

dreyfus
BANQUIERS
1813

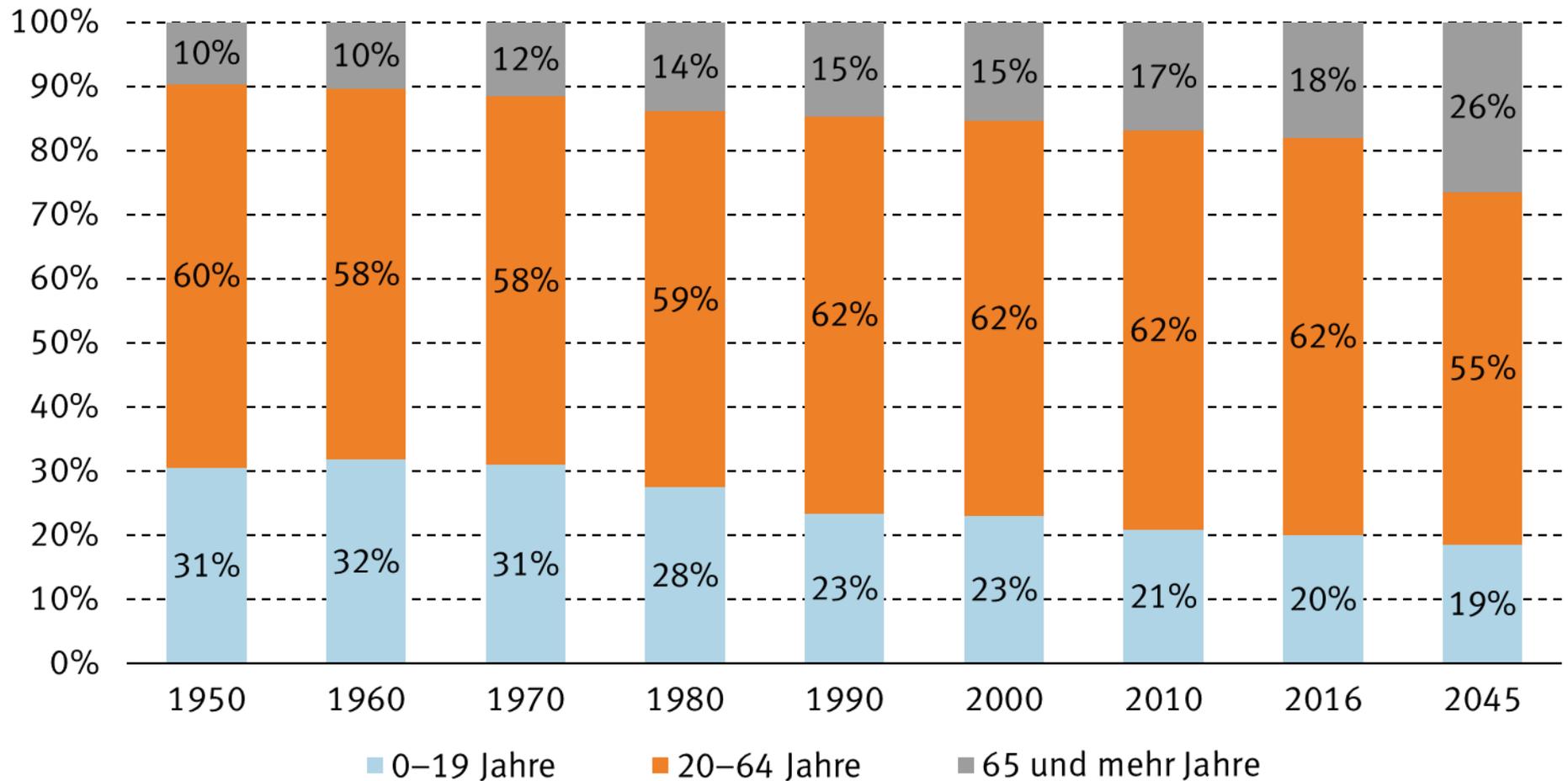


Finanzierung in einem staatlich regulierten Gesundheitsmarkt – Abschreckung für Investoren?

Dr. Daniel R. Witschi, CFA

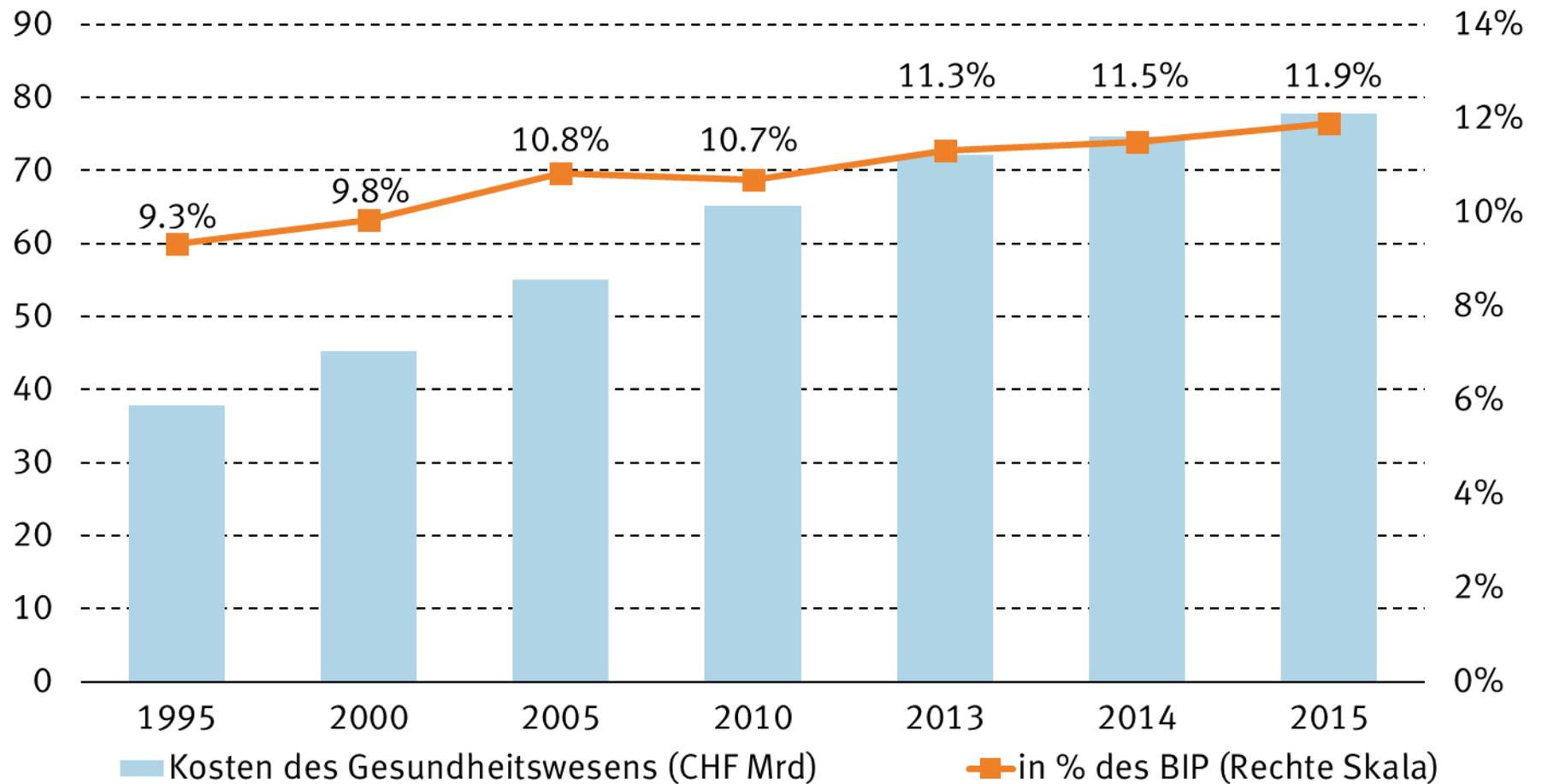
Bern, 18. Januar 2018

Schweizer Demographie



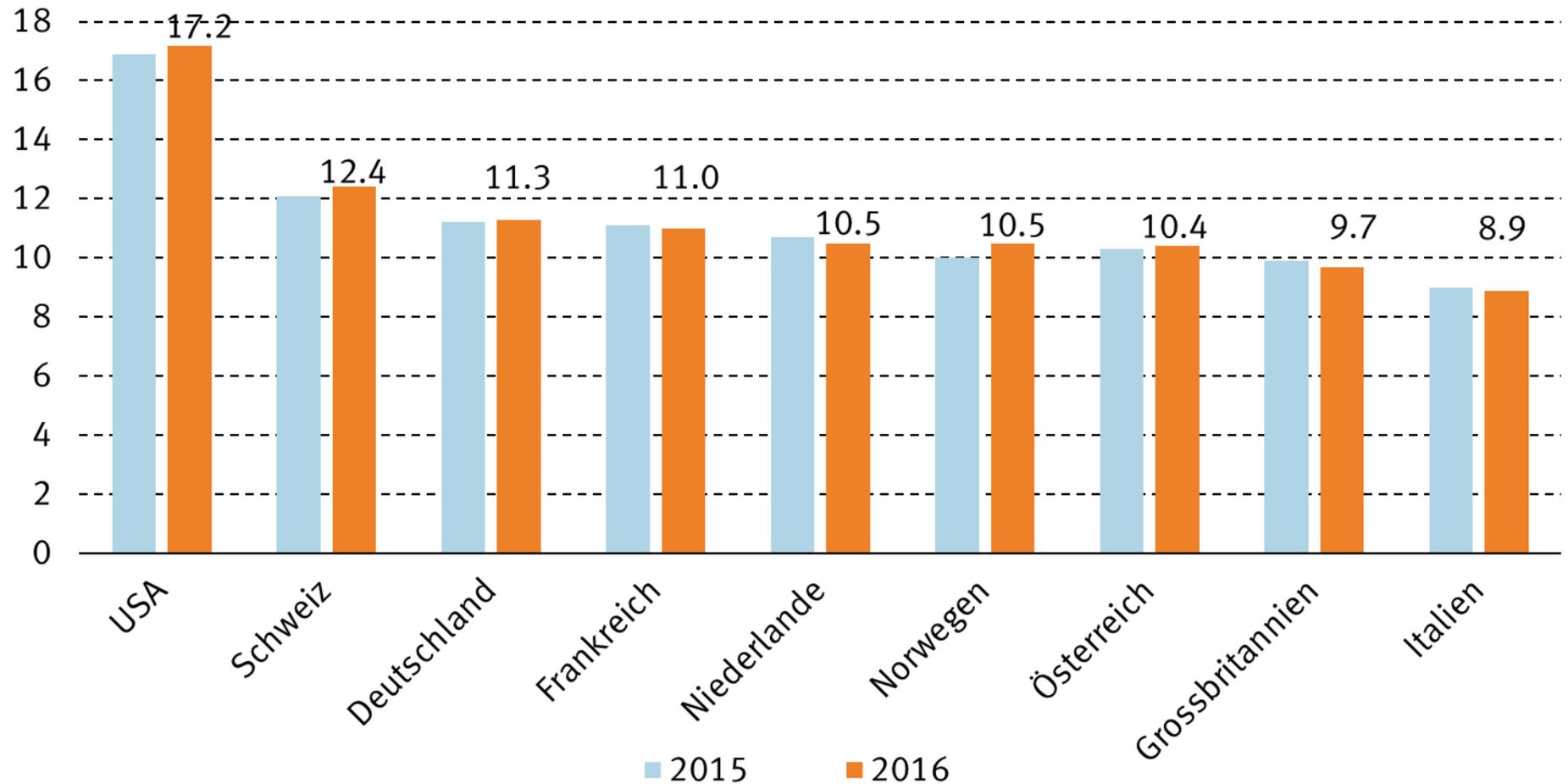
Quellen: BFS

Entwicklung der Kosten des Schweizer Gesundheitswesens 1995 bis 2015



Quellen: BFS, ZKB

Kosten des Schweizer Gesundheitswesens in % des BIP



Quellen: OECD, ZKB

Charakteristiken des Gesundheitsmarkets

- > Gesundheit als Grundbedürfnis
- > Geringe Zyklizität, relative Stabilität
- > Langfristiger Wachstumstrend durch die demographische Entwicklung
- > Innovation
- > Eintrittsbarrieren
 - > Relative Marktgrösse in der Schweiz
 - > KVG und 26 kantonale Regulierungen

Investitionsmöglichkeiten im Gesundheitswesen

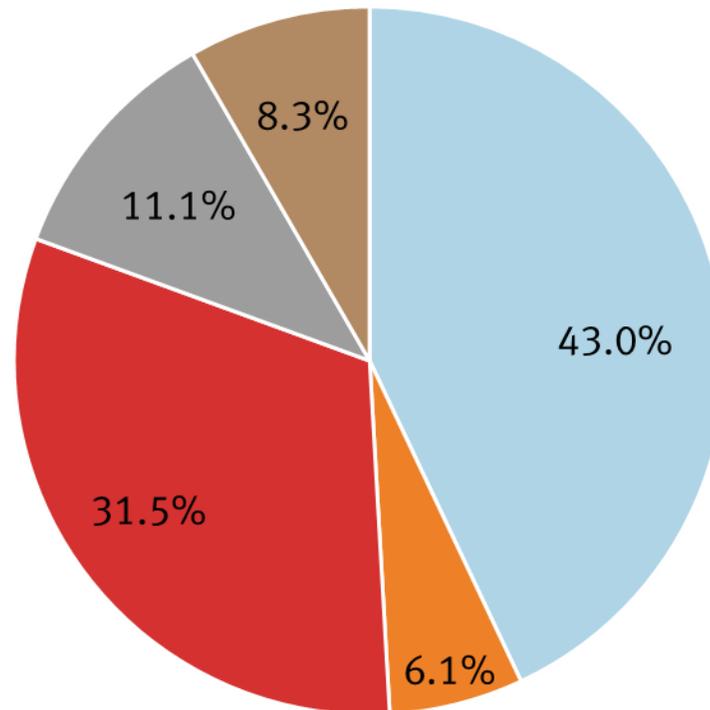
Gesundheitswesen USA

	Obligationen	Aktien
Apotheken	✓	✓
Spitäler	✓	✓
Versicherungen	✓	✓

Gesundheitswesen Schweiz

	Obligationen	Aktien
Apotheken	(✓)	✓
Spitäler	✓	(✓)
Versicherungen	x	x

Prozentuale Aufteilung der Finanzierung der Leistungen von Spitälern und Kliniken 2015

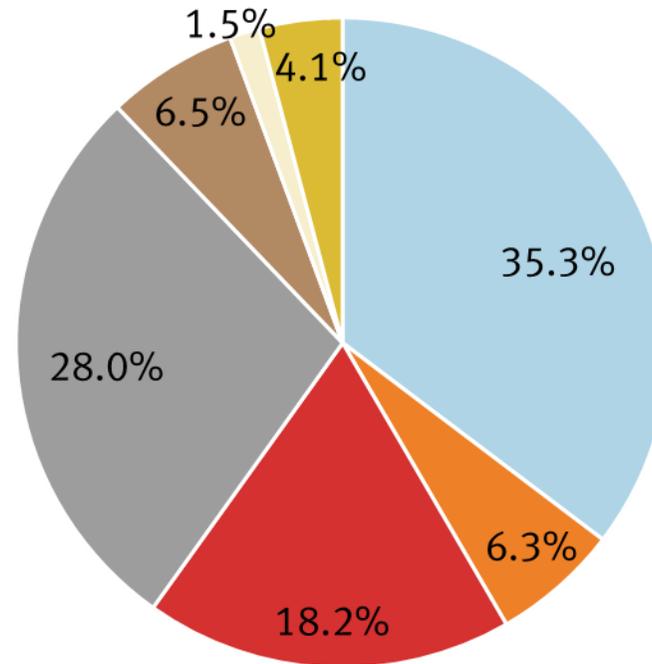


- Obligatorische Krankenversicherung
- Staat
- Private Zusatzversicherungen

- Übrige Sozialversicherung
- Private Haushalte

Quellen: H+, BFS, ZKB

Kosten des Schweizer Gesundheitswesens nach Finanzierungsregimes



- Obligatorische Krankenversicherung
- Staat
- Privatversicherungen
- Andere öffentliche Finanzierung
- Übrige Sozialversicherung
- Selbstzahlungen
- Andere private Finanzierung

Quellen: BFS, ZKB

Mehrfachrolle der Kantone im Spitalbereich – Interessenskonflikte

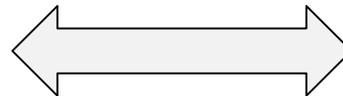
Leistungserbringer

- > Verantwortung für Planung einer bedarfsgerechten Spitalversorgung gemäss Art. 39 BVG
- > Aushandeln des Basispreises für bestimmte medizinische Leistungen mit Krankenversicherern

Investor

- > Finanzierer der Betriebe
- > Auftraggeber
- > Eigentümer von Spitälern

Sicherung des Zugangs



Effizienz

Spitalsektor Schweiz im Überblick

	2014	2015	2016
Anzahl erfasster Spitäler	289	288	283
Anzahl erfasster Betten	37'540	37'965	38'058
Bettenbelegung (%)	94	84	84
Erfasste Pfl egetage (Mio)	12.9	11.6	11.8
Durchschn. Aufenthaltsdauer (Tage)	9.3	8.2	8.2
Erfasste stationäre Fälle (Mio)	1.40	1.41	1.44
Betriebsausgaben pro Fall (in CHF)	12'822	13'046	12'926
Betriebsausgaben pro Tag (in CHF)	1'392	1'584	1'584

Quellen: BFS, ZKB

Spitalsubventionen pro Fall nach Kanton für das Jahr 2015 (in CHF)

Kanton	Subvention
GE	7'653
VD	4'983
NE	4'161
JU	3'619
BS	2'988
FR	2'875
AI	2'775
OW	2'655
SO	2'160

Kanton	Subvention
SH	2'143
GR	1'729
GL	1'684
UR	1'464
BE	1'421
BL	1'284
SG	1'253
ZH	1'196
VS	1'117

Kanton	Subvention
SZ	1'097
NW	1'054
LU	993
AG	924
TI	790
TG	607
ZG	581
AR	298
Schweiz	2'094

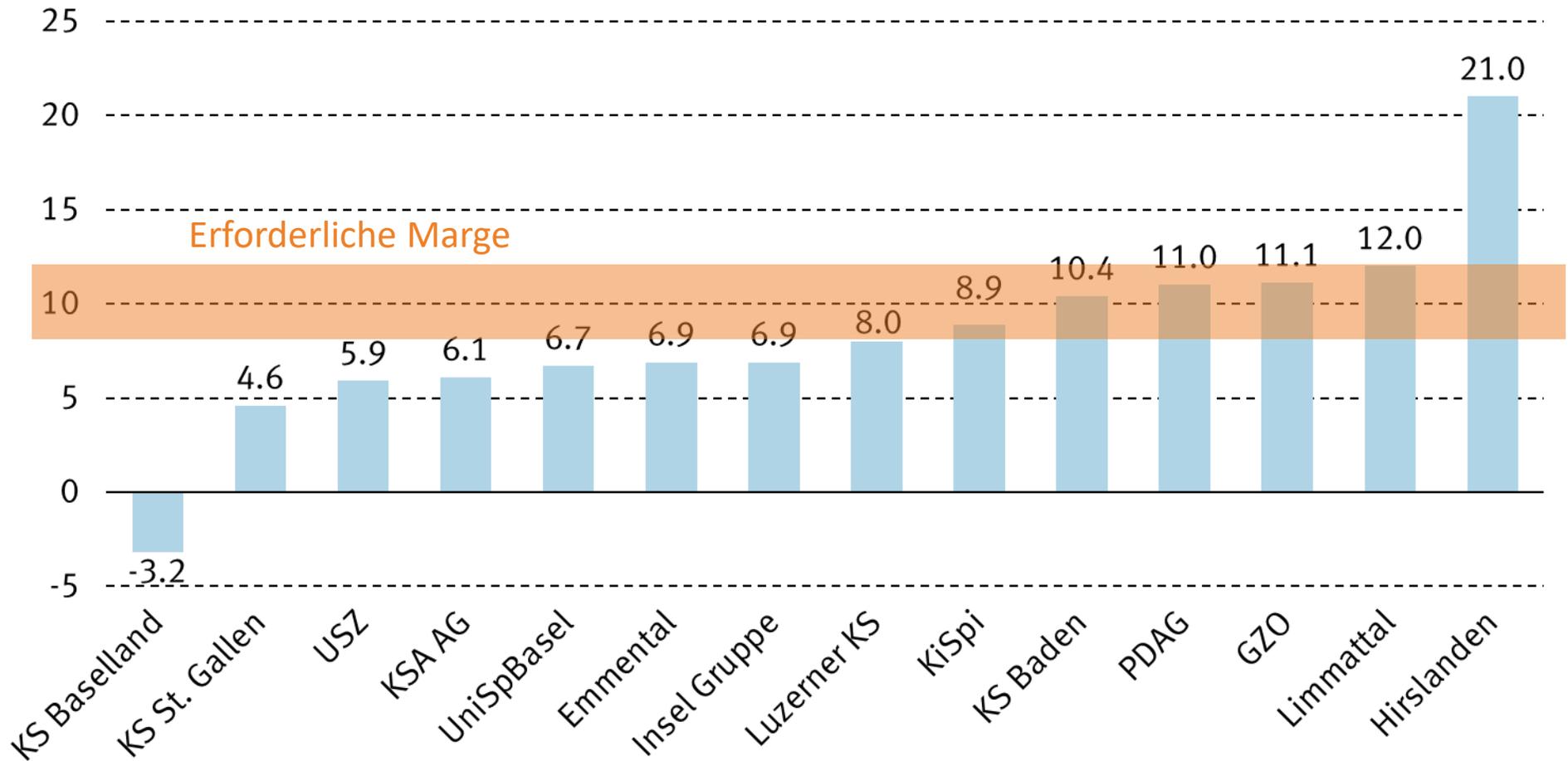
Die grössten Schweizer Spitäler nach Pfl egetagen 2015

Spital	Pfl egetage	Spital	Pfl egetage
Les Hôpitaux Universitaires (GE)	669'193	Psych. Universitätsklinik (ZH)	165'970
CHUV Centre Hosp. Uni. (VD)	434'143	Kantonsspital Aarau AG (AG)	164'205
EOC Ente ospedaliero cant. (TI)	295'858	HFR – Hôpital fribourgeois (FR)	162'594
Universitätsspital Zürich (ZH)	276'522	Kantonsspital Winterthur (ZH)	144'827
Inselspital Bern (BE)	265'564	Spital Thurgau AG (TG)	143'516
Luzerner Kantonsspital (LU)	239'527	Hôpital neuchâtelois HNE (NE)	133'638
Kantonsspital St. Gallen (SG)	220'416	Stadtpital Triemli (ZH)	132'954
Universitätsspital Basel (BS)	210'012	Lindenhof AG (BE)	127'722
Solothurner Spitäler AG (SO)	200'678	Hôpital Riviera-Chablais (VD, VS)	127'256
Hôpital du Valais – CVCVs (VS)	191'859	Psych. Dienste Aargau (AG)	118'802
Kantonsspital Baselland (BL)	189'544	Spital Netz Bern AG (BE)	114'075

Quellen: BAG, ZKB



Grosse Bandbreite der EBITDA-Marge 2016 (in %)



Quellen: Spitäler, ZKB

Gründe für die Emissionstätigkeit öffentlicher Spitäler am Schweizer Kapitalmarkt

- > Revision KVG 1.12.12
 - > Verantwortung für die Finanzierung der Spitalinfrastruktur liegt neu bei Spitälern
- > Erneuerungsbedarf der teilweise veralteten Infrastruktur der Spitäler zwecks Anpassungen an technischen Fortschritt & Effizienzsteigerung
- > Relative Verteuerung von Bankrefinanzierung durch verschärfte regulatorische Vorschriften im Bankwesen und Negativzinspolitik der SNB
- > Ausbaubedarf aufgrund wachsender Bevölkerung & demographischer Trends

Anlehensvolumen im Schweizerischen Kapitalmarkt

Öffentliche Spitäler

625 Mio. CHF

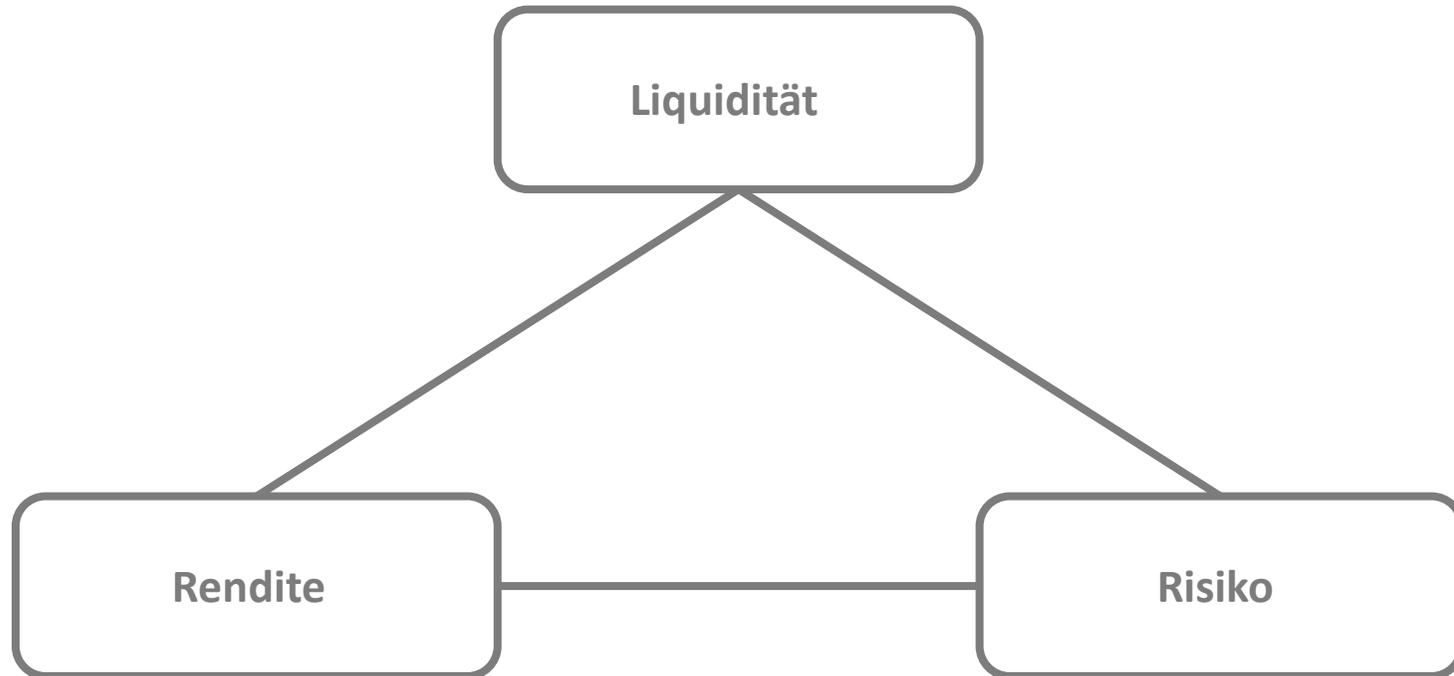
- Limmattal
- Emmental
- Wetzikon
- PDAG
- KSA

Privatklinikgruppen

857 Mio. CHF

- Hirslanden
- Aegis Victoria
- HDLT Holding

Investitionen im Allgemeinen



SWOT-Analyse Schweizer Spitäler allgemein (Teil 1)

Stärken

- > Hohe Konjunkturreistenz
- > Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen nimmt stärker zu als das Einkommen
- > Spitäler schaffen Arbeitsplätze und erhöhen die Standortqualität
- > Starker Rückhalt in der Bevölkerung
- > Profitieren von der demografischen Entwicklung
- > Teilweise implizite oder explizite Garantie einer Gebietskörperschaft

Schwächen

- > Geringe Rentabilität
- > Nachholbedarf bei Investitionen
- > Steigende Gesundheitskosten belasten Finanzen der öffentlichen Hand
- > Mit sich verändernden politischen Rahmenbedingungen konfrontiert
- > Investitionen in Infrastruktur belasten Kreditkennzahlen
- > Solide Ratingeinstufung der öffentlichen Spitäler abhängig von der Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch eine Gebietskörperschaft und von deren Bonität

SWOT-Analyse Schweizer Spitäler allgemein (Teil 2)

Chancen

- > Kooperation zwischen Spitälern
- > Investitionen in Infrastruktur als Chance für Effizienzsteigerung
- > Modernisierte Infrastruktur macht Schweizer Spitäler für ausländische Patienten attraktiver
- > Grössere unternehmerische Freiheiten durch Verselbständigung der Spitäler

Risiken

- > Potentielle Verluste falls die operative Marge mit den getätigten Investitionen nicht gesteigert wird
- > Vielzahl von Spitalbauprojekten birgt die Gefahr von Überkapazitäten
- > Spitaltarife kommen noch stärker unter Druck
- > Bedürfnisveränderungen aufgrund der Entwicklung in der Medizin und der finanzpolitischen Vorgaben

Verschiedene Rechtsformen mit Beispielen

- > **Aktiengesellschaft (privater Besitz):** Aegis Victoria, Hirslanden
- > **Aktiengesellschaft (öffentliche Hand):** Kantonsspital Aarau AG, Regionsspital Emmental AG
- > **Selbstständig öffentlich-rechtliche Anstalt:** Universitätsspital Zürich, Kantonsspital Winterthur
- > **Stiftung:** Kinderspital Zürich (Eleonorenstiftung), Schulthess Klinik (Wilhelm-Schulthess-Stiftung)
- > **Verwaltungseinheit der öffentlichen Hand:** Stadtpital Triemli Zürich, Integrierte Psychiatrie Winterthur – Zürcher Unterland (IPW)
- > **Verein:** Universitätsklinik Balgrist, Geburtshaus Delphys
- > **Zweckverband:** Spitalverband Limmattal, Spital Affoltern

Quellen: Spitäler, ZKB

Kapitalmarktfähigkeit

Quantitative Faktoren

- > Bilanzstruktur
 - > Verschuldungsgrad
- > Ertragskraft
- > Cash flow

Qualitative Faktoren

- > Rahmenbedingungen (Kostenabgeltung)
- > Unternehmensstruktur (einschliesslich der Rechtsform)
- > Unternehmensstrategie
- > Wettbewerbsposition

Extrem hohe Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

		Kantons- und Gemeinderating					
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
Stand-alone-Rating	aaa	AAA					
	aa+	AAA	AA+				
	aa	AAA	AA+	AA			
	aa-	AAA	AA+	AA	AA-		
	a+	AA+	AA	AA	AA-	A+	
	a	AA+	AA	AA-	AA-	A+	A
	a-	AA+	AA	AA-	A+	A	A
	bbb+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
	bbb	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
	bbb-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
	bb+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
	bb	AA	AA-	A+	A+	A	A-
	bb-	AA	AA-	A+	A+	A	A-
	b+	AA	AA-	A	A	BBB+	BBB+
	b	AA-	A+	A	A	BBB+	BBB+
b-	AA-	A	A	A	BBB	BBB	

Quellen: S&P, ZKB

Mässige Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

		Kantons- und Gemeinderating					
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
Stand-alone-Rating	aaa	AAA					
	aa+	AA+	AA+				
	aa	AA	AA	AA			
	aa-	AA-	AA-	AA-	AA-		
	a+	AA-	A+	A+	A+	A+	
	a	A+	A+	A	A	A	A
	a-	A	A	A	A-	A-	A-
	bbb+	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+
	bbb	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB
	bbb-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	bb+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	bb	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
	bb-	BB	BB	BB	BB	BB	BB
	b+	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-
	b	B+	B+	B+	B+	B+	B+
b-	B	B	B	B	B	B	

Quellen: S&P, ZKB

Sechs Spitäler im Vergleich

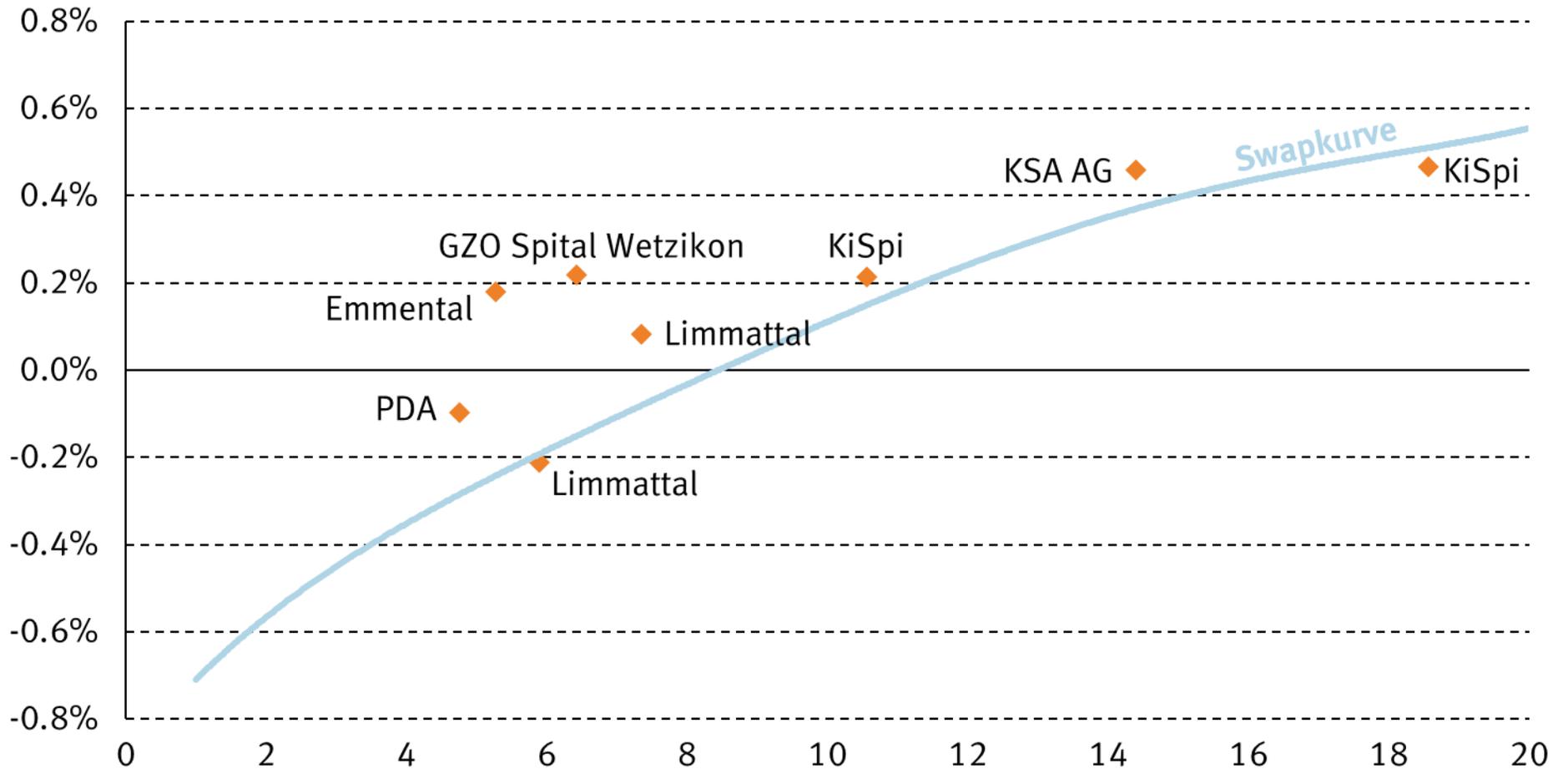
	Emmental	GZO	KSA AG	KiSpi	Limmattal	PDAG
ZKB Rating	A+/stabil	A/stabil	AA/negativ	AA/stabil	A+/stabil	AA/negativ
Stand-alone Rating	bb-	b	bb-	bb-	NA	bb
ZKB Rating öffentliche Hand	AA/stabil	AA/stabil	AAA/negativ	AAA/stabil	A+/stabil	AAA/negativ
Ertrag (Mio)	140	12+	637	277	165	130
EBITDA-Marge (%)	5.4	8.8	0.9	6.1	10.3	8.4
Reingewinn	1.6	-4.6	-37	10	5.3	3.5
Free Cashflow (Mio)	-7.5	-8.9	-63	1.3	-19	9.6
EK-Quote (%)	35	13	53	74	26	56
Current Ratio (%)	434	1135	94	229	622	434
Net Debt/EBITDA	2.1	5.0	21	-0.1	2.3	0.8
Zinsdeckung (EBITDA/ZA)	6.5	1.7	8.1	45	5.9	8.2

Quellen: S&P, ZKB

Obligationen im Bereich Apotheken und Spitäler

	Emissionsvolumen in Mio CHF	Emissionsjahr	Verfall	Rating ZKB	Rating Fedafin	Rating CS	Spread vs gov interpolated in bp
Spitalverband Limmattal	120	2015	2025	A+	A+	A	43.3
Spitalverband Limmattal	100	2013	2023	A+	A+	A	25.2
Kinderspital Zürich	200	2016	2028	AA	Aa+	AA	37.5
Kinderspital Zürich	100	2016	2036	AA	Aa+	AA	28.5
Regionalspital Emmental	75	2014	2023	A+			61.1
GZO Spital Wetzikon	170	2014	2024	A	A-	A	64.6
Klinik Hirslanden	145	2015	2021		Baa-		100.3
Klinik Hirslanden	90	2015	2025		Baa-		164.4
Psychiatrische Dienste Aargau	60	2014	2022	AA	Aa		34.3
HDLT	82	2015	2022		Ba+		249.8
Aevis Victoria	145	2016	2022				102.4
Aevis Victoria	145	2014	2019				102.3
Aevis Victoria	150	2016	2021				103.9
Aevis Victoria	100	2013	2018				101.4
Galenica Santé	200	2017	2023	BBB-		BBB	101.2
Galenica Santé	180	2017	2026	BBB-		BBB	102.9

Rendite und Restlaufzeit von Spitalanleihen (per 09. Januar 2018)



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Auswahl grösserer Spitalbauprojekte

Projekt	Investition (Mio CHF)	Zeitraum
Universitätsspital Zürich	2'100	2014 – 2044
Luzerner Kantonsspital	2'000	2016 – 2032
Universitätsspital Basel	700 - 900	2012 – 2028
Inselspital Bern	750	2018 – 2025
Kantonsspital Aarau	700	2019 – 2025
Kinderspital Zürich	600	2017 – 2023
Kantonsspital Baden	450	2015 – 2022
Freiburger Spitäler	420	bis 2022
Kantonsspital Graubünden	400	2014 – 2021
Kantonsspital St. Gallen	400	2014 – 2027
Walliser Kantonsspitäler	400	2019 – 2030

Investitionsmöglichkeiten im Gesundheitswesen

Gesundheitswesen USA

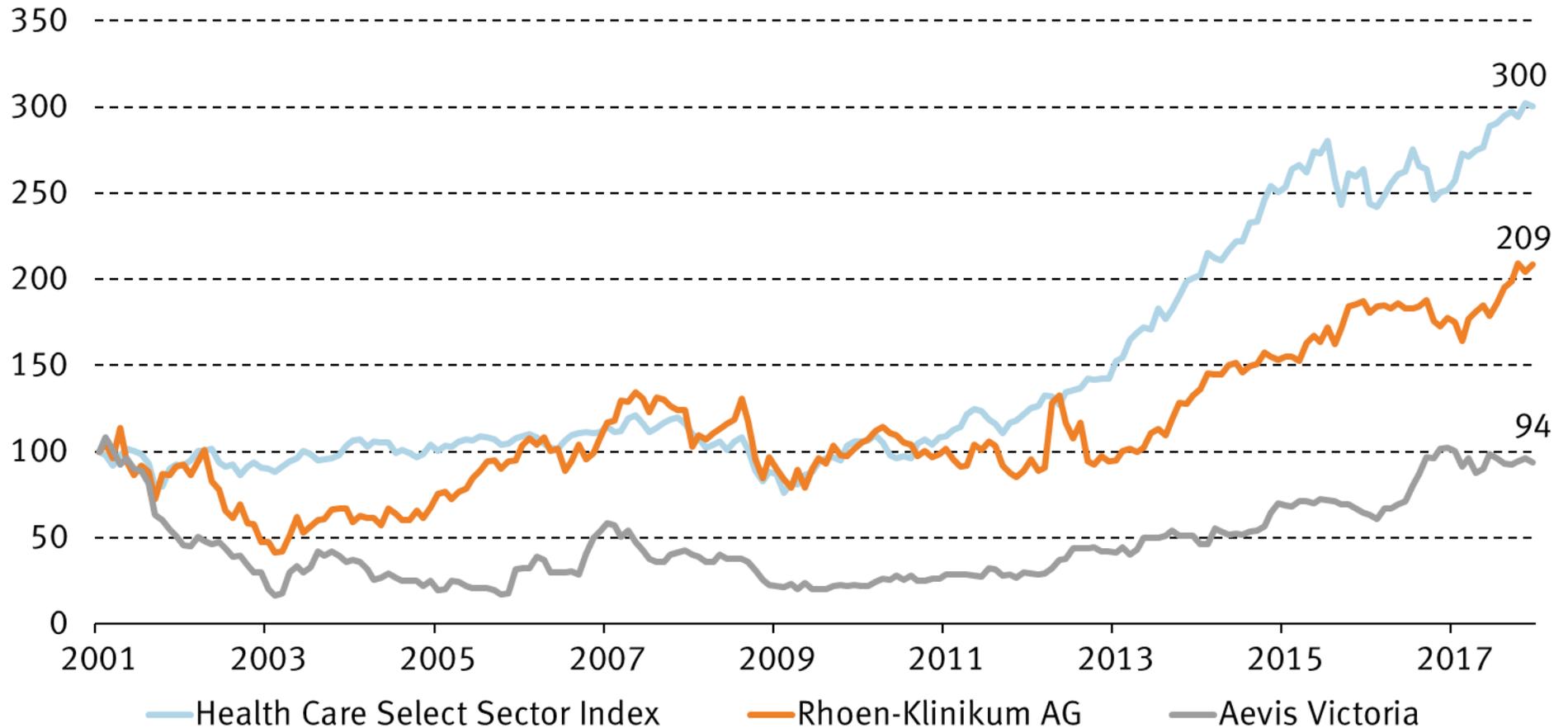
	Obligationen	Aktien
Apotheken	✓	✓
Spitäler	✓	✓
Versicherungen	✓	✓

Gesundheitswesen Schweiz

	Obligationen	Aktien
Apotheken	(✓)	✓
Spitäler	✓	(✓)
Versicherungen	x	x

Investitionen (hedged in CHF)

Indexierte Wertentwicklung in CHF



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktien im Bereich Apotheken und Spitäler

	Börsenkapitalisierung in Mio CHF	Free float in %	PE 2017	EBITDA-Marge 2016
Aevis Victoria	934	21	78.7	14.4%
Galenica	2505	97	22.4	5.9%
Zur Rose	796	82	NA	0.2%

NA: nicht anwendbar

Abschreckung für Investoren?

- > Regulierungen sind nicht abschreckend, solange die Investoren die Rahmenbedingungen kennen und damit rechnen können, dass sich dieselben im Zeitraum des Anlagehorizontes nicht ändern
- > Investoren müssen von Gewinnaussichten ausgehen können, welche die Zins- und Rückzahlung von Obligationen gewährleisten und allfälligen Aktionären ein Wachstumspotential bieten