualitätsanforderungen des Medizinischen Dienstes der Krankenkassen (MDK).

Pflegebedürftige Personen

Von dem Geschäftsmodell profitieren nicht nur die Investoren, Franchisepartner und Banken, sondern auch und vor allem die pflegebedürftigen Personen. Die Attraktivität der Altenpflege 5.0 verbunden mit niedrigeren Kosten im Vergleich zur vollstationären Pflege und einer hohen Flexibilität bei der Inanspruchnahme von zusätzlichen Dienstleistungen wird zu einer deutlich steigenden Nachfrage führen. Der Pflegebedürftige hat die freie Wahl des Pflegedienstes und kann weitere Dienstleistungen hinzu- bzw. abbuchen. Diese Flexibilität reduziert die Kosten nicht nur für den Pflegebedürftigen, sondern, falls dieser nicht mehr zahlen kann, auch für die Angehörigen. So können beispielsweise Dienstleistungen wie Verpflegung und Wäschereinigung am Wochenende von den Angehörigen selbst übernommen werden.

Die Kommunen

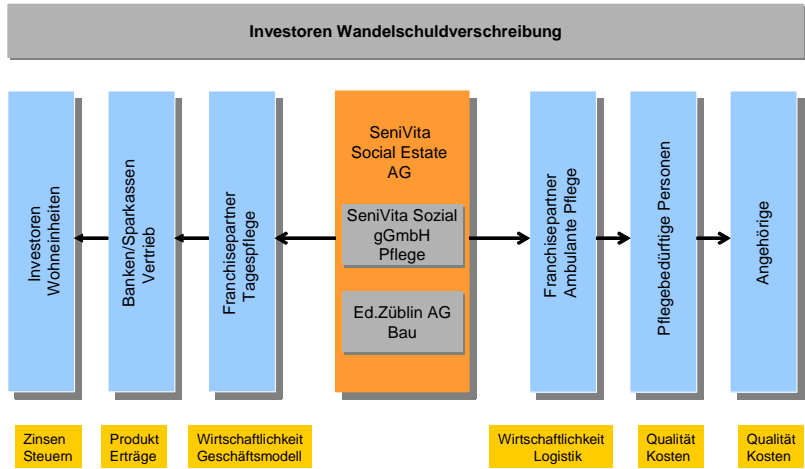
Die Kommunen haben ein starkes Interesse an einem funktionierenden Geschäftsmodell der SeniVita Social Estate AG. In enger Kooperation werden dabei geeignete Grundstücke zur Verfügung gestellt und Baugenehmigungen relativ schnell erteilt. Im Gegenzug schafft das Unternehmen Arbeitsplätze, was besonders in strukturschwachen Regionen von Bedeutung ist. Die Bezahlbarkeit der Pflege führt zu einer Entlastung bei der Sozialhilfe. Bereits ein Drittel der pflegebedürftigen Personen sind Sozialhilfeempfänger.

Der Gesetzgeber

Der Gesetzgeber unterstützt bereits indirekt das Geschäftsmodell des Unternehmens. Der Gesetzgeber sieht „Ambulant vor Stationär“ und „Reha vor Pflege“. Die erfolgreiche Umsetzung der Altenpflege 5.0 in Bayern und demnächst in Baden-Württemberg könnte dazu führen, dass sich die Landesheimgesetze ändern und somit eine generelle Öffnungsklausel für das Geschäftsmodell von SSE darstellen.

Netzwerk und Wertetreiber

Netzwerk und Wertetreiber



Quelle: fairesearch

Skalierbarkeit des Geschäftsmodells

Der Markt für Pflegeimmobilien ist sehr stark fragmentiert und wird in Deutschland vor allem von Trägern karitativer Einrichtungen geprägt. Der zunehmende Kostendruck sowie die Wachstumsschwäche zahlreicher Anbieter hat dazu geführt, dass notwendige Erhaltungsinvestitionen in die Wohneinheiten nicht oder nur in einem begrenzten Rahmen durchgeführt worden sind. Die Investitionsschwäche der Unternehmen trifft dabei auf eine veränderte Pflegelandschaft. Das Modell der vollstationären Pflegeheime wird zusehends an Bedeutung verlieren. An ihre Stelle treten Anbieter, die die ambulante Pflege, Tagespflege und seniorengerechtes Wohnen miteinander kombinieren. Die demographische Entwicklung treibt zusätzlich den Bedarf an barrierefreiem Wohnraum.

SSE hat unseres Erachtens daher die Möglichkeit, nicht nur im Bundesland Bayern zu wachsen, sondern auch darüber hinaus. So strebt das Unternehmen beispielsweise eine Expansion nach Österreich an. Für die Expansion bieten sich dabei vor allem kleinere Städte mit ca. 30.000 Einwohnern und einer intakten Infrastruktur an. Die geplanten 60 Wohneinheiten in einem Gebäudekomplex sind nicht überdimensioniert und können den örtlichen Gegebenheiten sehr gut angepasst werden.

Der Verkauf der Einheiten stellt für die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells kein Problem dar. Dies gilt besonders vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen. Viel schwieriger dürfte es unseres Erachtens sein, den richtigen Franchisepartner zu finden. Daher glauben wir, dass bei der geplanten Expansion dieser Bereich noch deutlich ausgebaut werden muß. Kurzfristig kann er durch das Know-how und die vorhandene Infrastruktur der SeniVita Sozial gGmbH

aufgefangen werden. Mittel- bis langfristig wird sich SSE eigenes Know-how aufbauen müssen.

Erste Investition erfolgte bereits innerhalb der Gruppe

Die erste Investitionsmaßnahme wurde bereits getroffen. Das Unternehmen wird von der SeniVita Sozial gGmbH das Grundstück in Bad Wiessee erwerben. Die Baukosten belaufen sich auf ca. €8 Mio., die über den Emissionserlös refinanziert werden sollen. Wir rechnen mit Grundstückskosten von ca. €1,9 Mio. Ein weiteres Grundstück in Maissach wurde bereits von dem Unternehmen erworben. Nach ersten Schätzungen sollen sich die Baukosten für diesen Standort auf €6,4 Mio. belaufen, die ebenfalls von dem Emissionserlös finanziert werden. Ein weiteres Objekt, ein bestehendes Pflegeheim am Standort Pidding, könnte von dem Unternehmen zu einem Kaufpreis von €4 Mio. ebenfalls übernommen werden.

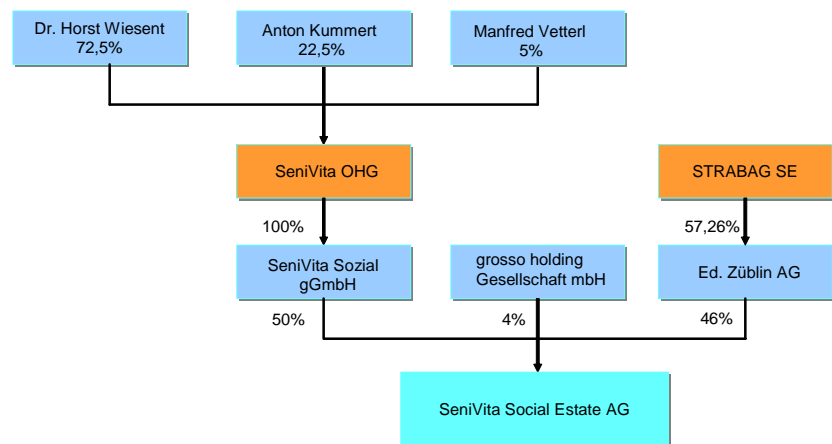
Die SeniVita gGmbH gibt dem Unternehmen SSE die notwendigen Standorte, um das Geschäftsmodell möglichst schnell skalieren zu können. Wir rechnen damit, dass die verhandelten Preise marktüblich sind und somit keine Nachteile zu Lasten eines Unternehmens entstehen.

Die Eigentümerstruktur

An dem gezeichneten Kapital in Höhe von €10 Mio. sind die SeniVita Sozial gGmbH mit 50%, die Ed.Züblin AG mit 46% und die grosso holding Gesellschaft mbH Wien mit 4% beteiligt. Alleingesellschafterin der SeniVita Sozial gGmbH wiederum ist die SeniVita OHG. An diesem Unternehmen hält Dr. Wiesent 72,5% der Anteile. Die weiteren Anteile verteilen sich auf die Herren Anton Kummert mit 22,5% und Manfred Vetterl mit 5%. Sie zählen zu den Gründungsgesellschaftern der SeniVita OHG. Das Bauunternehmen Ed. Züblin AG wird zu 57,26% von dem österreichischen Bauunternehmen STRABAG SE gehalten. Mehrheitsgesellschafter der grosso holding Gesellschaft mbH Wien mit einem Anteil von 89,89% ist Dr. Erhard F. Grossnigg.

Eigentümerstruktur SeniVita Social Estate AG

Eigentümerstruktur



Quelle: SeniVita Social Estate AG, fairresearch

Das Management

Dr. Wiesent ist nicht nur als Vorstand der SeniVita Social Estate AG die treibende Kraft des Unternehmens, sondern auch eine Schlüsselperson für den Unternehmenserfolg aufgrund seiner weiterführenden Aktivitäten innerhalb der SeniVita Gruppe.

Dr. Wiesent ist unter anderem Geschäftsführer der SeniVita Sozial gGmbH und hat mit diesem Unternehmen das Konzept der Altenpflege 5.0 aufgebaut und weiterentwickelt. Daneben fungiert er als Gesellschafter und Geschäftsführer der Unternehmensgruppe ACASA, einem ambulanten Pflegedienst.

Wir rechnen allerdings nicht mit Nachteilen für die SSE, da sich die Unternehmen sinnvoll ergänzen. Das Nutzungsrecht der Altenpflege 5.0 beschränkt sich allerdings auf das Gebiet des Regierungsbezirkes Oberfranken sowie die Landkreise Haßberge und Erlangen-Höchstadt. Wenn die SSE selbst Franchisenehmer wird, kann sie die Marke auch nutzen und ist räumlich nicht beschränkt.

Herr Eberhard Jach wurde als weiteres Vorstandsmitglied für den Bereich Finanzen bestellt. Herr Jach war nach seinen Vorstandstätigkeiten bei Volksbanken im Rheinland ab 2004 Geschäftsführer einer Betreibergruppe, die den Auf- und Ausbau der stationären Altenpflege und des „Betreuten Wohnens“ an 13 Standorten durchführte. Vor seinem Wechsel zur SeniVita-Gruppe war Herr Jach Geschäftsführer eines Beratungsunternehmens und dort für den Bereich Pflege verantwortlich.

Für den Bereich Bau steht bereits ein weiteres Vorstandsmitglied zur Verfügung, das nur noch bestellt werden muß.

Interessant ist das Jobsharing-Modell der Vorstände Dr. Wiesent und Jach. Beide sind Geschäftsführer in der SeniVita Sozial gGmbH und Vorstandsmitglieder bei der SeniVita Social Estate AG. Nach Aussagen des Unternehmens wird Herr Dr. Wiesent 60% seiner Arbeitskraft für die SSE zur Verfügung stellen und Herr Jach 40%. Dieses Modell lässt sich u. E. durchaus glaubhaft über einen längeren Zeitraum durchführen, da sich die Unternehmen sinnvoll ergänzen und es nur zu einer Verlagerung der Tätigkeiten kommen wird. Während SeniVita Sozial gGmbH in der Vergangenheit ebenfalls die baulichen Aktivitäten betreute, werden diese Tätigkeiten jetzt über die SSE abgewickelt.

Der Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat des Unternehmens setzt sich aus Dr. Alexander Tesche (57), Anton Kummert (61) und Prof. Dr. Arnold Weissmann (60) zusammen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Tesche ist Vorstand der Ed. Züblin AG, dem Großaktionär des Unternehmens. Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender ist der Steuerberater in eigener Kanzlei Anton Kummert. Anton Kummert ist gleichzeitig auch Minderheitsgesellschafter der SeniVita OHG, einer 100%-igen Muttergesellschaft der SeniVita Sozial gGmbH. Prof. Dr. Arnold Weissmann ist Gesellschafter aller Unternehmen der Weissmann-Gruppe sowie Partner der Progenium Management-Beratung. Daneben ist er Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensführung an der FH Regensburg. Ein Unternehmen der Weissmann-Gruppe erstellt das Franchise-Konzept für die SeniVita Social Estate AG. Wir stufen die möglichen Interessenkonflikte von Prof. Dr. Weissmann und Anton Kummert als gering ein.

Unternehmensbewertung

Die Planungsprämissen

Die Kalkulation der Baukosten erfolgt in enger Zusammenarbeit mit dem Unternehmen Ed. Züblin, einer Tochtergesellschaft der Strabag SE. Die Kooperationsvereinbarungen beider Unternehmen wurden in einem Rahmenvertrag schriftlich niedergelegt. Bereits in der Vergangenheit hat Ed.Züblin AG Pflegeeinrichtungen für die SeniVita Sozial gmbH errichtet. U. E. verfügt Ed.Züblin mit einer Bauleistung von €3,1 Mrd. und über 13.900 Mitarbeitern über ausreichend Projekterfahrung und wirtschaftlicher Leistungskraft.

Gemeinsam mit Ed. Züblin sollen Pflegeeinrichtungen projektiert, gebaut und verkauft werden. Die Pflegeeinrichtung verfügt über insgesamt 60 Wohnungen (50qm je Wohnung) mit einer Bruttogeschossfläche von 5.000 qm, davon 1.200 qm für die Tagespflege. Die Gebäudekosten belaufen sich auf geschätzte €1.200 pro qm Bruttogeschossfläche. Für die nächsten 5 Jahre sind nach Aussagen von SeniVita Social Estate die Gebäudekosten auf diesen Betrag festgelegt worden. Insgesamt belaufen sich die Gebäudekosten somit auf €6 Mio. (5.000 BGR x €1.200).

Die Kosten für die Grundstücke richten sich nach der jeweiligen Lage des Grundstückes. Angenommen wurde ein Quadratmeterpreis von €292 bzw. €1,9 Mio. bei einer Grundstücksgröße von 6.500 qm.

Die Baunebenkosten wurden pauschal mit 10% der Gebäudekosten kalkuliert. Insgesamt belaufen sich die Baukosten auf €8,5 Mio. bei 60 Wohnungen je Pflegeeinrichtung. Das Geschäftsmodell sieht es vor, dass die Wohnungen und die Tagespflege in den teilstationären Pflegeeinrichtungen separat veräußert werden können.

In der Planungs- und Verkaufsphase geht das Unternehmen vereinfachend davon aus, dass alle Projekte zu 100% innerhalb eines Jahres veräußert werden. Zeitliche Projektverschiebungen wurden dabei nicht berücksichtigt. Der Verkauf der Wohneinheiten erfolgt über die örtlichen Sparkassen und Volksbanken. Der Verkauf der Tagespflege erfolgt ebenfalls an Investoren. Die Vermietung erfolgt an den ambulanten Pflegedienst, den Franchisepartner des Unternehmens.

Sollte es beim Verkauf bzw. Vermietung der Tagespflege zu Schwierigkeiten kommen, tritt das Unternehmen selbst ein und vermarktet die angebotenen Service- und Dienstleistungen. Diese Vorgabe ermöglicht es dem Unternehmen, nach Abschluß der erfolgten Bauplanung bzw. Standortanalyse sofort mit dem Bau zu beginnen. Diese Entwicklung hat allerdings kurzfristig auf die Gewinn- und Verlustrechnung erhebliche Auswirkungen. Sollte dieser Fall eintreten, wird das Unternehmen über Zwischenfinanzierungen nachdenken müssen. Wir halten diese Entwicklung eher für

unwahrscheinlich, betrachtet man die bisher erfolgreich abgewickelten Verkaufsaktivitäten zu für den Investor interessanten Konditionen.

Das Unternehmen plant pro Jahr 5-10 Objekte mit einer Verkaufsquote von 100%.

Der Kapitalisierungsfaktor

Für die Wertermittlung werden die allgemeinen Wertverhältnisse auf dem Markt für gewerbliche Immobilien berücksichtigt. Eine entscheidende Rolle spielen dabei die Jahresnettokaltmiete sowie der Kapitalisierungsfaktor.

Für die Ermittlung des Ertragswertes im vereinfachten Verfahren ist der Kapitalisierungszins bzw. -faktor von entscheidender Bedeutung. Der Kapitalisierungsfaktor gibt an, wie viele Jahre benötigt werden, bis die Immobilie über die Mieteinnahmen eine Rendite auf das eingesetzte Kapital erzielt. Der Multiplikator wird ermittelt, indem man den Kaufpreis bzw. die Anschaffungskosten durch die erzielbare Jahresnettokaltmiete dividiert. Der vom Verkäufer angegebene Verkaufspreis ist um die Anschaffungsnebenkosten (Grunderwerbsteuer, Notarkosten, Maklerkosten etc.) zu erhöhen. Diese Erwerbsnebenkosten reduzieren die mögliche erzielbare Gesamtrendite.

Die Jahresnettokaltmiete berücksichtigt nur die Miete ohne Nebenkosten. Die auf den Mieter anfallenden Nebenkosten stellen keinen Ertrag dar, sondern sind reine Betriebskosten. Nebenkosten, die nicht auf den Mieter umlegbar sind z.B. Instandhaltungskosten, sind von der Jahresnettokaltmiete abzuziehen.

Die Höhe des Kapitalisierungsfaktors hängt sehr stark von der Lage und Qualität der Immobilie ab. Er ist abhängig von der Restnutzungsdauer und dem Liegenschaftszins.

In der Immobilienbewertung wird zur Bestimmung des Kapitalisierungssatzes im Wesentlichen die Risikokomponenten-Methode eingesetzt. Der Basiszinssatz ergibt sich dabei aus dem Zinssatz für risikolose Anlagen, z.B. 10-jährige Bundesanleihen. In einem zweiten Schritt werden zum Basiszinssatz weitere Risikozuschläge, z.B. besondere Objektrisiken, Bewirtschaftungsrisiken etc. hinzugerechnet.

Der Kapitalisierungsfaktor wird zur Berechnung der Anfangsrendite bzw. des zu ermittelnden Kaufpreises herangezogen. Er ist der Kehrwert der erwarteten Investorenrendite. Die Multiplikatormethode gibt das Verhältnis zwischen Kaufpreis und der Jahresnettokaltmiete an. Allerdings sind für die Ermittlung des Kaufpreises noch weitere Faktoren zu berücksichtigen. So sind vor allem die Lage, das Alter und der Zustand der Anlage von besonderer Bedeutung.

Pflegeimmobilien gelten allgemein als Spezialimmobilien und unterliegen somit höheren Risiken als klassische Wohnimmobilien.

Die Pflegeeinrichtungen der SSE können allerdings auch einer Drittverwendung als Wohn- oder Geschäftshaus zugeführt werden. Das Risikoprofil steigt allerdings mit den angebotenen Dienst- und Pflegeleistungen. Die Investoren fordern daher höhere Kapitalisierungszinssätze bzw. Renditen als bei anderen Immobilientypen. Nach Marktuntersuchungen liegt dabei die Bandbreite der Renditeerwartungen zwischen 6% und 8% (Kapitalisierungsfaktor 16,7x und 12,5x). Sie ist bei service- und pflegeorientierten Pflegeeinrichtungen sehr stark abhängig vom Standort, Grundstück, Gebäude und der vorliegenden Konzeption. Der Kapitalisierungsfaktor wird vor allem bei Übernahmen eingesetzt. In der Regel handelt es dabei um Unternehmen, die bereits über einen älteren Bestand an Pflegeeinrichtungen verfügen. Der Kapitalisierungsfaktor für neue Pflegeimmobilien bewegt sich auf einem deutlich höheren Niveau und liegt aktuell bei 20%. Dies zeigen nicht nur die aktuellen Angebote, sondern auch die von dem Unternehmen durchgeführten Transaktionen.

Ermittlung aktueller Kapitalisierungsfaktoren						
Standort	Betreiber	Pflegeplätze	Kaufpreis	Mietrendite	Kapitalisierungs- faktor	Miete pro Jahr in €
Bad Oeynhausen	MediCare im Grillpark GmbH	79	174.035	5,0%	20,0x	8.702
Bünde	Evangelisches Johanneswerk	43	54.394	5,0%	20,0x	2.720
Bünde	hesena Management GmbH	33	203.235	3,7%	27,0x	7.520
Dörverden	Perfekta	48	120.957	5,7%	17,5x	6.895
Lingen	APE	90	120.580	5,0%	20,0x	6.029
München	RENAFAN ServiceLeben	108	134.832	4,5%	22,2x	6.067
Versmold	PHÖNIX	16	136.800	5,4%	18,6x	7.346
Wülfrath	Bergische Diakonie Aprath	83	121.510	5,2%	19,2x	6.319
Median		64	128.171	5,0%	20,0x	6.607

Quelle: fairresearch

Interessant ist der direkte Vergleich mit der SeniVita Sozial gGmbH, die in den Jahren 2013 und 2014 insgesamt vier Gebäude mit 226 Pflegeplätzen verkauft hat. Die Gebäude befanden sich im Eigentum der drei OHG Gesellschafter Wiesent, Kummert und Vetterl, die sie an den Betreiber vermietet hatten. Der Kapitalisierungsfaktor der gebrauchten Pflegeeinrichtungen liegt nur leicht unter dem vergleichbarer neu errichteter Pflegeimmobilien.

Die Renditeforderung des Investors sollte dementsprechend wesentlich höher liegen. Auch das Risiko der Spezialimmobilien ist mit den oben genannten Renditeerwartungen nicht abgedeckt. Wir halten daher eine Marktrendite von mindestens 6% für angemessen. Denkbar ist beispielsweise, dass die Preise der angebotenen Wohnungen zu hoch gegriffen bzw. hohe Eigenkapitalbeschaffungskosten eine risikoadäquate Verzinsung verhindern. Eine weitere Erklärung für die niedrige Mietrendite ist das derzeitige Zinsumfeld. Vor allem Privatinvestoren sind bereits mit einer Rendite zwischen 4% und 4,5% (aktuelle Umfrage bei den Sparkassen/Raiffeisenbanken) zufrieden, während die Renditeforderungen professioneller Investoren bei 7% liegen bzw. einem Kapitalisierungsfaktor von 14,3x.

Das französische Unternehmen Korian-Médica SA zahlt beispielsweise bei Übernahmen nach eigenen Aussagen maximal einen Kapitalisierungsfaktor zwischen 13x und 14x. Hier handelt es sich aber um gebrauchte Immobilien, die sich für die Altenpflege 5.0 nicht eignen. Je höher die Renditeerwartungen der Investoren sind, desto geringer fallen die Verkaufspreise aus.

Verkauf Wohnungen SeniVita Sozial gGmbH					
Standort	Pflegeplätze	Baujahr	Verkauf	Mietrendite	Kapitalisierungsfaktor
Baiersdorf	92	2001/2010	2012/2913	5,0%	20,0
Waischenfeld	28	2007	2013/2014	5,0%	20,0
Hirschaid	60	1998	2013	6,0%	16,7
Pegnitz	46	2005	2013/2014	5,5%	18,2
Summe	226			5,3%	19,1

Quelle: Unternehmensangaben, fairresearch; durchschnittliche Anzahl Pflegeplätze 53

Bewertung Vergleichsunternehmen

Übersicht Vergleichsunternehmen							
in €Mio.	Kurs vom 08.04.2015	Marktkapital. (€Mio.)	EPS`13	EPS`14	EPS`15E	EPS`16E	EPS`17E
Deutsche Annington SE	31,22	11.055,00	2,26	1,64	1,40	1,70	1,62
Deutsche Euroshop AG	47,11	2.541,37	3,17	3,29	2,18	2,21	2,10
Deutsche Wohnen	24,21	7.139,53	1,20	0,94	1,01	1,05	1,15
Korian-Médica SA	30,86	2.437,94	0,29	1,25	1,60	1,82	1,95
LEG Immobilien AG	75,63	4.315,71	2,50	3,56	3,71	4,13	4,22
Orpea SA	58,99	3.273,95	2,16	2,81	3,15	3,53	3,73
Patrizia Immobilien AG	17,26	1.197,59	0,59	0,60	0,68	0,74	0,76
TAG Immobilien AG	12,85	1.697,34	0,29	0,21	0,64	0,67	0,63
Median		2.907,66	1,68	1,45	1,50	1,76	1,79
Mittelwert		4.207,30	1,56	1,79	1,80	1,98	2,02

Quelle: fairresearch, I/BE/S Konsensussschätzungen, eigene Berechnungen

Die Bewertung des Unternehmens basiert auf den zukünftig erzielbaren Erträgen. Eine Wertermittlung auf Basis des Verkehrswertes ist möglich, da sich zum Wertermittlungsstichtag bereits Grundstücke und Gebäude im Eigentum des Unternehmens befinden. Erfahrungswerte, ob das Geschäftsmodell erfolgreich sein wird bzw. kann, gibt es bereits über den Großaktionär SeniVita Sozial gGmbH und über den Baukonzern und Kooperationspartner Ed. Züblin AG.

Bewertung nur bedingt aussagekräftig

Die Bewertung des Unternehmens ist u.E. nur bedingt aussagekräftig. So unterscheiden sich die Geschäftsmodelle der Vergleichsunternehmen deutlich von dem des Unternehmens. Im Bereich der Pflegeeinrichtungen und Pflegedienste sind die französischen Unternehmen Korian-Médica SA und Orpea am ehesten mit SeniVita Social Estate AG vergleichbar. In Deutschland trifft dies auf das Unternehmen Deutsche Wohnen AG zu, die ebenfalls im Pflegebereich aktiv ist.

Im Vergleich zu den Wettbewerbern fehlt dem Unternehmen die Historie. Es liegen somit keine testierten Vergleichszahlen aus den Vorjahren vor. Eine Prognoserechnung auf Basis historischer

Kennzahlen ist somit nicht durchführbar. Wir haben daher zahlreiche Annahmen über die weitere Unternehmensentwicklung getroffen, die auf den Zahlen der Pflegestatistiken und der demographischen Entwicklung basieren. Der so ermittelte Nachfragebedarf an Pflegeeinrichtungen wurde in Relation zum Unternehmenswachstum gestellt. Das Geschäftsmodell hängt dabei sehr stark von der Leistungs- und Umsetzungsfähigkeit der Kooperationspartner ab. Daneben ist die zukünftige Zinsentwicklung und die Verstetigung bzw. Veränderung des Geschäftsmodells für die Unternehmensbewertung von entscheidender Bedeutung.

Hohe Ergebnisvolatilität

Die Anzahl der verkauften Wohnungseinheiten kann sehr stark schwanken. Das Unternehmen plant, zwischen 5 bis 10 Pflegeeinrichtungen zu bauen und zu verkaufen. Der Verkauf der Einheiten kann sich aufgrund von baulichen Schwierigkeiten als auch aufgrund geringerer Nachfrage zeitlich verzögern. Diese Entwicklung hat direkte Konsequenzen für das Nettoergebnis innerhalb eines Jahres. Die hohe Ergebnisvolatilität bildet somit keine Basis für kontinuierlich ansteigende Jahresüberschüsse in der Zukunft. Die Ergebnisentwicklung ist somit in ihrer Höhe und zeitlichem Anfall nur schwer vorhersehbar. Hinzu kommt, dass sich das Geschäftsmodell im Laufe der Zeit verändern wird. Demnach wird in Zukunft die Tagespflege nicht mehr komplett an die Investoren verkauft, sondern vermietet. Das Unternehmen wird dadurch geringere Verkaufserlöse erzielen. Gleichzeitig steigen die Mieteinnahmen aus der Vermietung/Verpachtung der eigenen Tagespflege. Kurzfristig führt dies zu deutlich niedrigeren Jahresüberschüssen. Langfristig kann das Ergebnis jedoch über steigende Mieteinnahmen verstetigt werden.

Unsere Gewinnschätzungen basieren auf Konsensus-Schätzungen sowie unseren eigenen Schätzungen. Das KGV der Wettbewerber bewegt sich zwischen 19,8 in 2017 und 21 in 2015. Gewinnschätzungen für das Jahr 2018 waren für die Vergleichsunternehmen noch nicht erhältlich, so dass die Bewertung nur auf das Jahr 2017 ausgerichtet ist. Der Geschäftsaufbau in 2015 und 2016 führt noch nicht zu aussagekräftigen Ergebnissen.

Generell bewegen sich die Bewertungen der Vergleichsunternehmen auf einem relativ hohen Niveau. Das geschätzte KGV-Multiple zeigt einen fairen Unternehmenswert zwischen €165,7 Mio. in 2016 und €239,7 Mio. in 2017 an.

Vergleichsunternehmen - KGV-Bewertung 2013-2017E					
in €Mio.	KGV 13	KGV 14	KGV 15E	KGV 16E	KGV 17E
Deutsche Annington SE	14,50 x	20,00 x	22,30 x	18,36 x	19,27 x
Deutsche Euroshop AG	10,04 x	11,85 x	21,61 x	21,32 x	22,43 x
Deutsche Wohnen	11,78 x	15,00 x	23,97 x	23,06 x	21,05 x
Korian-Médica SA	61,38 x	21,60 x	19,29 x	16,96 x	15,83 x
LEG Immobilien AG	16,81 x	18,26 x	20,39 x	18,31 x	17,92 x
Orpea SA	16,40 x	16,97 x	18,71 x	16,70 x	15,83 x
Patrizia Immobilien AG	14,76 x	16,72 x	25,38 x	23,32 x	22,71 x
TAG Immobilien AG	30,60 x	43,64 x	20,08 x	19,18 x	20,40 x
Median	15,58 x	17,61 x	21,00 x	18,77 x	19,83 x
SeniVita Social Estate AG			-0,9	8,8	12,1
Equity value (€Mio.)			n/a	165,7	239,7

Quelle: fairesearch, I/B/E/S-Konsensusschätzungen

Die Bewertung auf Basis EV/Umsatz kommt zu einem deutlichen höheren Unternehmenswert. Der faire Unternehmenswert bewegt sich zwischen €707,5 Mio. in 2016 und €864,7 Mio. in 2017. Wir haben in unserer Betrachtung diese hohe EV/Umsatz-Bewertung aufgrund ihrer geringen Aussagekraft nicht mehr weiter berücksichtigt.

EV/Umsatz – Bewertungsmultiples 2013-2017E					
EV/Umsatz	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Deutsche Annington SE	11,90 x	11,70 x	13,14 x	12,98 x	12,33 x
Deutsche Euroshop AG	16,81 x	17,42 x	19,09 x	18,66 x	18,12 x
Deutsche Wohnen AG	15,23 x	14,49 x	18,75 x	17,82 x	17,50 x
Korian-Médica SA	2,10 x	2,45 x	2,63 x	2,67 x	2,55 x
LEG Immobilien AG	8,67 x	16,85 x	17,21 x	16,60 x	15,86 x
Orpea SA	2,75 x	2,85 x	2,81 x	2,60 x	2,49 x
Patrizia Immobilien AG	3,95 x	5,18 x	5,14 x	5,86 x	5,69 x
TAG Immobilien AG	14,57 x	13,58 x	15,29 x	14,80 x	14,14 x
Median	10,28 x	12,64 x	14,21 x	13,89 x	13,24 x
Equity Value (€Mio.)				707,50	864,74

Quelle: fairesearch, I/B/E/S-Konsensusschätzungen

Die Bewertungen auf Basis der EV/EBITDA- und EV/EBIT-Kennzahlen zeigen wieder eine deutlich normalisierte Wertentwicklung des Unternehmens.

EV/EBITDA – Bewertungsmultiples 2013-2017E					
EV/EBITDA	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Deutsche Annington SE	39,60 x	33,90 x	23,48 x	21,56 x	16,99 x
Deutsche Euroshop AG	16,37 x	19,69 x	21,70 x	20,88 x	20,20 x
Deutsche Wohnen AG	36,28 x	25,87 x	32,58 x	31,23 x	29,72 x
Korian-Médica SA	15,28 x	17,12 x	20,39 x	20,90 x	19,88 x
LEG Immobilien AG	18,05 x	21,98 x	21,24 x	19,44 x	18,50 x
Orpea SA	14,71 x	15,42 x	16,32 x	15,30 x	14,56 x
Patrizia Immobilien AG	34,58 x	20,00 x	25,13 x	23,91 x	22,75 x
TAG Immobilien AG	27,90 x	17,13 x	19,10 x	18,56 x	17,97 x
Median	22,98 x	19,84 x	21,47 x	20,89 x	19,19 x
Equity Value (€Mio.)				316,5	380,9
Durchschnittswert 2016E-2017E					348,7

Quelle: fairesearch, I/B/E/S-Konsensusschätzungen

EV/EBIT – Bewertungsmultiples 2013-2017E					
EV/EBIT	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Deutsche Annington SE	40,10 x	34,40 x	25,63 x	22,86 x	18,19 x
Deutsche Euroshop AG	19,06 x	19,71 x	21,71 x	20,89 x	20,21 x
Deutsche Wohnen AG	37,08 x	26,31 x	33,12 x	31,76 x	30,22 x
Korian-Médica SA	22,20 x	24,70 x	27,18 x	28,45 x	26,84 x
LEG Immobilien AG	16,16 x	30,74 x	34,59 x	34,59 x	34,59 x
Orpea SA	19,23 x	20,33 x	21,80 x	20,39 x	19,45 x
Patrizia Immobilien AG	45,84 x	22,80 x	28,70 x	27,36 x	26,09 x
TAG Immobilien AG	28,39 x	17,39 x	19,39 x	18,85 x	18,25 x
Median	25,30 x	23,75 x	26,41 x	25,11 x	23,15 x
Equity Value (€Mio.)				383,5	462,7
Durchschnittswert 2016E-2017E					422,8

Quelle: fairesearch, I/B/E/S-Konsensusschätzungen

DCF-Bewertung ergibt einen Unternehmenswert von €149 Mio.

Aufgrund der Preisspanne zwischen den unterschiedlichen Bewertungsverfahren (Multiplikatoren- und Enterprise Value – Verfahren) haben wir zusätzlich eine Bewertung nach dem Discounted Cash Flow-Verfahren über einen Zeitraum von 10 Jahren beginnend in 2016 durchgeführt. Das Jahr 2016 haben wir als Ausgangspunkt für die Unternehmensbewertung gewählt. Die Bewertung nach dem DCF-Verfahren ergibt einen fairen Wert von €148,8 Mio. oder €14,88 je Aktie. Wir haben mit einem WACC von 4,22% für die Abdiskontierung des freien Cash Flows gerechnet. Die Fremdkapitalkosten wurden mit 4,6% (Steuerquote 30%) und die Eigenkapitalkosten mit 2,1% angesetzt. Das leveraged Beta beträgt 1,50.

DCF-Bewertung 2016E-2025E			
Free Cash Flows (€Mio.)	FCF	Diskontierung	Disk. FCF
2016E	(5,8)	96,0%	(5,6)
2017E	5,1	92,0%	4,7
2018E	8,9	88,3%	7,9
2019E	(0,4)	84,7%	(0,3)
2020E	5,2	81,3%	4,2
2021E	10,8	78,0%	8,4
2022E	12,9	74,8%	9,7
2023E	9,0	71,7%	6,4
2024E	2,7	68,8%	1,9
2025E	6,6	66,0%	4,4
Summe 10 Jahre			41,7
Terminal Value (diskontiert)			146,8
Nettoverschuldung in 2015E			39,6
Diskontierter Cash Flow			148,8

Quelle: fairesearch

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) der SeniVita Social Estate AG werden aus den gewichteten Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten ermittelt. Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten sind die Marktisikoprämie, das unternehmensspezifische Beta und der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz liegt bei 0,27% bzw. 0,4% (Stand Januar 2015 für Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 9 bis 10 Jahren) und die

implizierte Aktienrisikoprämie in Deutschland bei 6,79% (Quelle: www.marktrisikoprämien.de, Februar 2015). Wir haben den risikolosen Zinssatz von 0,27% angewandt, gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft des IDW. Bei der Berechnung der Marktrisikoprämie sind wir ebenfalls den Empfehlungen der FAUB gefolgt. Die Finanzmarktkrise hat zu einer veränderten Risikotoleranz geführt. Im Vergleich zu den Marktrisikoprämien vor der Finanzkrise liegen die aktuellen Risikoprämien deutlich höher zwischen 5,5% und 7%. Die Berechnung des Betafaktors zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten beruht im Wesentlichen auf den Betafaktoren der ausgewählten Vergleichsgruppe.

Der Verzinsungsanspruch der Fremdkapitalgeber bzw. die Fremdkapitalkosten haben wir mit 6,5% in unserer Berechnung berücksichtigt. Sie entspricht der aktuellen Verzinsung der Wandelschuldverschreibung.

Sensitivitätsanalyse zeigt einen Unternehmenswert von €200 Mio.

Neben der DCF-Bewertung haben wir eine Sensitivitätsanalyse mit unterschiedlichen Wachstumserwartungen (unendliches Wachstum) durchgeführt. Unter der Annahme einer unendlichen Wachstumsrate von 1,0% mit einem WACC von 4,22% läge der faire Unternehmenswert bei gerundet €200 Mio.

Sensitivitätsanalyse			
in € Mio.	Wachstum		
WACC	0,5%	1,0%	1,5%
4,26%	172,1	197,2	231,4
4,24%	173,1	199,0	233,9
4,22%	174,8	200,7	236,1
4,19%	176,1	202,4	238,4
4,17%	177,5	204,1	240,8

Quelle: fairesearch

Fairer Unternehmenswert beträgt €260 Mio.

Die Ergebnisse aller Bewertungsverfahren wurden zusammengefasst und anteilig gewichtet. Dabei haben wir die KGV-Bewertung und die DCF-Bewertung (Basiswert ohne Sensitivitätsanalyse) mit jeweils 30% gewichtet. Die EV/Umsatz-Bewertung ist nicht berücksichtigt worden.

Basierend auf der Bewertung der Vergleichsunternehmen liegt der faire Wert des Unternehmens zwischen €234,4 Mio. in 2016 und €285,1 Mio. in 2017 (Durchschnittswert von €260 Mio. gerundet).

Fairer Unternehmenswert SeniVita Social Estate AG						
Verfahren	2016E	Anteil	gewichtet	2017E	Anteil	gewichtet
KGV-Bewertung	165,70	30%	49,71	239,68	30%	71,90
EV/Umsatz	707,50	0%	0,00	864,74	0%	0,00
EV/EBITDA	316,47	20%	63,29	380,87	20%	76,17
EV/EBIT	383,48	20%	76,70	462,07	20%	92,41
DCF-Bewertung	148,83	30%	44,65	148,83	30%	44,65
Wert in € Mio.		100%	234,35		100%	285,14

Quelle: fairesearch

Finanz- und Ertragsentwicklung

Ende 2014 wurde die SeniVita Management GmbH mit Wirkung zum 1.1.2015 auf die SeniVita Bau GmbH verschmolzen. Die Zahlen für das Geschäftsjahr 2014 sind als Pro-Forma Zahlen gekennzeichnet und stellen fiktiv das neue Unternehmen SeniVita Social Estate AG dar. Rechtlich geht die SSE AG auf die SHB Senioren-Haus-Bau-Verwaltung GmbH zurück, die im November 2011 in die SeniVita Bau GmbH umfirmierte.

Im Rahmen einer gemischten Sach- und Barkapitalerhöhung wurde die Gesellschaft in die SeniVita Sozial gGmbH eingebracht. In einem Kaufvertrag hat die SeniVita Sozial gGmbH ihre Markenrechte und das Know-how für das Konzept Altenpflege 5.0 zu einem Preis von €4,9 Mio. an die SeniVita Management GmbH verkauft. Die SeniVita Management GmbH wurde auf die SeniVita Bau GmbH verschmolzen und in die SeniVita Social Estate AG umgewandelt.

In der Pro-FormaBilanz fällt vor allem der Goodwill in Höhe von €4,9 Mio. sowie die Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen in Höhe von €6,4 Mio., die aufgrund der Verschmelzung entstanden sind. In der Gewinn- und Verlustrechnung ist der fiktive Jahresüberschuß in Höhe von €1,18 Mio. an die SeniVita OHG abgeführt worden. Umsätze entstanden im Wesentlichen durch den Verkauf von Grundstücken in Höhe von €14,5 Mio. Gleichzeitig fielen Aufwendungen für Verkaufsgrundstücke in Höhe von €11,1 Mio. an.

Leichter Verlust im laufenden Geschäftsjahr erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem leichten Verlust. Dieser Verlust ist auf die Emissionskosten der Wandelschuldverschreibung (ca. €2,5 Mio.) und den bereits anteilig anfallenden Zinsaufwendungen für das laufende Jahr zurückzuführen. Daneben führen die vorbereitenden Maßnahmen (Kauf von Grundstücken, Errichtung der Gebäude) für das Geschäftsjahr 2016 noch nicht zu deutlichen Umsatzsteigerungen.

Auf Basis der Planzahlen des Unternehmens haben wir für das Geschäftsmodell die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bilanz entwickelt.

Geschäftsmodell - Planungsannahmen							
Planzahlen	2014 pf*)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Anzahl Gebäude	1	1	4	5	8	9	9
Anzahl Tagespflege	0	1	4	5	5	6	6
Anzahl Tagespflege Eigenbestand	0	0	0	0	3	3	3
Kapitalisierungsfaktor	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	19,0	19,0
Zinssatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,3%	5,3%
Steigerung Verkaufspreise pro Jahr	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Baukostensteigerung pro Jahr	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%
Preissteigerung Grundstücke	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Preissteigerung Tagespflege	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Mietsteigerung Tagespflege	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
Kostensteigerung Personal	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%
Kostensteigerung Aufwendungen	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Bruttomarge	11,6%	34,6%	34,6%	35,0%	27,6%	27,1%	28,1%
EBITDA -Marge	7,6%	7,3%	30,5%	30,9%	23,5%	22,9%	23,9%
EBITA-Marge	7,3%	7,3%	30,5%	30,9%	23,4%	22,7%	23,7%
EBIT-Marge	7,3%	7,3%	30,5%	30,9%	23,4%	22,7%	23,7%

Quelle: fairesearch, *)pf = Pro-Forma

Im Geschäftsjahr 2018 entwickeln sich nach unseren Berechnungen alle Ertragsmargen rückläufig. Diese Entwicklung ist auf die Veränderung des Geschäftsmodells zurückzuführen. In 2018 wird die Tagespflege nicht mehr komplett an die Investoren verkauft, sondern das Unternehmen vermietet die im Eigentum befindlichen Tagespflegeeinrichtungen an die Franchisepartner. Es fallen daher weniger Verkaufserlöse an. Im gleichen Zeitraum steigen jedoch die Mieterlöse. Auf der Bilanzseite erhöht sich das Anlagevermögen (Grundstücke und Gebäude) und Abschreibungen fallen an.

Spätestens im Jahr 2020 gehen wir davon aus, dass die Anleger die Wandelschuldverschreibung in Aktien wandeln werden. Das Fremdkapital wird dann in Eigenkapital getauscht.

Gewinn- und Verlustrechnung

SeniVita Social Estate AG 2014pf – 2020E												
in €Mio.	2014 pf	2015E	2016E	ggü.Vj.	2017E	ggü.Vj.	2018E	ggü.Vj.	2019E	ggü.Vj.	2020E	ggü.Vj.
Umsatzerlöse												
- Wohneinheiten	12,33	9,00	36,00	300,0%	45,90	27,5%	74,98	63,4%	83,71	11,6%	85,74	2,4%
- Tagespflege	0,00	4,00	16,00	300,0%	20,40	27,5%	20,83	2,1%	24,27	16,5%	24,83	2,3%
- Franchisegebühren	0,00	0,00	0,00		0,00		0,30		0,60		0,90	
- Miete Tagespflege	0,20	0,00	0,00		0,00		0,47		0,97		1,48	
Umsatzerlöse	12,53	13,00	52,00	300,0%	66,30	27,5%	96,58	45,7%	109,55	13,4%	112,95	3,1%
Materialaufwand	11,07	8,50	34,00	300,0%	43,09	26,7%	69,95	62,3%	79,90	14,2%	81,18	1,6%
Bruttoergebnis	1,45	4,50	18,00	300,0%	23,21	28,9%	26,64	14,8%	29,65	11,3%	31,77	7,2%
Personalaufwendungen	0,07	0,34	1,32	292,0%	1,68	26,6%	2,43	44,7%	2,74	12,7%	2,80	2,5%
Betriebl. Aufwendungen	0,44	3,39	1,53	-54,9%	1,93	26,2%	2,87	48,7%	3,32	15,8%	3,50	5,3%
Betriebliche Erträge	0,02	0,18	0,71	292,0%	0,91	27,5%	1,33	45,7%	1,50	13,4%	1,55	3,1%
EBITDA	0,96	0,95	15,86		20,51	29,3%	22,67	10,5%	25,09	10,7%	27,01	7,7%
EBITDA -Marge	7,6%	7,3%	30,5%		30,9%		23,5%		22,9%		23,9%	
Abschreibungen	0,04	0,00	0,00		0,00		0,10		0,20		0,30	
EBITA	0,91	0,95	15,86		20,51	29,3%	22,57	10,0%	24,90	10,3%	26,71	7,3%
EBITA-Marge	7,3%	7,3%	30,5%		30,9%		23,4%		22,7%		23,7%	
Amortisation	0,00	0,00	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
EBIT	0,91	0,95	15,86		20,51	29,3%	22,57	10,0%	24,90	10,3%	26,71	7,3%
EBIT-Marge	7,3%	7,3%	30,5%		30,9%		23,4%		22,7%		23,7%	
Finanzergebnis	0,24	-2,18	-3,25	48,8%	-3,25	0,0%	-3,25	0,0%	-3,25	0,0%	0,00	-100,0%
EBT	1,16	-1,23	12,61		17,26	36,9%	19,32	11,9%	21,65	12,0%	26,71	23,4%
Steuern	0,00	0,37	-3,78		-5,18	36,9%	-5,80	11,9%	-6,49	12,0%	-8,01	23,4%
Steuerquote	0,0%	30,0%	30,0%		30,0%		30,0%		30,0%		30,0%	
Nettoergebnis	1,16	-0,86	8,83		12,08	36,9%	13,52	11,9%	15,15	12,0%	18,70	23,4%
Gewinnabführung	-1,18	0,00	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Nettoergebnis	-0,03	-0,86	8,83		12,08	36,9%	13,52	11,9%	15,15	12,0%	18,70	23,4%

Quelle: fairresearch

Cash Flow

Free Cash Flow SeniVita Social Estate AG 2014pf-2020E							
In €Mio.	2014 pf	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	1,2	-0,9	8,8	12,1	13,5	15,2	18,7
Abschreibungen/Zuschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Zunahme/Abnahme von Rückstellungen	0,1	0,9	0,9	0,5	0,5	0,2	0,8
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn/Verlust aus Abgängen des AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen Working Capital	3,3	-43,5	-15,6	-7,4	1,0	-8,8	-7,9
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten und sonstige	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	6,9	-43,4	-5,8	5,2	15,1	6,8	11,9
Auszahlungen für Investitionen in das AV	-4,9	0,0	0,0	0,0	-6,2	-7,2	-6,7
Sonstige Auszahlungen	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,2	0,0	0,0	0,0	-6,2	-7,2	-6,7
Einzahlungen aus EK-Zuführungen	0,0	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0
Auszahlungen an Gesellschafter (z.B. Dividende)	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme/Tilgung Anleihe	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-50,0
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	-1,1	59,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen der Finanzmittelbestände	0,6	16,4	-5,8	5,1	8,9	-0,4	5,2
Wechselkurs bedingte Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoveränderungen des Finanzmittelbestandes	0,6	16,4	-5,8	5,1	8,9	-0,4	5,2
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	0,2	0,7	17,1	11,3	16,4	25,3	24,9
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	0,8	17,1	11,3	16,4	25,3	24,9	30,1
Free Cash Flow	1,7	-43,5	-5,8	5,1	8,9	-0,4	5,2

Quelle: fairresearch

Bilanz

Bilanz SeniVita Social Estate AG 2014pf-2020E							
in €Mio.	2014 pf	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Anlagevermögen							
Goodwill	4,9	4,9	4,5	4,2	3,9	3,6	3,2
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	6,2	13,4	20,1
Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	2,8	4,2
Gebäude	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	9,6	14,4
Betriebs-und Geschäftsausstattung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5
Summe Anlagevermögen	4,9	4,9	4,6	4,3	10,1	17,5	23,8
Vorräte	0,6	45,0	59,1	67,0	65,0	72,3	82,7
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen ggü. verbundene Unternehmen	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	2,0	3,0	4,0	3,0
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	0,7	17,1	11,3	16,4	25,3	24,9	30,1
Umlaufvermögen	2,2	62,9	70,4	85,4	93,3	101,2	115,8
Steuerrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Summe AKTIVA	7,1	67,9	75,1	89,8	103,5	118,6	139,8
PASSIVA							
Eigenkapital	0,0	0,1	9,1	17,9	30,0	43,5	58,7
Gezeichnetes Kapital	0,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	15,0
Kapitalrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,0
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnvortrag	0,0	0,0	-0,9	7,9	20,0	33,5	48,7
Jahresüberschuß	0,0	-0,9	8,8	12,1	13,5	15,2	14,9
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital inkl. Minderheiten	0,1	9,1	17,9	30,0	43,5	58,7	123,6
Sonderposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,1	0,1	1,0	1,5	2,0	2,2	3,0
Wandelanleihe	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	6,4	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	6,4	56,4	50,0	50,0	50,0	50,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,5	0,0	2,5	2,5	2,0	3,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	0,5	2,3	0,0	2,5	2,5	2,0	3,5
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	6,1	5,7	5,5	5,7	9,6
Summe PASSIVA	7,1	67,9	75,1	89,8	103,5	118,6	139,8

Quelle: fairresearch

Vertragsbedingungen

Diese Analyse wurde unabhängig vom analysierten Unternehmen von fairesearch GmbH & Co KG und dem auf der Frontseite aufgeführten Analysten (beide werden hiernach gemeinsam oder einzeln als ‚Autor‘ bezeichnet) erstellt. Nur wenn es auf der Frontseite ausdrücklich erwähnt ist, hat das analysierte Unternehmen für diese Studie bezahlt. Der Autor wurde von der ICF BANK AG beauftragt, das Unternehmen zu analysieren.

Die in unseren Studien dargestellten Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich bekannten Informationen, insbesondere Berichten, Veröffentlichungen und Präsentationen des analysierten Unternehmens, von deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Glaubwürdigkeit der Autor ohne weitere Prüfung ausgegangen ist. Der Autor garantiert die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen nicht. Die Studie wurde erstellt, um Anleger zu unterstützen; sie ist aber in keinem Fall als Ersatz für vom Leser selbst vorzunehmende Anlageentscheidungen zu verwenden. Der Autor behält sich das Recht vor, Aussagen und Meinungen im Rahmen der Analyse jederzeit und ohne zusätzliche Information zu ändern. Das heißt, die Meinungen in dieser Studie reflektieren die Entscheidung des Autors mit Datum dieser Analyse.

Grundsätzlich veröffentlicht der Autor seine Studien zunächst auf seiner Homepage. Es ist durchaus möglich, dass diese Analyse daher nicht zeitgleich beim Leser angekommen ist. Die angegebenen Aktienkurse sind die Schlusskurse vom Vortag, falls nicht anders gekennzeichnet.

Die Analyse ist nicht gedacht und sollte nicht als Angebot verwendet werden, um Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Jeder Verweis auf die vergangene Entwicklung eines Wertpapiers darf nicht als Gewähr für die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers gewertet werden. Der Autor übernimmt somit keinerlei Gewähr und/oder Verpflichtung für die Übernahme von möglichen Verlusten, die einem Investor aus der Verwertung dieser Analyse entstehen oder entstehen könnten. Die Studie unterliegt dem Urheberrecht, und sie wird nur an ausgesuchte Leser verschickt bzw. der Leser kauft die Studie in elektronischer Form. Es ist untersagt, die Analyse (teilweise oder im Ganzen) ohne vorherige schriftliche Zustimmung des Autors an Dritte in duplizierter Form oder auf elektronischem Weg weiterzuleiten.

Der Autor hat keine und wird keine Aktien des in dieser Studie analysierten Unternehmens kaufen oder verkaufen. Der Autor hat nicht und wird nicht als Berater des in dieser Studie analysierten Unternehmens agieren. Es ist möglich, dass die Studie vor der Endfassung dem analysierten Unternehmen oder dessen Beratern zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt worden ist. Der Autor ist aber auf keinen Fall an die Anmerkungen des Unternehmens bzw. dessen Berater gebunden.

Die englischen Analysen des Autors sind ausschließlich an professionelle Investoren (in den USA: ‚Major Institutional Investors‘) gerichtet. Der Autor ist weder in Großbritannien noch in den USA registriert.

Mit dem Kauf dieser Analyse akzeptieren Sie diese Bedingungen.

Unser Bewertungssystem spiegelt die erwartete absolute Performance in nationaler Währung in einem 6-Monats-Zeitraum wider:

KAUFEN	=	erwartete Performance über 10%
HALTEN	=	erwartete Performance zwischen 5% und 10%
VERKAUFEN	=	erwartete Performance schlechter als 5%

In Deutschland ist fairesearch GmbH & Co.KG bei der BaFin, Marie-Curie-Str.24-28 in 60439 Frankfurt/Main registriert. Der Autor arbeitet als zertifizierter DVFA-Analyst.

FIRST ACTIVE INDEPENDENT RESEARCH

fairesearch GmbH & Co KG
 Westerbachstraße 23C
 D-61476 Kronberg
 Tel +49 (0)6173 / 995 95 - 12
 Fax: +49 (0)6173 / 995 95 - 20
 Internet: <http://www.fairesearch.de>