

# Aktienanalyse

## **Omega Healthcare Investors, Inc.**

ISIN US6819361006

Erstellt am 05.11.2017, 15:00 Uhr,  
von Thomas Senf, Betriebswirt



**FINANZSENF.DE**

# Urheberrechte

Die Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

© Thomas Senf 2017



# Haftungsausschluss

- **Die Aktienanalyse stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren im Sinne von § 34b WpHG.**
- Die Analyse wurde von mir allein mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen auf Basis öffentlich zugänglicher Quellen recherchiert und erstellt. Alle wesentlichen Quellen werden angegeben und von mir als zuverlässig erachtet. Ein persönlicher Kontakt zwischen mir und dem analysierten Unternehmen bestand und besteht nicht. Die Analyse stellt meine persönliche Einschätzung dar.
- Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Analyse und der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann zu keiner Zeit übernommen werden.
- Die Analyse und die selbst ermittelten Kennzahlen basieren in der Regel auf Informationen aus den Jahresabschlüssen des Unternehmens (Bilanzanalyse) oder anderweitig frei zugänglicher Quellen. Es wird mit Werten und Zahlen aus der Vergangenheit gearbeitet. Werte und Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen und können daher als Grundlage einer Anlageentscheidung nicht geeignet sein.
- Stellen Sie vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers stets eigene Recherchen und Überlegungen an.
- Sollten Sie sich die Analyse zu eigen machen, so handeln Sie eigenverantwortlich auf eigenes Risiko.
- Bitte beachten Sie, dass Wertpapiere grundsätzlich mit Risiko verbunden sind und im Wert schwanken können. Ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Die Dividende eines Unternehmens ist nicht garantiert, kann gekürzt oder ganz gestrichen werden.
- Die Analyse ersetzt nicht eine fachliche Beratung durch einen ausgebildeten Finanzanlageberater und richtet sich ausschließlich an Privatanleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland.
- Eine Haftung, gleich aus welchem Rechtsgrund, wird nicht übernommen. Soweit es rechtlich möglich ist, sind Schadensersatzansprüche ausgeschlossen.



# Inhaltsverzeichnis

- [Urheberrechte](#)
- [Haftungsausschluss](#)
- [Inhaltsverzeichnis](#)
- [Hinweise zur Analyse](#)
- [Unternehmensprofil](#)
- [Umsatz- und Absatzanalyse](#)
- [Branchen- und Konkurrenzanalyse](#)
- [Prognose und Ausblick](#)
- [Chancen und Risiken](#)
- [Wachstumsanalyse](#)
- [Vermögens- und Finanzanalyse](#)
- [Dividendenanalyse](#)
- [Historische Bewertung der Aktie](#)
- [Fairer Wert vs. aktueller Kurs](#)
- [Fazit](#)
- [Offenlegung von Interessenkonflikten](#)
- [Abkürzungsverzeichnis](#)
- [Quellen](#)



# Hinweise zur Analyse

## Allgemeine Hinweise

- Die Aktienanalyse basiert auf den Prinzipien der Fundamentalanalyse und des Value Investing nach Benjamin Graham und richtet sich an Privatanleger in Deutschland.
- Alle Kennzahlen sind, sofern nichts anderes angegeben ist, selbst berechnet und um Ausreißer bereinigt.
- Basis der Kennzahlen sind die Jahresgeschäftsberichte des Unternehmens. Quartalsberichte fließen in die Kennzahlenberechnung nicht mit ein.
- Die Kennzahlen KGV, KBV, KUV, KCV, Marktkapitalisierung und historische Dividendenrendite werden auf Basis des historischen Jahresdurchschnittskurses berechnet.
- Für die Berechnung der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Dividende wird das geometrische Mittel verwendet.
- Es werden grundsätzlich vorsichtige und konservative Annahmen bei Schätzungen getroffen („Margin of Safety“).

## Fairer Wert der Aktie

- Es wird eine Bandbreite des fairen Wertes der Aktie auf Basis unterschiedlicher Bewertungsverfahren ermittelt.
- Die verwendeten Verfahren berücksichtigen nicht die individuellen Besonderheiten des analysierten Unternehmens und können daher einzeln oder insgesamt unzutreffende Ergebnisse liefern.
- Die Verfahren „DDM“ und „Innerer Wert (Graham)“ sind zukunftsorientierte Verfahren und basieren zum Teil auf eigenen Schätzungen.
  - Das verwendete einstufige Dividend Discount Model ist eine vereinfachte Abwandlung des Discounted Cash-Flow (DCF) Verfahrens. Es wird unter Berücksichtigung, der aktuellen Dividende, einer geschätzten Wachstumsrate der Dividende und einer Renditeforderung, der Barwert der ewigen Rente ermittelt. Folgende Annahmen (DDM) werden getroffen: Diskontierungsrate/ Renditeforderung = 12%; Dividendenwachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen („Margin of Safety“) geschätzt.
  - Berechnungsformel Innerer Wert (Graham) = Graham-Formel = Gewinn pro Aktie \*  $(8,5 + 2 * \text{Wachstum} [\%])$ ; Die Wachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen geschätzt.
- Alle anderen Bewertungsverfahren sind vergangenheitsorientiert und basieren auf tatsächlichen Zahlen der Vergangenheit. Die vergangenheitsorientierten Verfahren sind in der Regel für Wachstumsunternehmen nicht geeignet.
- Die Verfahren „BW + Gewinn HD 3. J.“ und „BW + Gewinn HD 10 J.“ sind eine eigene Abwandlung der Benjamin Graham-Zahl. [Formel = Wurzel ( 22,5 x Gewinn je Aktie x Buchwert je Aktie)]. Der Faktor 22,5 wird durch den historischen Durchschnittswert von KGV\*KBV des jeweiligen Betrachtungszeitraums ersetzt. Des Weiteren wird der Gewinn je Aktie des Betrachtungszeitraums sowie jeweils der Buchwert (BW) des letzten Geschäftsjahres zugrunde gelegt. Der Buchwert beinhaltet auch den Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill). Die „Graham-Zahl HD 3 J.“ basiert auf der ursprünglichen Formel von Benjamin Graham. Es wird jedoch der durchschnittliche Gewinn der letzten 3 Jahre verwendet. Bei Unternehmen in zyklischen Branchen ist nur das Verfahren „BW + Gewinn HD 10 J.“ geeignet.
- Das Verfahren „Historische DivRendite“ basiert auf dem arithmetischen 10-Jahres-Mittel der Dividendenrenditen auf Basis von Jahresdurchschnittskursen.
- Der Substanzwert ermittelt sich nach Abzug des Geschäfts- und Firmenwertes (Goodwill) vom Buchwert.



# Unternehmensprofil

**Omega Healthcare Investors, Inc.**



# Unternehmensprofil

- Omega Healthcare Investors, Inc. (OHI) ist ein triple-net equity\* REIT (Real Estate Investment Trust), der sich auf die Finanzierung von Immobilien in der Gesundheitsbranche spezialisiert hat. Der Schwerpunkt liegt auf qualifizierten Pflegeeinrichtungen (skilled nursing facilities, kurz SNF) und Altenheimen (Assisted Living Facilities, kurz ALF).
  - \* triple-net steht im Zusammenhang mit der Ausgestaltung des Mietvertrags zwischen dem Vermieter (OHI) und dem Mieter. Bei einem triple-net Mietvertrag trägt der Mieter neben der monatlichen Miete auch alle anderen laufenden Unterhaltskosten der Immobilie, wie Instandhaltungskosten, Versicherungen und Steuern. Ein Equity-REIT kauft die Immobilie selbst und vermietet sie dann an den Mieter. Im Gegensatz dazu stehen Mortgage REITs, die die Immobilie nicht selbst kaufen, sondern dem Immobilieneigentümer Geld zur Finanzierung der Immobilie (ähnlich einer Bank) zur Verfügung stellen.
- OHI hat ein Portfolio von ca. 1.000 Immobilien in 42 Bundesstaaten der USA und 53 Immobilien in Großbritannien (UK) die von 77 verschiedenen Mietern genutzt werden.
- Seit der Fusion mit dem Aviv REIT im Jahr 2015 ist OHI der größte börsengehandelte REIT mit dem Fokus auf SNF in den USA.



# Unternehmensprofil

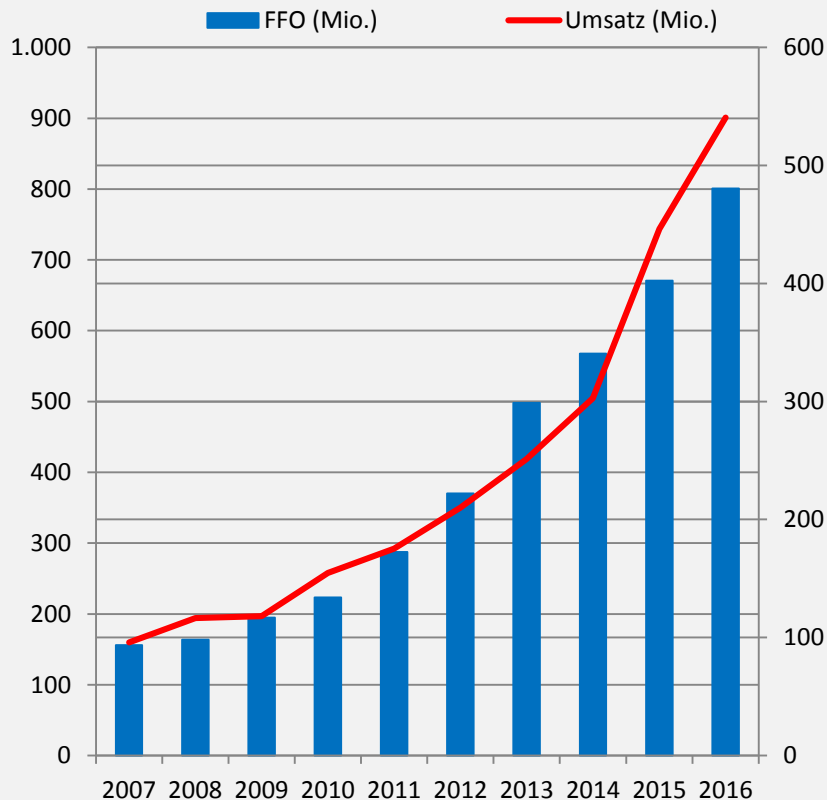
- **Sektor:** Immobilien
- **Branche:** Gesundheitswesen / Pflegeeinrichtungen
- **Leitbörse:** New York, USA
- **Marktkapitalisierung:** 5,7 Mrd. USD
- **Aktionärsstruktur:**
  - Vanguard Group Inc. 16,48%
  - BlackRock Fund Advisors 4,60%
  - State Street Corp. 3,18%
  - Übrige/ Streubesitz (jeweils unter 3%) 75,74%
- **CEO:** C. Taylor Pickett
  - seit Juni 2001 im Amt
  - von 1993 bis Juni 2001 CFO und Vice President bei Integrated Health Service, Inc.





# Unternehmensprofil

## Umsatz- & Gewinnentwicklung



## Geschäftsjahr 2016

- Umsatz: 901 Mio. USD
- FFO\*: 480 Mio. USD
- Mitarbeiter: 60
- Eigenkapitalrendite: 12,4%
- Gesamtkapitalrendite: 7,3%
- Dividende: 0,65 USD/ pro Quartal
- Ausschüttungsquote (FFO): 94%
- Geschäftsjahresende: 31.12.

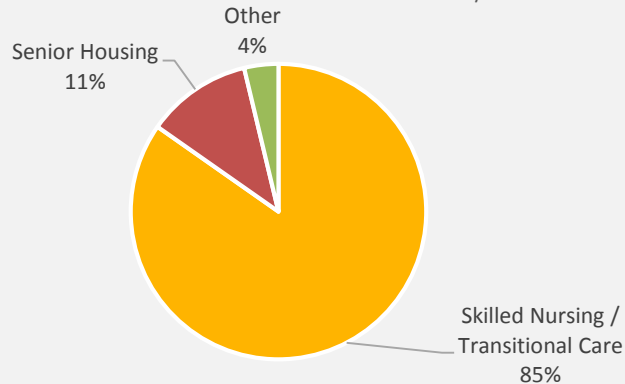
\* Bei REITs wird statt auf den Gewinn immer auf die Funds From Operations, kurz FFO (=operatives Ergebnis) Bezug genommen. Dies gilt für die weitere Analyse entsprechend.



# Umsatz- und Absatzanalyse

## Umsatz nach Immobiliennutzung

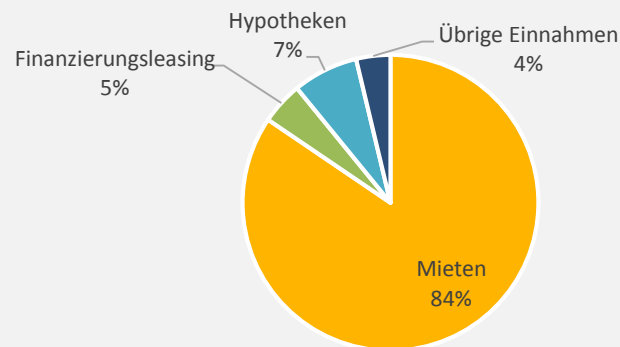
09/2017



- OHI erzielt seine Umsätze zu 85% im Bereich **Skilled Nursing / Transitional Care** (qualifizierte Pflegeeinrichtungen) und zu 11% im Bereich **Senior Housing** (Altenheime).

## Umsatz nach Investmenttyp

09/2017



- Die Umsätze setzen sich hauptsächlich aus Mieteinnahmen (84%) sowie Einnahmen aus Finanzierungsleasing (5%) und Hypotheken (7%) zusammen.



# Umsatz- und Absatzanalyse

## Top 10 der OHI-Mieter per 30.09.2017

(\$ in thousands)

|                         | No. of <sup>(1)</sup><br>Properties | Total <sup>(2)</sup>              |   |
|-------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|---|
|                         |                                     | Ann. Contractual<br>Rent/Interest | % of Total<br>Ann. Contractual<br>Rent/Interest |
| 1 Ciena                 | 70                                  | \$ 86,237                         | 9.8%  |
| 2 CommuniCare           | 47                                  | 66,684                            | 7.6%  |
| 3 Signature ←           | 62                                  | 58,784                            | ↔ 6.7%  |
| 4 Genesis ↻             | 50                                  | 57,614                            | ↔ 6.6%  |
| 5 Orianna (f/k/a Ark) ← | 42                                  | 46,103                            | ↔ 5.2%  |
| 6 Saber                 | 44                                  | 40,653                            | 4.6%  |
| 7 Maplewood             | 14                                  | 36,414                            | 4.1%  |
| 8 HHC                   | 44                                  | 34,774                            | 4.0%  |
| 9 Guardian              | 31                                  | 29,819                            | 3.4%  |
| 10 Diversicare          | 35                                  | 28,249                            | 3.2%  |
| Remaining 67 Operators  | 560                                 | 393,646                           | 44.8%   |
|                         | <b>999</b>                          | <b>\$ 878,976</b>                 | <b>100.0%</b>                                   |

Quelle: <http://www.omegahealthcare.com/~media/Files/O/Omega-HealthCare/Supplements/third-quarter-2017-financial-supplement.pdf>

- (+) Kein Mieter hat mehr als 10% Anteil am Umsatz.
- (-) Der Mieter **Orianna Health Systems** ist im Zahlungsverzug. OHI ist gezwungen das Orianna-Immobilien-Portfolio zu restrukturieren. Im Quartalsabschluss Q3/2017 wurden vorsorglich über 200 Mio. USD wertberichtigt und der Mieter auf „Cash-Basis“ gestellt. Zahlungen werden damit erst mit Zahlungseingang als Umsatz verbucht. Die Wertberichtigung ist maßgeblich für den Kurseinbruch nach Bekanntgabe der Q3-2017-Zahlen.
- (-) Mit **Signature** gibt es ebenfalls Probleme wegen Zahlungsverzug. Hier ist jedoch ein Teil der Mietforderungen durch eine Sicherheit abgedeckt.
- (-) Ein weiterer, nicht Top10-Mieter, **Daybreak** hat ebenfalls Liquiditätsprobleme und ist auf „Cash-Basis“ gestellt.
- (-) Der Mieter **Genesis Healthcare** hat schon seit einiger Zeit mit Problemen zu kämpfen und war im Jahr 2016 nach Umsatz noch der größte Mieter von OHI.



# Branchen- und Konkurrenzanalyse

## **Branche: US-Gesundheitswesen / Skilled Nursing Facilities**

- Das Gesundheitswesen ist grundsätzlich eine sehr defensive und nicht-zyklische Branche. Die Menschen werden krank und alt, unabhängig davon ob die Wirtschaft gut oder schlecht läuft.
- Das Geschäftsmodell von OHI besteht darin, Immobilien zu kaufen und zu vermieten. Für OHI ist jedoch mittelbar von hoher Bedeutung, wie es um die wirtschaftliche Situation seiner Mieter und damit die Fähigkeit, die Miete fristgerecht bezahlen zu können, bestellt ist.
- Es besteht daher für OHI eine hohe Abhängigkeit von den wirtschaftlichen und regulatorischen Entwicklungen in der Skilled Nursing Facilities (SNF) Branche, da die Umsätze von OHI, wie dargestellt, zu 85% von SNF-Betreibern abhängen.
- Ein SNF ist ein qualifiziertes Pflegeheim für alte und kranke Menschen, die eine intensive medizinische Betreuung benötigen. Ein SNF muss strenge staatliche Vorgaben erfüllen:
  - Ein Arzt muss den Patienten überwachen
  - es muss mindestens eine registrierte Krankenschwester in Vollzeit beschäftigt werden
  - Die 24h-Betreuung durch Krankenschwestern muss sicher gestellt sein
  - Medikamente müssen sicher untergebracht werden können
  - Ein Finanz- und Budgetplan muss von den SNF-Betreibern aufgestellt und die Kosten transparent abgerechnet werden. Der Patient erhält schon im Vorfeld einer Behandlung eine Aufstellung der voraussichtlichen Kosten.



# Branchen- und Konkurrenzanalyse

## **Branche: US-Gesundheitswesen / Skilled Nursing Facilities**

- Skilled Nursing Facilities werden in den USA von einer staatlichen Agentur, dem Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) lizenziert und kontrolliert.
- In einer SNF-Einrichtung kann sowohl Kurzzeit- und/ als auch Langzeitpflege angeboten werden. SNF dienen auch der Rehabilitation und der fortgeführten Behandlung nach einem Krankenhausaufenthalt. Sie sind damit häufig eine Zwischenstation zwischen Krankenhaus und dem zu Hause des Patienten.
- Folgende Leistungen können u.a. in einer SNF-Einrichtung angeboten werden:
  - Betreuung und Versorgung von Alzheimer und Demenzpatienten
  - Rehabilitation und Behandlung nach einem Schlaganfall
  - Betreuung von Parkinson-Patienten
  - Wundversorgung
  - Akutmedizinische Versorgung
  - Hospitzleistungen
  - Allgemeine Unterstützung pflegebedürftiger Menschen beim Waschen, Anziehen und Essen
  - Allgemeine Rehabilitation nach schweren Krankheiten oder Operationen
- Patienten mit einem Alzheimer- oder Demenzleiden stellen in der Regel die Mehrheit der Patienten in einer SNF-Einrichtung in der Langzeitpflege (>50%).



# Branchen- und Konkurrenzanalyse

| <u>Three Months Ended...</u> | <u>% Revenue Mix</u> |                             |                        |
|------------------------------|----------------------|-----------------------------|------------------------|
|                              | <u>Medicaid</u>      | <u>Medicare / Insurance</u> | <u>Private / Other</u> |
| June 30, 2017                | 51.9%                | 35.9%                       | 12.2%                  |
| March 31, 2017               | 51.0%                | 37.3%                       | 11.7%                  |
| December 31, 2016            | 52.6%                | 35.8%                       | 11.6%                  |
| September 30, 2016           | 53.0%                | 35.8%                       | 11.2%                  |
| June 30, 2016                | 51.8%                | 37.5%                       | 10.7%                  |

Quelle: <http://www.omegahealthcare.com/~media/Files/O/Omega-HealthCare/Supplements/third-quarter-2017-financial-supplement.pdf>

- Die Einnahmen der Mieter von OHI im Bereich SNF sind in sehr hohem Maß (87,8%) von den staatlichen US-Gesundheitsprogrammen Medicaid und Medicare abhängig. Es besteht daher für OHI eine hohe Abhängigkeit von regulatorischen Entwicklungen im Gesundheitswesen der USA (Thema: Geplante Abschaffung von Obamacare durch die Trump-Administration). Kürzungen der öffentlichen Mittel würden die Mieter von OHI vor Probleme stellen und wären damit mittelfristig auch für OHI selbst ein Problem, wenn die Mieter nicht mehr ihre Mieten zahlen können.
- Nur 12,2% der Einnahmen der Mieter werden aus privaten Mitteln finanziert. Der Anteil dieser Einnahmen steigt langsam und soll weiter ausgebaut werden.

## Hintergrundinformationen:

- Medicaid
  - Sozialhilfeartige Leistung für Bedürftige mit geringem Einkommen
  - Medicaid zahlt erst, nach dem der Bedürftige sein eigenes Vermögen aufgezehrt hat (Subsidiarität)
- Medicare
  - Öffentliche Krankenversicherung für ältere (>65 J.) und behinderte Menschen in den USA
- Medicaid und Medicare stellen hohe und stetig wachsende Kostenbelastungen für die US-Bundesstaaten und den Bund dar.
- Im Jahr 2014 betrug der Anteil am Bundesbudget für Medicare 14% und für Medicaid 9%. Der Anteil der US-Bundesstaaten für Medicaid erreicht in einigen Staaten bis zu 25% Budgetanteil.
- Etwa 7% des Budgets für Medicare entfallen auf skilled nursing facilities (SNF).



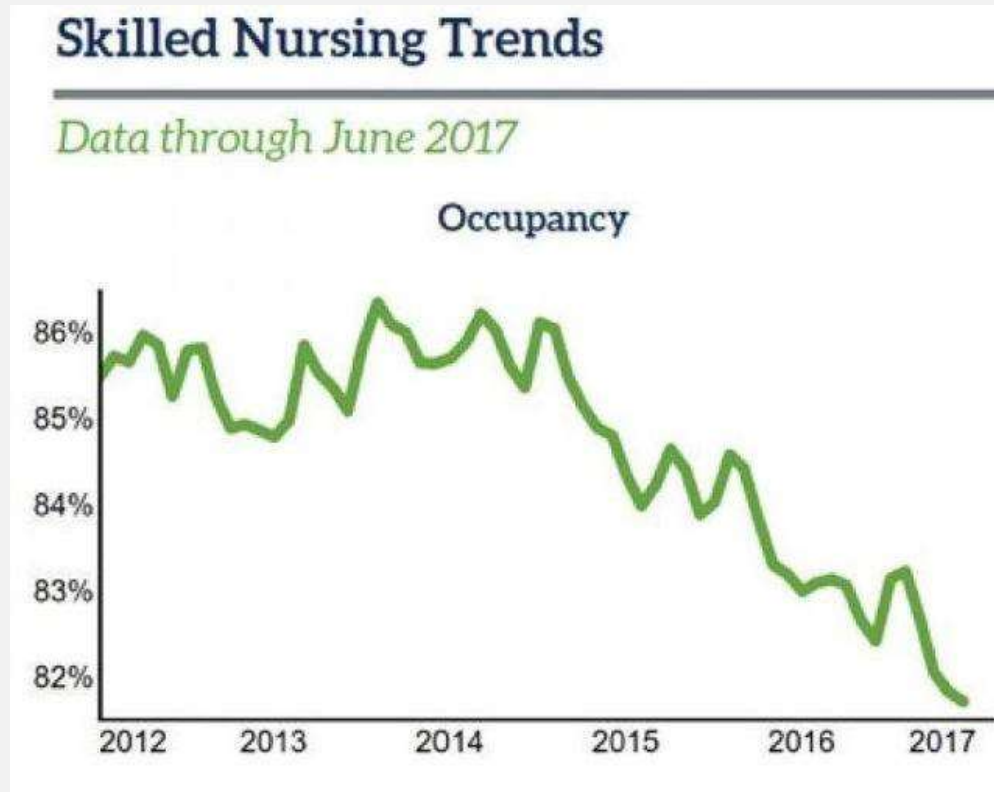
# Branchen- und Konkurrenzanalyse

## **Branche: US-Gesundheitswesen / Skilled Nursing Facilities**

- Der Sektor Skilled Nursing Facilities hat seit der letzten US-Gesundheitsreform („Obamacare“) mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Folge strengerer staatlicher Vorgaben zu kämpfen.
- In der Vergangenheit gab es in den USA immer wieder Fälle mangelhafter Pflege in SNF-Einrichtungen. [Das Problem ist auch in Deutschland grundsätzlich nicht unbekannt.] Hilfsbedürftige Menschen wurden nicht mit der notwendigen Fürsorge und Qualität betreut. Durch „Obamacare“ wurden die Patientenrechte gestärkt und verbessert.
  - Die Gesundheitsreform führte u.a. zu strengeren gesetzlichen Vorgaben hinsichtlich der Leistungstransparenz und der Pflegequalität im SNF-Sektor. Dies führte jedoch zu höheren Kosten für die Betreiber von SNF.
  - Die durchschnittliche Verweildauer des Patienten in einer SNF-Einrichtung ist in Folge der Reform zurückgegangen, was die Anzahl der Abrechnungstage verkürzt und damit den Umsatz der SNF-Betreiber reduziert hat.
  - Der sogenannte Payor Mix hat sich seit 2015 zu Ungunsten der SNF-Betreiber verändert, d.h. die Zusammensetzung, wie die SNF-Betreiber von Medicaid und Medicare bezahlt werden.
    - Der Anteil der höher vergüteten Medicare und Managed-Care Patienten ging von 27,4% im Jahr 2015 auf 23,8% im 3. Quartal 2016 zurück. Der Anteil der umsatzschwächeren Medicaid-Patienten stieg dagegen an.
    - Dies führte insgesamt zu einem Rückgang des SNF-Umsatzes pro belegten Bett.



# Branchen- und Konkurrenzanalyse



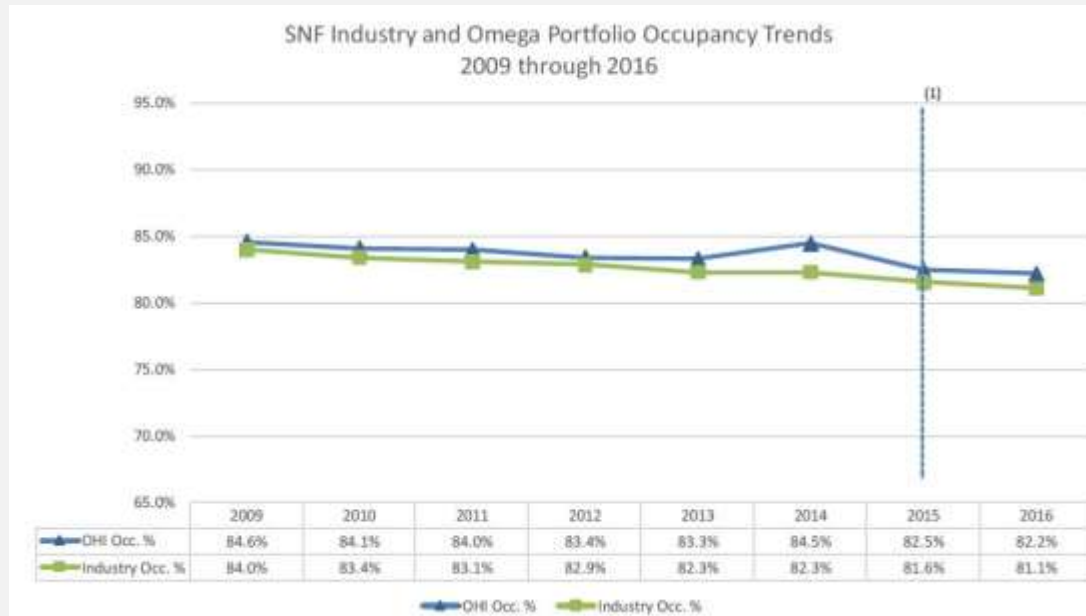
Quelle: <http://www.seniorshousingbusiness.com/the-latest-news/nic-report-skilled-nursing-occupancy-hits-lowest-point-in-five-years>

- Zusätzlich zu den speziellen Herausforderungen durch „Obamacare“ hat die SNF-Branche mit weiteren Herausforderungen zu kämpfen:
  - So sinkt die wichtige Kennzahl der SNF-Bettenbelegung („Occupancy“) seit 2014 kontinuierlich und erreichte im Juni 2017 mit 81,7% ein neues 5-Jahres-Tief. Dies ist sehr problematisch, da die Gewinn-Margen in der SNF-Branche sehr gering sind und somit geringe Veränderungen der Kennzahl „Occupancy“ schon zu Umsatzrückgängen bei den SNF-Betreibern führen.





# Branchen- und Konkurrenzanalyse



Quelle: <http://www.omegahealthcare.com/~media/Files/O/Omega-HealthCare/2017/June%202017%20Investor%20Presentation.pdf>

- Die eigene Darstellung von OHI liefert das selbe Bild und zeigt den langfristigen, negativen Trend der Bettenbelegung von 2009 bis 2016.
- **Für OHI-Investoren ist es von Bedeutung, die Entwicklung dieser Kennzahl immer im Auge zu behalten!** Ein weiterer Rückgang würde die wirtschaftlichen Probleme der SNF-Betreiber verschärfen.



# Branchen- und Konkurrenzanalyse



Quelle: <https://seekingalpha.com/article/4096467-healthcare-reits-weak-quarter-ailing-fundamentals-policy-uncertainty>

- Das Gesundheitswesen ist grundsätzlich sehr personalkostenintensiv. Die Pflege von Menschen kann nicht durch IT ersetzt werden.
- Die Personalkosten sind in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen.
- Die SNF-Betreiber können diese Kostensteigerungen nicht direkt an den Patienten weiterreichen, da sie an die staatliche Vergütungsstruktur (Medicaid/Medicare) gebunden sind.
- Eine weitere Herausforderung ist, dass in den USA in den nächsten Jahren immer mehr Ärzte in den Ruhestand gehen. Die Tätigkeit in einer SNF-Einrichtung ist im Vergleich zu einer Tätigkeit in einem Krankenhaus oder in einer eigenen Praxis finanziell weniger attraktiv. Junge Medizinstudenten streben daher in der Regel auch eher eine Ausbildung an, die sich auf die finanziell lukrativeren Tätigkeiten und nicht auf SNF fokussiert. Eine SNF-Tätigkeit ist dann häufig nur die 2. Wahl.



# Branchen- und Konkurrenzanalyse

## **Branche: US-Gesundheitswesen / Skilled Nursing Facilities (SNF)**

- In Folge der wirtschaftlichen Herausforderungen in der SNF-Branche musste mit HCR ManorCare einer der größte SNF-Anbieter Anfang 2017 Bankrott erklären. Der OHI Konkurrent und Healthcare REIT **HCP Inc.**, dessen Mieter HCR ManorCare war, musste aufgrund der Probleme mit HCR ManorCare die Dividende kürzen. HCP Inc. zählte bis zur Kürzung zu den Dividenden-Aristokraten.
- Aktuell führt das US-Justizministerium im SNF-Sektor Ermittlungen durch, u.a. soll es Ungereimtheiten bei der Abrechnung von SNF-Leistungen im Rahmen von Medicaid und Medicare geben. So musste Genesis Healthcare, ein Mieter von OHI, bereits 52,7 Mio. USD Strafe zahlen. Es ist nicht absehbar welche weiteren Folgen sich daraus ergeben können.
- In Folge des schwierigen Branchenumfeldes haben sich andere Healthcare REITs aus dem SNF-Geschäft zurückgezogen bzw. ihr Engagement reduziert (z.B. Ventas, Inc.).
- Omega Healthcare ist mit 869 Immobilien bzw. 85% der Assets im Bereich SNF investiert. OHI ist damit mit großem Abstand Marktführer bei den REITs im SNF-Bereich.
- Derzeit versucht die Trump-Administration die Regelungen von „Obamacare“ abzuschaffen bzw. zu ändern. Es ist nicht absehbar, welche Folgen sich daraus für den SNF-Bereich ergeben.

## **Konkurrenten (REITs) im Bereich Skilled Nursing Facilities (SNF):**

- **HCP, Inc.** (nicht mehr im Bereich SNF tätig)
- **Ventas, Inc.** (SNF: 7% der Assets bzw. 30 Immobilien)
- **National Health Investors, Inc.** (SNF: 29% der Assets bzw. 72 Immobilien)
- **Senior Housing Properties, Inc.** (SNF 3% der Assets bzw. 35 Immobilien)



# Prognose und Ausblick

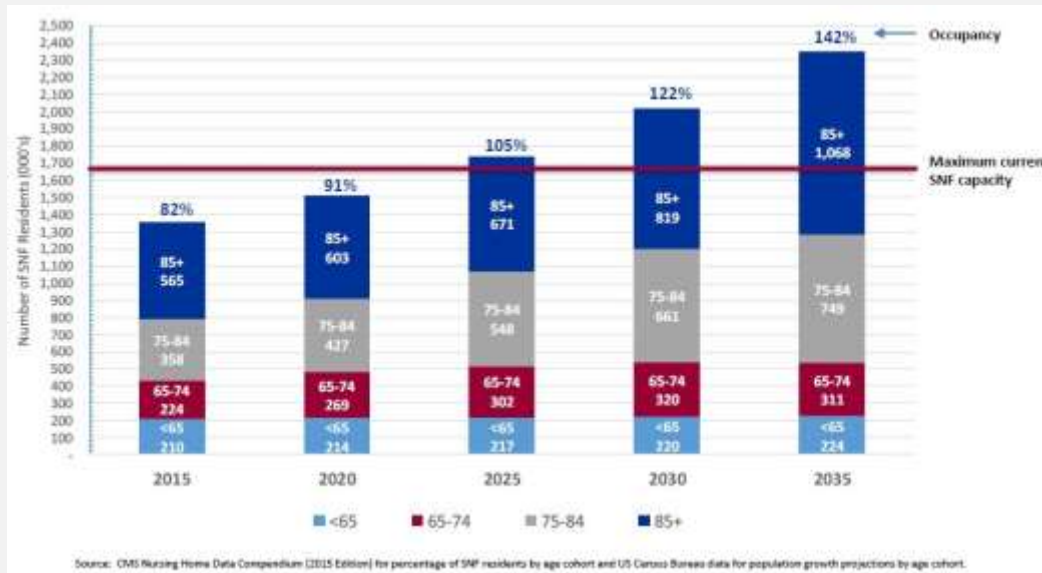
## Prognose

- Das OHI-Management erwartet für das Gesamtjahr 2017 FFO im Bereich von 2,12 -2,13 USD. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Rückgang von ca. 15%.
- Sollten wider Erwarten dennoch Mietzahlungen von dem Problemmieter Orianna eingehen, würde sich das Ergebnis entsprechend verbessern.
- Für das 4. Quartal 2017 wird die Quartalsdividende bei 0,65 USD liegen und damit 0,01 USD höher als im 3. Quartal 2017.



# Prognose und Ausblick

## Ausblick



Quelle: <http://www.omegahealthcare.com/~media/Files/O/Omega-HealthCare/2017/June%202017%20Investor%20Presentation.pdf>

- Aufgrund der demografischen Entwicklung und der Alterung der so genannten Baby-Boomer erwartet OHI in den nächsten Jahrzehnten eine erhöhte Nachfrage nach Skilled Nursing Facilities (SNF).
- Im Jahr 2025 wäre die derzeit maximal verfügbare SNF-Kapazität mit 105% bereits übertroffen (bezogen auf die gesamte SNF-Branche), sofern die durchschnittliche Aufenthaltsdauer in einer SNF nicht reduziert und keine alternativen Angebote entstehen.
- Die Darstellung von OHI impliziert also, dass es langfristig einen steigenden Bedarf nach SNF gibt. Dieser Effekt wird jedoch erst in 5 bis 10 Jahren wirksam werden.



# Chancen und Risiken

## Chancen

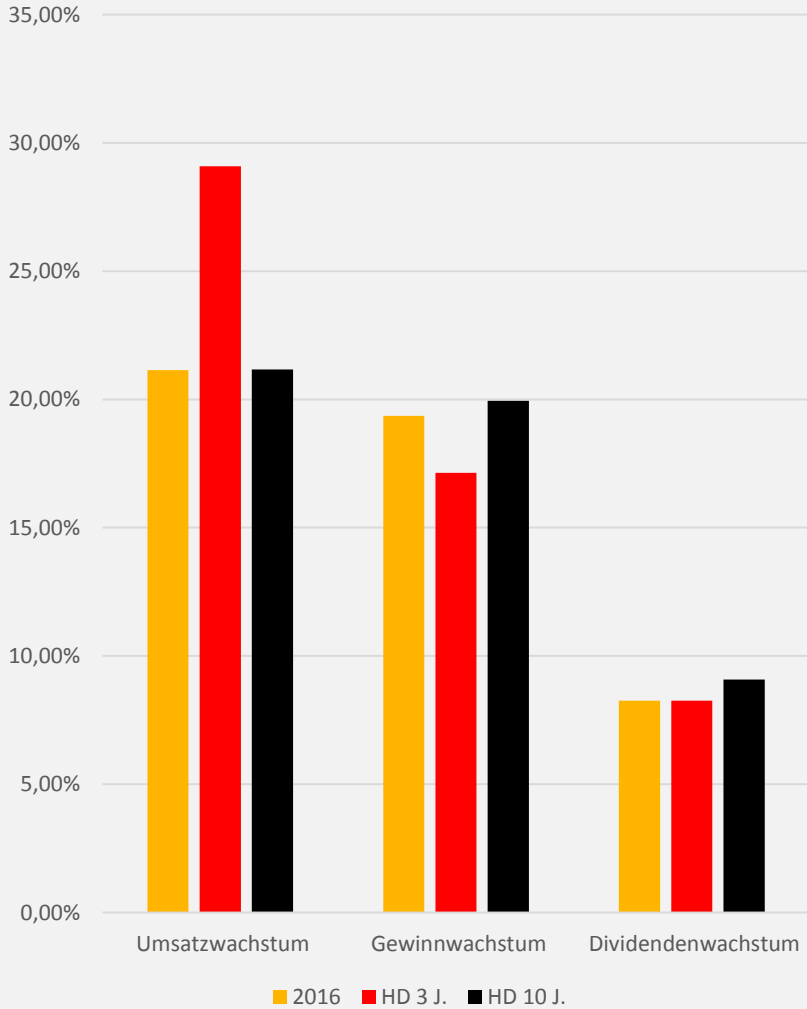
- Der demografische Wandel und die Alterung der Babyboomer bieten eine Langfristperspektive.
- OHI ist Marktführer im SNF-Immobilien Sektor und könnte aus der aktuellen Krise der SNF-Branche gestärkt hervorgehen.

## Risiken

- Sehr hohe Abhängigkeit von der US-Gesundheitspolitik.
- Kürzungen bei Medicare/ Medicaid können große Auswirkungen auf das Geschäft der OHI-Mieter sowie die Stabilität der Dividende von OHI haben.
- Schnelle Erhöhungen der US-Leitzinsen in großen Zinsschritten wirken sich negativ auf das Ergebnis von OHI aus.
- Weitere Kursrückgänge der OHI-Aktie können die weitere Refinanzierung über die Ausgabe von neuen Aktien erschweren (Eigenkapitalfinanzierung).
- Alternative Angebote, wie z.B. die verstärkte häusliche Pflege könnten das SNF-Geschäftsmodell der OHI-Mieter beeinträchtigen.
- Noch zu entwickelnde Medikamente gegen Demenz könnten langfristig (>10 J.) die Zahl der SNF-Patienten reduzieren.



# Wachstumsanalyse

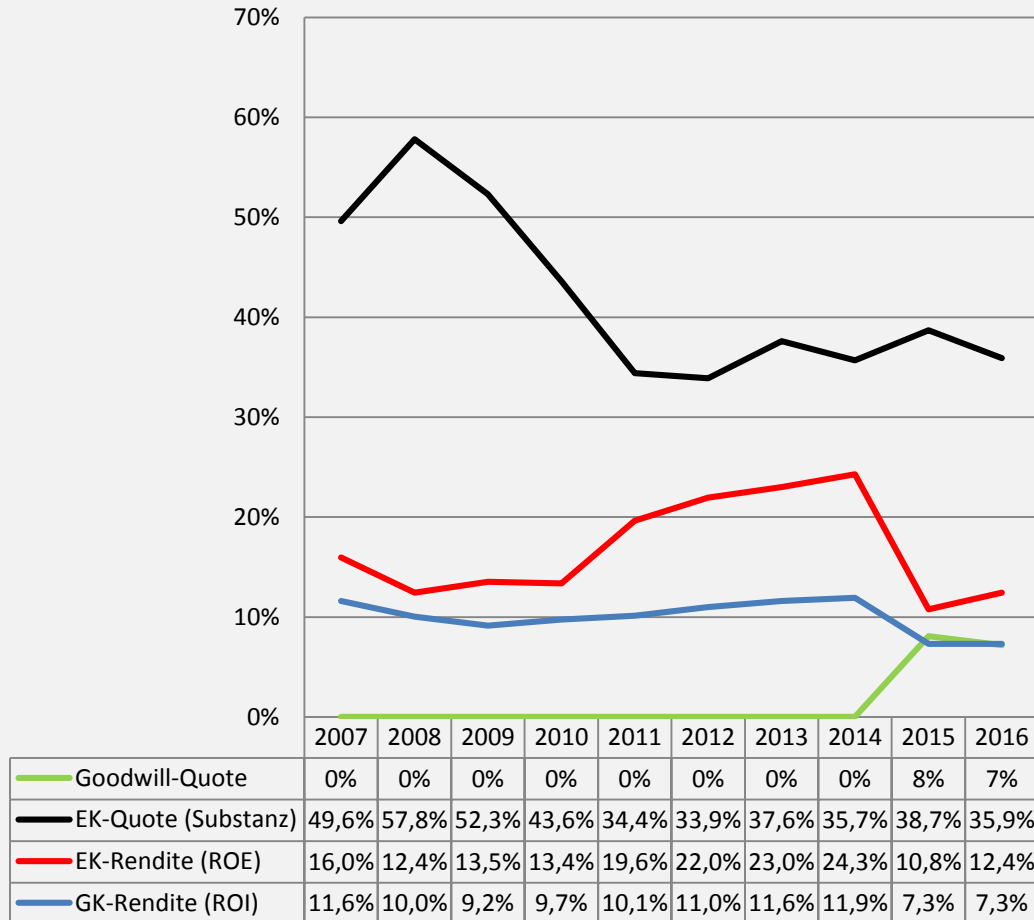


| Bewertungsbasis    | 2016   | HD 3 J. | HD 10 J. |
|--------------------|--------|---------|----------|
| Umsatzwachstum     | 21,14% | 29,09%  | 21,17%   |
| Gewinnwachstum     | 19,35% | 17,14%  | 19,94%   |
| Dividendenwachstum | 8,26%  | 8,26%   | 9,07%    |

- OHI konnte durch fortlaufende Akquisitionen von neuen Immobilien den Umsatz (Mieteinnahmen) und Gewinn stetig steigern. Ein organisches Wachstum ist aufgrund der für REITs vorgeschriebenen Ausschüttungspolitik kaum möglich. (siehe [Dividendenpolitik](#))
- Umsatz-, Gewinn- und Dividendenwachstum zeigen sich im historischen Vergleich sehr stabil.
- Im Jahr 2017 wird es aufgrund der Mieterprobleme zu einem Gewinnrückgang kommen.



# Vermögens- und Finanzanalyse



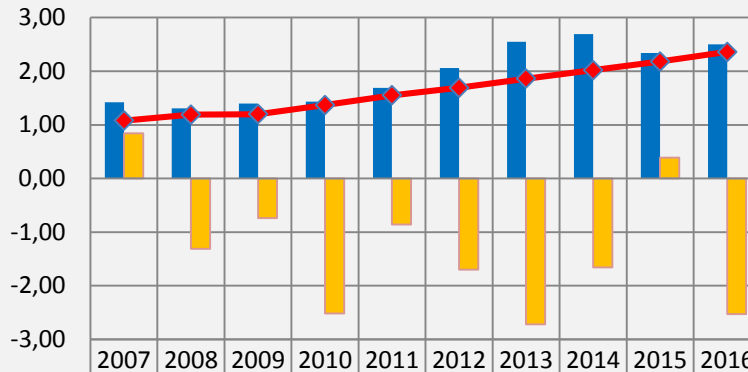
- Die Bilanz von OHI ist solide. Die Substanzquote des Eigenkapitals liegt bei 35,9 %.
- Die Quote der langfristigen Verbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme liegt mit 52,7% im langfristigen historischen Durchschnitt. Die Verschuldung ist jedoch etwas höher als bei anderen Healthcare REITS, wobei die Vergleichbarkeit eingeschränkt ist, da kein anderer REIT so stark im Bereich SNF investiert ist, wie OHI.

EK-Quote (Substanz) = Eigenkapital Anteilseigner – Goodwill. Eigene Darstellung.



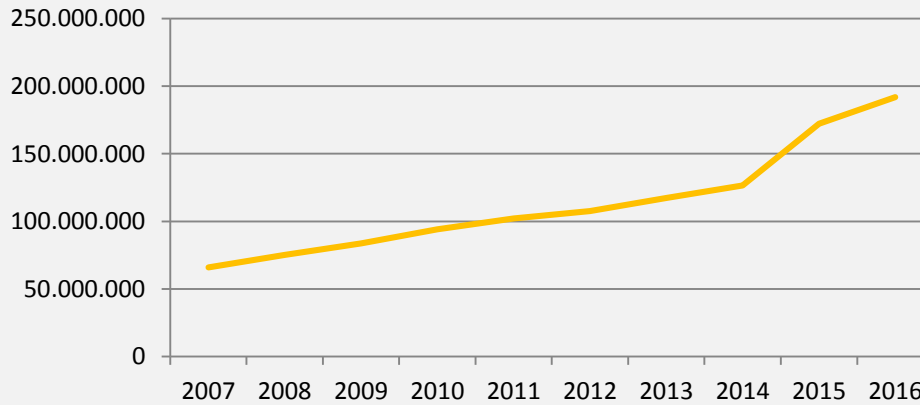


# Vermögens- und Finanzanalyse



|                  |      |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| FFO/ Aktie       | 1,42 | 1,31  | 1,40  | 1,43  | 1,69  | 2,06  | 2,55  | 2,69  | 2,34 | 2,50  |
| Free-CF / Aktie  | 0,84 | -1,31 | -0,74 | -2,52 | -0,86 | -1,70 | -2,72 | -1,66 | 0,39 | -2,53 |
| Dividende/ Aktie | 1,08 | 1,19  | 1,20  | 1,37  | 1,55  | 1,69  | 1,86  | 2,02  | 2,18 | 2,36  |

## Aktien im Umlauf



- Der Free-Cashflow (definiert als operativer Cashflow abzgl. Cashflow aus Investitionstätigkeit) ist negativ, aufgrund fortlaufender Neuakquisitionen von Immobilien.
- Das Wachstum von OHI wird REIT-typisch durch die Ausgabe neuer Aktien (Eigenkapital) sowie durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert.
- Der Anteil der Aktien im Umlauf steigt daher stetig und führt zu einer fortlaufenden Verwässerung der Anteile. Ein Kauf von OHI-Aktien im Jahr 2002 hätte bis heute zu einer Verwässerung von über 80% geführt.
- OHI verfügt bei allen großen Rating-Agenturen (S&P BBB-, Moody's Baa3, Fitch BBB-) über ein Investmentgrad-Rating mit stabilem Ausblick als Kennzeichen einer durchschnittlich guten Anlage. Das Rating liegt damit aber nur eine Stufe über dem Non-Investment-Grad, was einer spekulativen Anlage entspricht.



# Vermögens- und Finanzanalyse

## Kapitalstruktur der Verbindlichkeiten per 30.09.2017

| Financial Instrument                     | Secured (Y/N) | Debt Capacity in USD 9/30/2017 | Month Ending Rate | Type             | Interest Pay Dates | Latest Maturity        | Yrs to Maturity | Borrowed as of 9/30/2017 | % of Total    |
|--|---------------|--------------------------------|-------------------|------------------|--------------------|------------------------|-----------------|--------------------------|---------------|
| <b>Credit Facility:</b>                  |               |                                |                   |                  |                    |                        |                 |                          |               |
| Revolver - USD                           | N             | 900,000,000                    | 2.486%            | V <sup>(1)</sup> |                    | 5/25/22 <sup>(2)</sup> | 4.6 Yrs         | 365,000,000              | 7.8%          |
| Revolver - USD & Alternate Currency      | N             | 350,000,000                    | 2.486%            | V <sup>(1)</sup> |                    | 5/25/22 <sup>(2)</sup> | 4.6 Yrs         | -                        | 0.0%          |
| \$425MM U.S Term Loan                    | N             | 425,000,000                    | 2.685%            | V                |                    | 5/25/22                | 4.6 Yrs         | 425,000,000              | 9.0%          |
| \$100MM OHI LP Term Loan                 | N             | 100,000,000                    | 2.685%            | V                |                    | 5/25/22                | 4.6 Yrs         | 100,000,000              | 2.1%          |
| £100MM Sterling Term Loan <sup>(3)</sup> | N             | 133,980,000                    | 1.701%            | V                |                    | 5/25/22                | 4.6 Yrs         | 133,980,000              | 2.9%          |
| \$250MM Term                             | N             | 250,000,000                    | 3.800%            | F <sup>(4)</sup> |                    | 12/16/22               | 5.1 Yrs         | 250,000,000              | 5.3%          |
| \$20M Sub-Notes                          | N             | 20,000,000                     | 9.000%            | F                | 6/1 12/1           | 12/21/21               | 4.1 Yrs         | 20,000,000               | 0.4%          |
| \$700M 4.375% Notes                      | N             | 700,000,000                    | 4.375%            | F                | 2/1 8/1            | 8/1/23                 | 5.8 Yrs         | 700,000,000              | 14.9%         |
| \$400M 4.95% Notes                       | N             | 400,000,000                    | 4.950%            | F                | 4/1 10/1           | 4/1/24                 | 6.4 Yrs         | 400,000,000              | 8.5%          |
| \$400M 4.50% Notes                       | N             | 400,000,000                    | 4.500%            | F                | 1/15 7/15          | 1/15/25                | 7.2 Yrs         | 400,000,000              | 8.5%          |
| \$600M 5.25% Notes                       | N             | 600,000,000                    | 5.250%            | F                | 1/15 7/15          | 1/15/26                | 8.2 Yrs         | 600,000,000              | 12.8%         |
| \$700M 4.50% Notes                       | N             | 700,000,000                    | 4.500%            | F                | 10/1 4/1           | 4/1/27                 | 9.4 Yrs         | 700,000,000              | 14.9%         |
| \$550M 4.75% Notes                       | N             | 550,000,000                    | 4.750%            | F                | 1/15 7/15          | 1/15/28                | 10.2 Yrs        | 550,000,000              | 11.7%         |
| HUD (12 Loan Summary)                    | Y             | 53,992,192                     | 3.063%            | F                |                    | 7/1/44                 | 26.7 Yrs        | 53,992,192               | 1.1%          |
| <b>Total Debt</b>                        |               | <b>\$ 5,582,972,192</b>        |                   |                  |                    |                        |                 | <b>\$ 4,697,972,192</b>  | <b>100.0%</b> |
| <b>Weighted Averages</b>                 |               |                                | <b>3.90%</b>      |                  |                    |                        | <b>7.3 Yrs</b>  |                          | <b>4.17%</b>  |

Quelle: <http://www.omegahealthcare.com/~media/Files/O/Omega-HealthCare/Supplements/third-quarter-2017-financial-supplement.pdf>

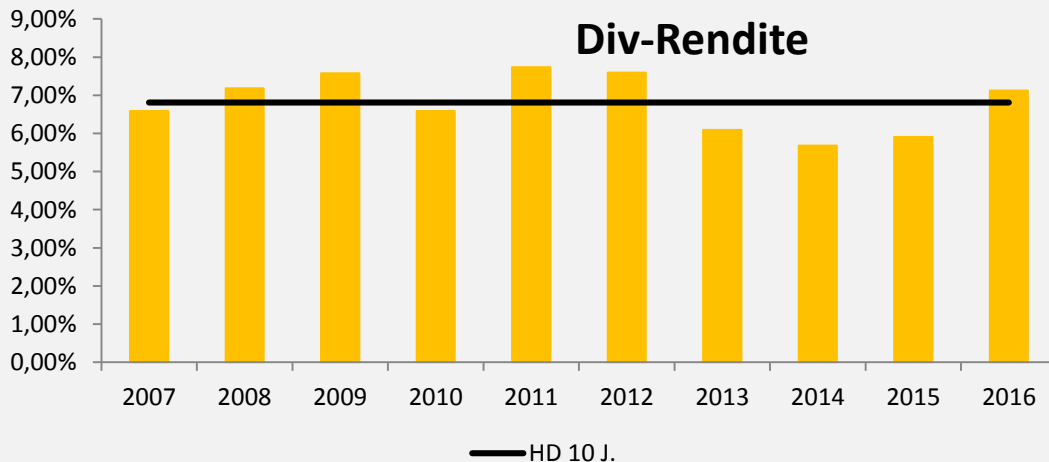
- Zum 30.09.2017 waren 84% der bereitstehenden Kreditlinie in Anspruch genommen.
- Kredite mit festen Zinssatz sind derzeit ausgeschöpft.
- Es stehen noch rd. 885 Mio. USD an Krediten mit variablen Zinssatz für weiteren Investitionen zur Verfügung, zuzüglich der liquiden Mittel.
- Der Anteil der **Kredite mit variablen Zinssatz** an der Gesamtkreditlinie beträgt **34%**. Eine Erhöhung der US-Leitzinsen, die für Dezember 2017 im Raum steht, würde hier zu einer Verteuerung der Kredite führen. Bei einer angenommenen **Zinserhöhung von 0,25%** würden sich die bislang in Anspruch genommenen variabel verzinslichen Kredite um ca. 2,5 Mio. USD p.a. verteuern. Das Ergebnis **FFO/ Aktie würde nur um 0,01 USD p.a. geringer** ausfallen.
- Die durchschnittliche Restlaufzeit der Verbindlichkeiten beträgt noch 7,3 Jahre bei einem Durchschnittszinssatz von 4,17%.



# Dividendenanalyse

## Dividendenpolitik

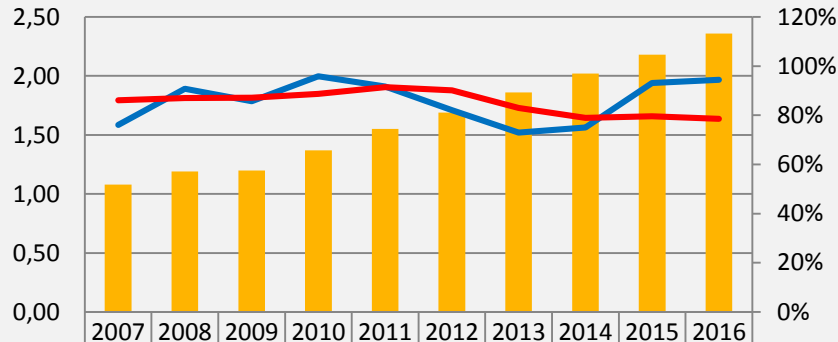
OHI ist ein REIT (Real Estate Investment Trust) und unterliegt daher besonderen steuerlichen Regelungen. Entsprechend den Vorschriften müssen mindestens 90% des steuerpflichtigen Einkommens an die Aktionäre in Form von Dividenden ausgezahlt werden.



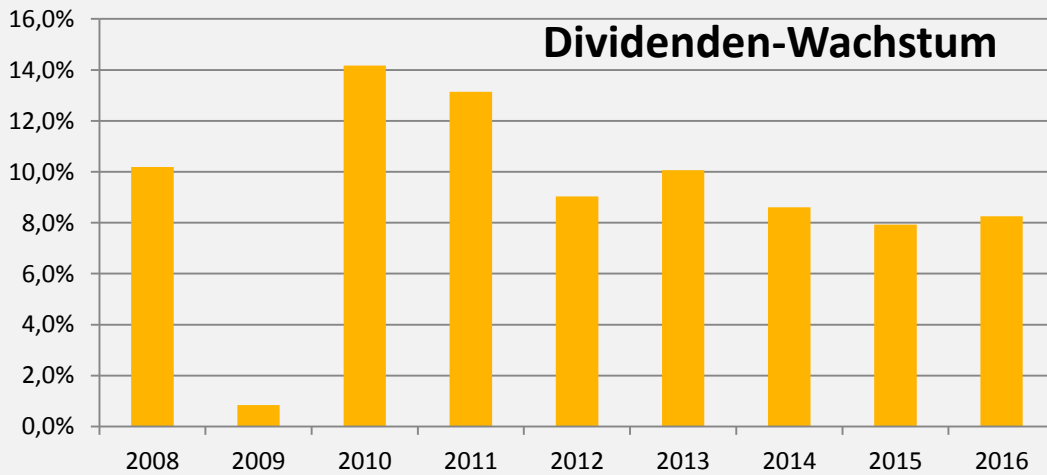
- Die historische Dividendenrendite (10 J.) liegt bei 6,81%.
- Im Zeitpunkt der Analyse liegt die Dividendenrendite bei ca. 9,0%.



# Dividendenanalyse



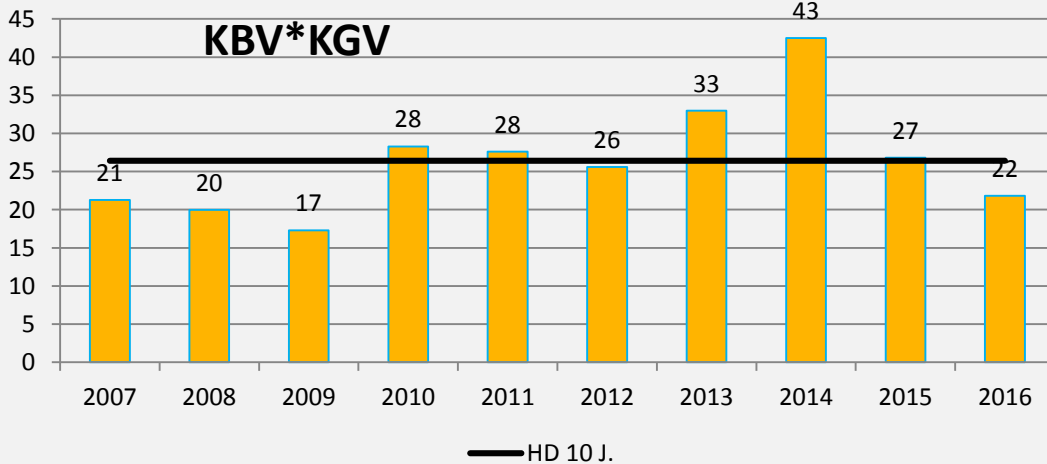
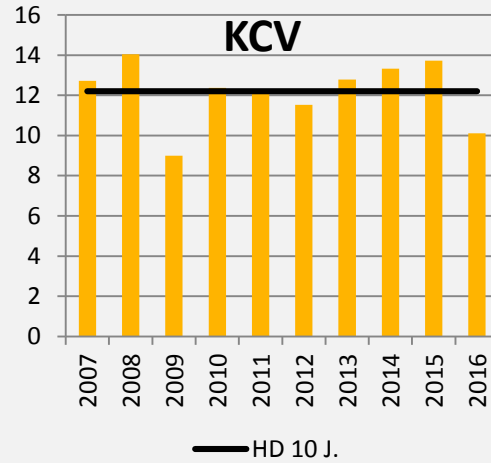
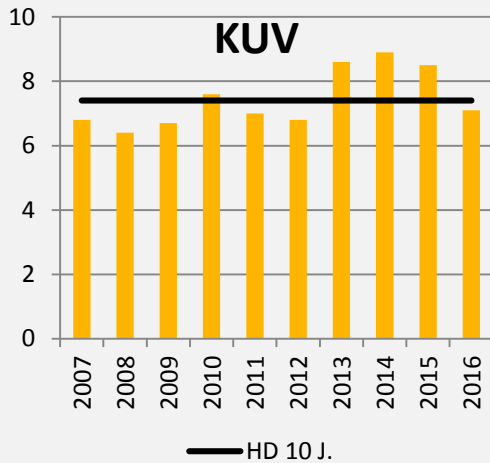
|                    | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Dividende/Aktie    | 1,08 | 1,19 | 1,20 | 1,37 | 1,55 | 1,69 | 1,86 | 2,02 | 2,18 | 2,36 |
| Payout-Ratio (FFO) | 76%  | 91%  | 86%  | 96%  | 92%  | 82%  | 73%  | 75%  | 93%  | 94%  |
| Payout-Ratio (FAD) | 86%  | 87%  | 87%  | 89%  | 91%  | 90%  | 83%  | 79%  | 80%  | 79%  |



- (+) OHI zahlt seit 2003 eine Dividende pro Quartal.
- (+) Die Dividende wird kontinuierlich gesteigert. Seit 2011 steigt die Dividende jedes Quartal um 0,01 USD je Aktie.
- Die Ausschüttungsquote bezogen auf die FFO (Funds From Operations/ operatives Ergebnis vor Abschreibungen) ist mit 94% (2016) sehr hoch.
- Die Ausschüttungsquote bezogen auf die FAD (Funds Available For Distribution/ ausschüttbares Ergebnis) liegt bei 79%. Dies Kennzahl ist letztlich maßgeblich bei einem REIT und liegt noch im konservativen Bereich.
- Für das Gesamtjahr 2017 beträgt die Dividende voraussichtlich 2,54 USD/ Aktie (inkl. Q4/17). Auf Basis der Q3-2017 Guidance Range entspricht dies einer Ausschüttungsquote von 89% (FAD)



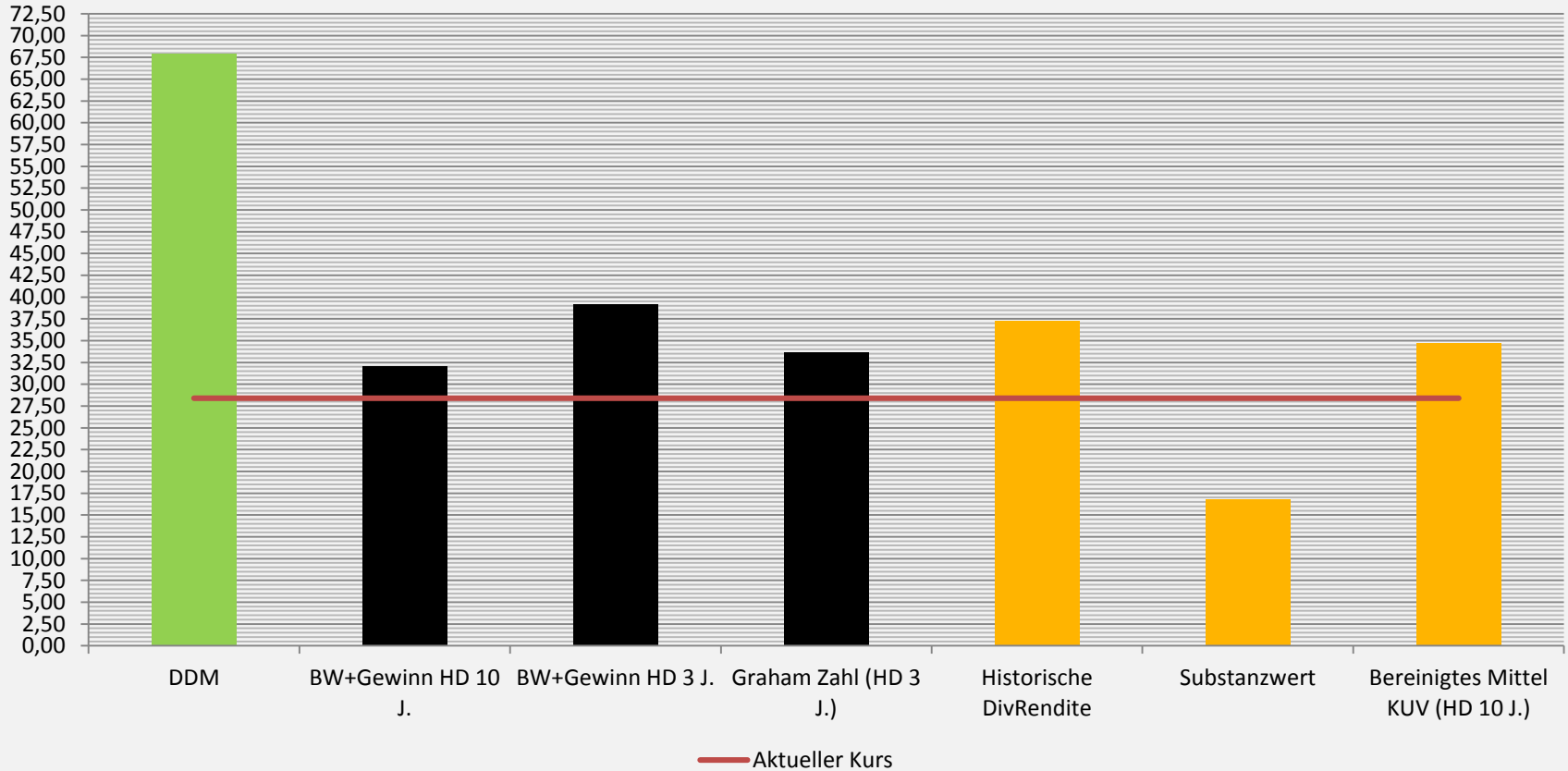
# Historische Bewertung der Aktie



- Das historische KCV (10 J.) beträgt 12,2.
- Das historische KUV (10 J.) beträgt 7,4.
- Das historische Produkt aus KBV und KGV (auf Basis der FFO) beträgt 30,4.
- Bei einem Kurs von ca. 29 USD ist die Aktie historisch unterbewertet.



# Fairer Wert vs. aktueller Kurs



Dargestellt wird der aktuelle Kurs (rote Linie) im Zeitpunkt der Analyse. Die Säulen stellen mögliche faire Werte auf Basis des jeweiligen Bewertungsverfahrens dar. Bitte beachten Sie die weiteren [Hinweise](#) hierzu.



# Fazit

- OHI ist ein spekulativer Wert, der auch eine Wette auf einen, für die Anbieter von Skilled Nursing Facilities, positiven Ausgang einer US-Gesundheitsreform beinhaltet.
- Das US-Gesundheitswesen ist das teuerste Gesundheitssystem der Welt und stellt für den Bund und die Bundesstaaten eine hohe Belastung dar. Nach dem die Trump-Administration mit ihren bisherigen Versuchen gescheitert ist, „Obamacare“ zu reformieren, könnten sich im Rahmen der geplanten Steuerreform negative Auswirkungen ergeben. So gibt es Stimmen, dass die Steuerreform durch Einsparungen im Gesundheitswesen refinanziert werden könnte.
- OHI hat ein sehr erfahrenes Managementteam. Bereits Anfang der 2000er Jahre hatten die SNF-REITs mit erheblichen wirtschaftlichen Schwierigkeiten und dem Bankrott von Mietern zu kämpfen. Der Aktienkurs von OHI brach damals massiv ein und die Dividende musste in den Jahre 2001 und 2002 ausgesetzt werden. Das Management von damals ist größtenteils auch heute noch an Board und besitzt daher wertvolle Erfahrungswerte um die aktuellen Herausforderungen zu meistern.
- Das OHI Management geht derzeit bei den Problemen mit den Mietern Orianna und Signature noch optimistisch von Einzelfällen aus, die sich nicht auf die gesamte SNF-Branche übertragen lassen würden.
- Aufgrund meiner Analyse gehe ich anders als das Management bei den Problemmietern Orianna und Signature nicht von Einzelfällen aus. Die gesamte SNF-Branche ist derzeit in großen Schwierigkeiten. Es ist nicht absehbar, wann hier eine Trendwende eintritt, jedoch könnte sich die Situation in den nächsten Monaten stabilisieren. Es gilt hier insbesondere die wichtige Kennzahl „Occupancy“ (Bettenbelegung) im Auge zu behalten.
- Als REIT benötigt OHI stets neues Kapital zur Finanzierung von Immobilienakquisitionen um weiteres Wachstum zu erzielen. Eine attraktive Dividendenpolitik ist daher wichtig. Die Dividende ist fundamental noch gut abgesichert. Sollte sich jedoch weitere Probleme mit Mietern ergeben, wäre die Dividende in Gefahr.
- Kurz- und mittelfristig überwiegen die Risiken. Langfristig (5-10 Jahre) besteht eine Wachstumsfantasie im Hinblick auf den demografischen Wandel und die Alterung der Babyboomer.
- Die Aktie ist aufgrund der dargestellten Risiken derzeit historisch unterbewertet.



# Offenlegung von Interessenkonflikten

- **Der Ersteller der Analyse oder ihm nahestehende Personen stehen in keiner vertraglichen Beziehung zu dem analysierten Unternehmen und sind auch nicht anderweitig für das Unternehmen tätig.**
- **Der Ersteller der Analyse hält eine Long Position des analysierten Unternehmens.**





# Abkürzungsverzeichnis

- BW ... Buchwert
- CF ... Cashflow
- DDM ... Dividend Discount Model
- Div ... Dividende
- EK ... Eigenkapital
- FFO... Funds from Operations
- F&E ... Forschung & Entwicklung
- Gj. ... Geschäftsjahr
- GK ... Gesamtkapital
- HD ... Historischer Durchschnitt
- Histor. ... historisch
- J. ... Jahre
- KBV... Kurs-Buchwert-Verhältnis
- KCV ... Kurs-(operativer) Cashflow-Verhältnis
- KGV... Kurs-Gewinn-Verhältnis
- KUV ... Kurs-Umsatz-Verhältnis
- ROA ... Return on Assets (Gesamtkapitalrendite)
- ROE ... Return on Equity (Eigenkapitalrendite)



# Quellen

- <http://www.omegahealthcare.com/>
- <https://investorplace.com/2017/07/should-you-buy-omega-healthcare-investors-inc-ohi-stock-3-pros-3-cons/#.WfsWtDjfND8>
- <http://www.seniorshousingbusiness.com/the-latest-news/nic-report-skilled-nursing-occupancy-hits-lowest-point-in-five-years>
- <http://www.snhreit.com/properties/our-properties/property-map/default.aspx>
- <http://www.ventasreit.com/our-portfolio>
- <http://investsnips.com/publicly-traded-nursing-homes/>
- <https://seniorhousingnews.com/2016/11/21/snf-companies-exiting-deteriorating-industry/>
- <http://www.seniorshousingbusiness.com/the-latest-news/nic-report-skilled-nursing-occupancy-hits-lowest-point-in-five-years>
- <https://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW1704.pdf>
- <http://www.gccorp.com/events-and-presentations>
- <http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/082015/how-much-medicaid-and-medicare-cost-americans.asp>
- [https://seekingalpha.com/article/4118984-omega-healthcare-reports-disappointing-earnings-dividend-investors-need-know?app=1&auth\\_param=1dsggh:1cvjgke:78c7166c770cbebc0f3948df1bd7aea&uprof=45&dr=1](https://seekingalpha.com/article/4118984-omega-healthcare-reports-disappointing-earnings-dividend-investors-need-know?app=1&auth_param=1dsggh:1cvjgke:78c7166c770cbebc0f3948df1bd7aea&uprof=45&dr=1)
- <https://www.fitchratings.com/site/pr/1021215>
- <https://seekingalpha.com/article/4118814-omega-healthcare-investors-ohi-ceo-taylor-pickett-q3-2017-results-earnings-call-transcript?part=single>
- <http://www.investopedia.com/articles/investing/082015/things-nursing-homes-are-not-allowed-do.asp>
- The Intelligent REIT Investor, Stephanie Krewson-Kelly, R. Brad Thomas, Wiley, 2016 (USA)
- Ariva.de (historische Kurse)
- Wikipedia
- pixabay.com (Foto)
- Morningstar.com

