

Schweizer Spitäler

Einordnung nach dem «Fall GZO AG Spital Wetzikon»

Fokus Fixed Income | 30. August 2024

Diese Branchenstudie befasst sich mit den Spitalern, die am Schweizer Kapitalmarkt ausstehende Anleihen haben. Wir vergleichen die 15 von uns abgedeckten Spitäler anhand verschiedener Finanzkennzahlen. Die Studie fasst die wichtigsten sektor- und emittentenspezifischen Entwicklungen zusammen. Die wesentlichen Erkenntnisse für die Bonität der Emittenten sind:

Turbulenzen im Spitalsegment ausgelöst durch die GZO AG Spital Wetzikon

- Die bisher nicht erfolgte Rückzahlung der GZO-Anleihe war eine Hiobsbotschaft für den Spitalsektor.
- Die Sanierungsmassnahmen werden durch die Unstimmigkeiten mit dem bisher für den Neubau verantwortlichen Generalunternehmer Steiner erschwert.

Die aktuelle finanzielle Situation der Spitäler ist ernüchternd

- Die durchschnittliche EBITDAR-Marge der 15 von uns abgedeckten Spitäler ist im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr von 7.2% auf 4.2% gesunken.
- Auf der Kostenseite schlagen v.a. die Personalkosten zu Buche. Die Personalaufwandsquote dieser Spitäler ist im Durchschnitt um 200 Bp auf 63.9% gestiegen.
- Das Hauptproblem ist jedoch, dass diese höheren Kosten nicht wie in anderen Branchen durch höhere Preise (Tarife) kompensiert werden können.

CHF-Kapitalmarkt für Spitäler weiterhin offen

- Mit dem «Fall GZO AG» sind explizite und implizite Garantien in den Fokus der Investoren gerückt. Die zuvor relativ geringen Unterschiede in den bezahlten Credit-Spreads zwischen den einzelnen Spitalern am CHF-Kapitalmarkt haben sich seither ausgeweitet, je nach Wahrscheinlichkeit einer allfälligen Unterstützung in einer finanziellen Stresssituation. Wichtige Faktoren sind dabei die Bedeutung eines Spitals für die Spitalversorgung einerseits und die Unterscheidung zwischen kantonaler und kommunaler Trägerschaft andererseits.
- Im Jahr 2024 haben das UniversitätsSpital Zürich sowie die Kantonsspitäler Aarau und Luzern neue Anleihen emittiert, was zeigt, dass der Markt für Neuemissionen aus dem Spitalsektor weiterhin offen ist. Die Anleihen wurden emittiert, nachdem der Regierungsrat des Kantons Zürich entschieden hatte, dass die GZO AG keine finanzielle Unterstützung durch den Kanton Zürich erhalten würde.

Bisherige Ratingänderungen im Jahr 2024

- Die **GZO AG** haben wir von BBB-/stabil auf C/negativ herabgestuft. Aufgrund des «Falles GZO AG» haben wir die Unterstützungswahrscheinlichkeiten überprüft. Wir haben eine Änderung vorgenommen, die zu einer Herabstufung des **Spitals Emmental** um vier Notches auf BBB/stabil geführt hat. Angesichts der unter den Erwartungen liegenden Ergebnisse und v.a. des schwierigen Umfelds mit entsprechend unsicherem Ausblick haben wir die Ratings der **Kantonsspitäler Basel-Landschaft** (A/stabil) und **Winterthur** (AA/stabil) sowie des **See-Spitals** (BB+/stabil) um jeweils einen Notch gesenkt.



Branchenstudie

Spital	Rating
GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG)	C/negativ
Hirslanden	BB/negativ
Insel Gruppe	A+/stabil
Kantonsspital Aarau AG (KSA AG)	AA-/stabil
Kantonsspital Baden AG (KBS AG)	AA-/stabil
Kantonsspital Baselland (KSBL)	A/stabil
Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR)	AA-/stabil
Kantonsspital St. Gallen (KSSG)	AA-/stabil
Kantonsspital Winterthur (KSW)	AA/stabil
Kinderspital Zürich (Kispi)	AA-/stabil
LUKS-Gruppe	AA-/positiv
Spital Emmental AG (SE AG)	BBB/stabil
See-Spital	BB+/stabil
Spitalverband Limmattal (SVL)	A+/stabil
UniversitätsSpital Zürich (USZ)	AA/stabil

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Haupteingang UniversitätsSpital Zürich



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Analyst:

Patrick Hasenböhrer
+41 44 292 33 48
patrick.hasenboehler@zkb.ch

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
1.1	Spitalsektor nach dem «Fall GZO AG» unter Druck	5
2	Das schweizerische Gesundheitssystem im Überblick	7
2.1	Zunehmende volkswirtschaftliche Bedeutung des Gesundheitswesens	7
2.1.1	Vielfältige Gründe für den Kostenanstieg	7
2.1.1.1	Widersprüchliche Ziele – Sparvorschläge laufen ins Leere	8
2.1.1.2	Grösste Krankenkassensversicherer gründen neuen Branchenverband	9
2.2	Spitalleistungen machen etwas mehr als ein Drittel der gesamten Gesundheitsausgaben aus	10
3	Übersicht über die Spitäler der Schweiz	11
3.1	Spitallandschaft Schweiz	11
3.2	Rückgang der Pflgegetage, aber Zunahme der Beschäftigtenzahl pro Spital	11
3.3	Deutliche Unterschiede in der Spitaldichte zwischen den Kantonen	12
3.4	Die Kantone sind für die Spitalplanung zuständig	13
3.4.1	Unterschiedliche Subventionierung der Spitäler je nach Kanton	13
3.5	Bevorstehende Änderung in der Finanzierung der Spitalleistungen	14
3.5.1	Einheitliche Finanzierung ambulanter und stationärer Leistungen (Efas)	14
3.5.2	Ablösung von Tarmed	15
3.5.2.1	Der mühsame Weg zu einer neuen Lösung	15
3.5.2.2	Tardoc und erste Pauschalen sollen Tarmed ab 2026 ablösen	16
3.6	Grösste Schweizer Spitäler nach Pflgegetagen	16
3.7	Anteil der halbprivat und privat versicherten Patienten unter Druck	18
3.8	Anteile der stationären Patienten mit ausserkantonalem bzw. ausländischem Wohnsitz	19
4	Spitäler und Finanzen	20
4.1	Spitäler mit allgemein tiefer Rentabilität	20
4.2	Weitere Verschlechterung der EBITDAR-Marge	20
4.3	Gründe für die Verschärfung der Finanzprobleme der Spitäler	23
4.3.1	Tarifierpassungen nur unzureichend möglich	23
4.3.2	Höhere Personalkosten	24
4.3.3	Andere länger andauernde Trends	24
4.4	Zunehmende ausserordentliche finanzielle Unterstützung durch die öffentliche Hand	24
4.5	Die Frage ist nur: Höhere Krankenkassenprämien oder höhere Steuern?	25
5	Spitäler am CHF-Kapitalmarkt	26
5.1	Anzahl Spitäler am CHF-Kapitalmarkt stagniert, aber Volumen steigt	26
5.2	Bisher drei Emissionen von Spitälern im laufenden Jahr	27
6	Analyse der Finanzkennzahlen der 15 von uns abgedeckten Spitäler	28
6.1	Wieder höheres Umsatzwachstum	28
6.2	Nur das KSSG konnte 2023 die EBITDAR-Marge steigern	28
6.2.1	Anstieg der Personalaufwandsquote	29
6.3	Hoher kumulierter Reinverlust	30
6.4	Starker Anstieg der Investitionen im Jahr 2023	30
6.5	Negative Free Cashflows	32
6.6	Nettoverschuldung	32
6.7	Sehr hohe Verschuldungsgrade	34
6.8	Stark unterschiedliche Eigenkapitalquoten	35
6.9	Zinsdeckungsgrad gewinnt wieder etwas an Aussagekraft	35
6.10	Liquiditätsgrade	37

7	Wahrscheinlichkeit einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch die Gebietskörperschaft	38
7.1	Spital mit expliziter Garantie der öffentlichen Hand.....	38
7.2	Spital ohne explizite oder implizite Garantie der öffentlichen Hand.....	38
7.3	Spital mit impliziter Garantie der öffentlichen Hand.....	39
7.3.1	Unterschiedliche Unterstützungswahrscheinlichkeiten	39
7.3.2	Hinterfragung der impliziten Garantien	39
7.3.2.1	«Extrem hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung	41
7.3.2.2	«Sehr hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung	42
7.3.2.3	«Moderat hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung	43
8	Der «Fall GZO AG»	45
8.1	Wie es dazu kam	45
8.2	Die GZO AG in provisorischer Nachlassstundung	45
8.3	Weiteres Vorgehen	46
8.4	Obligationäre sind aktiv geworden	47
9	Bonitätseinschätzung	48
9.1	Ausblick Spitäler	48
9.1.1	Turbulente Zeiten für die Spitäler	48
9.2	Rating- bzw. Outlookänderungen	49
10	Überblick Finanzkennzahlen	50
11	Profile der Spitäler	57
	GZO Spital Wetzikon	58
	Hirslanden	59
	Insel Gruppe	60
	Kantonsspital Aarau AG	61
	Kantonsspital Baden	62
	Kantonsspital Baselland	63
	Kantonsspital St. Gallen	64
	Kantonsspital Winterthur	65
	Kinderspital Zürich – Eleonorenstiftung	66
	Luzerner Kantonsspital	67
	See-Spital	68
	Spital Emmental	69
	Spitalverband Limmattal	70
	Stiftung Kantonsspital Graubünden	71
	UniversitätsSpital Zürich	72

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Steigende Kosten im Schweizer Gesundheitswesen (provisorisch).....	7
Abbildung 2: Gesundheitskosten nach Altersklasse und Geschlecht im Jahr 2022 (CHF Mio).....	8
Abbildung 3: Anteil der Spitäler an den Kosten des schweizerischen Gesundheitswesens 2022 (provisorisch).....	10
Abbildung 4: Aufteilung der Gesundheitsausgaben 2022 nach Leistungen.....	10
Abbildung 5: Nachtansicht des Spitals Limmattal.....	11
Abbildung 6: Entwicklung Anzahl Spitäler sowie Betten und Beschäftigte pro Spital 2000 bis 2022.....	12
Abbildung 7: Krankenhausbetten pro 1'000 Einwohner je Kanton im Jahr 2022*.....	12
Abbildung 8: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall nach Kanton für das Jahr 2021 (in CHF)*.....	14
Abbildung 9: Anteil der halbprivat und privat versicherten stationären Patienten (%).....	18
Abbildung 10: Hospitalisierungsrate nach Kanton pro 100'000 Einwohner im Jahr 2021.....	19
Abbildung 11: Ausgewählte Spitäler – EBITDAR-Margen 2022 und 2023 sowie Umsatz 2023.....	22
Abbildung 12: Anzahl Spitalemittenten mit Gesamtvolumen am CHF-Kapitalmarkt.....	27
Abbildung 13: Umsatzentwicklung 2022 vs. 2021 und 2023 vs. 2022.....	28
Abbildung 14: Personalaufwandsquote 2021–2023 (%).....	30
Abbildung 15: Investitionsvolumen 2023–2026E nach Spitälern (CHF Mio).....	31
Abbildung 16: Kumuliertes Investitionsvolumen im Verhältnis zum kumulierten operativen Cashflow 2019–2023 (x).....	32
Abbildung 17: Kumulierter Free Cashflow 2022–2026E (CHF Mio).....	32
Abbildung 18: Entwicklung nicht adj. Nettoverschuldung 2022–2025E (CHF Mio).....	33
Abbildung 19: Verhältnis adj. Nettoverschuldung 2023 und 2026E zur Summe des operativen Cashflows 2021–2028E (x).....	33
Abbildung 20: Eigenkapitalquote 2023 und 2026E (%).....	35
Abbildung 21: Zinsaufwand/EBITDA 2024E und 2026E (x).....	36
Abbildung 22: Current Ratio und Quick Ratio 2023 und 2024E.....	37
Abbildung 23: Ratingmethodik für öffentliche Spitäler.....	38
Abbildung 24: Neues Hauptgebäude (Anna-Seiler-Haus) Inselspital.....	39
Tabelle 1: Spitalsektor Schweiz im Überblick.....	11
Tabelle 2: Die grössten Schweizer Spitäler und alle Spitäler mit ausstehenden Anleihen nach Pflagetagen 2022.....	17
Tabelle 3: EBITDAR-Marge 2018–2025E (%).....	29
Tabelle 4: Adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA 2021–2026E (x).....	34
Tabelle 5: Entwicklung der Spreads ausstehender Spitalanleihen.....	40
Tabelle 6: Ratingmatrix unter der Annahme einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	42
Tabelle 7: Ratingmatrix unter der Annahme einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	43
Tabelle 8: Ratingmatrix unter der Annahme einer «moderat hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	44
Tabelle 9: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2019.....	51
Tabelle 10: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2021.....	52
Tabelle 11: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2022.....	53
Tabelle 12: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2023.....	54

1 Einleitung

1.1 Spitalsektor nach dem «Fall GZO AG» unter Druck

Der 4. April 2024 hat den Spitalsektor am CHF-Kapitalmarkt nachhaltig geprägt. An diesem Tag gab Regierungsrätin Natalie Rickli bekannt, dass das Finanzhilfesuch der GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG) im Gegensatz zu jenem des Kinderspitals Zürich (Kispi) nicht bewilligt worden sei und die GZO AG somit keine finanzielle Unterstützung durch den Kanton Zürich erhalten werde. Dies hatte zur Folge, dass die GZO AG ihre am 12. Juni 2024 fällige Anleihe von CHF 170 Mio bis zum heutigen Zeitpunkt nicht zurückzahlen konnte. Seit der Bekanntgabe dieses Entscheids des Zürcher Regierungsrates stehen der Spitalsektor und die staatlichen Unterstützungen bzw. die Annahmen über die Unterstützungswahrscheinlichkeiten im Fokus, und die Spreads der Spitalanleihen am CHF-Kapitalmarkt haben sich leicht bis deutlich ausgeweitet.

Doch wie ist es so weit gekommen, dass die GZO AG ihre Anleihe nicht fristgerecht zurückzahlen konnte? Die Antwort ist vielschichtig. Im Wesentlichen sind zwei Ebenen zu berücksichtigen.

Da ist zum einen das allgemeine Branchenumfeld. Die aktuelle finanzielle Situation der Spitäler ist ernüchternd. So ist die durchschnittliche EBITDAR-Marge (EBITDAR = earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, and rent costs) der 15 von uns abgedeckten Spitälern im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr von 7.2% auf 4.2% gesunken. Auf der Kostenseite haben sich vor allem die höheren Personalkosten bemerkbar gemacht. Die Personalaufwandsquote dieser 15 Spitäler ist im Durchschnitt um 200 Bp auf 63.9% gestiegen. Das Hauptproblem ist jedoch, dass diese höheren Kosten nicht wie in anderen Branchen einfach durch höhere Preise bzw. im Falle der Spitäler durch höhere Tarife kompensiert werden können. Die Tarife sind nicht das Ergebnis von Angebot und Nachfrage, sondern die Spitäler sind an die geltenden Tarife gebunden. Teuerungsbedingte Kostensteigerungen werden erst mit Verzögerung und nur zum Teil in den Tarifen berücksichtigt. Die angespannte Finanzsituation hat sich auch in der Verschlechterung der Bilanzrelationen manifestiert. So ist die durchschnittliche Eigenkapitalquote dieser 15 Spitäler seit 2019 kontinuierlich von 46% auf 34% gesunken.

Zum anderen waren es spezifische Probleme der GZO AG, die zum ersten Zahlungsverzug einer Anleihe am Inlandsegment des CHF-Kapitalmarkts seit der SAirGroup führten. Die schlechte finanzielle Situation des Spitals war bekannt. So hatten wir der GZO AG ein Stand-alone-Rating von b gegeben – das war zusammen mit dem Rating des Kispi das tiefste aller Ratings der von uns abgedeckten Spitäler. Problematisch war u.a. die sehr tiefe Eigenkapitalquote, die per Ende 2023 bei sehr tiefen 8.2% (Ende 2022: 11.9%) lag und aufgrund der zu erwartenden Verluste und der bestehenden Finanzierungslücke wohl weiter gesunken wäre. Der Verwaltungsrat der GZO AG hat es vor allem versäumt, rechtzeitig eine Kapitalerhöhung bei den 12 Aktionärsgemeinden zu beantragen. Stattdessen setzte das Spital auf eine (uns unbekannt) Drittpartei, die Eigenkapital hätte einbringen sollen. Als sich herausstellte, dass dieser Plan nicht durchführbar war, musste notgedrungen als letzter Ausweg ein Finanzhilfesuch an den Kanton gerichtet werden. Damit wurde unsere Annahme der impliziten Garantie der Gemeinden nicht auf die Probe gestellt. Gleichzeitig war unsere Annahme falsch, dass das Spital sein Problem des zu geringen Eigenkapitals mit einem Dritttaktionär oder den Aktionärsgemeinden lösen würde.

Dass die GZO-Anleihe nicht fristgerecht zurückgezahlt wurde, war eine Hiobsbotschaft für den Spitalsektor am CHF-Kapitalmarkt

Spitäler generell unter finanziellem Druck

Die GZO AG hat es versäumt, das Eigenkapital zu stärken

Auf den «Fall GZO AG» gehen wir in dieser Studie ausführlich ein. Im Vordergrund stehen jedoch die Auswirkungen auf die Anleihen des Spitalsektors. Unsere Ratings der Spitäler beruhen auf einem Zusammenspiel der drei Faktoren Stand-alone-Rating, Bonität der Gebietskörperschaft und Wahrscheinlichkeit einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch die Gebietskörperschaft. Die Bonität der Schweizer Gebietskörperschaften ist unverändert solide. Die Stand-alone-Ratings der Spitäler stehen angesichts der sich verschlechternden Finanzlage zunehmend unter Druck. Mit dem «Fall GZO AG» hat die Unsicherheit bezüglich der angenommenen Unterstützungswahrscheinlichkeiten zugenommen.

Die Spitäler sind in das schweizerische Gesundheitssystem eingebettet. Im Fokus der Politik stehen insbesondere die steigenden Krankenkassenprämien. Es ist deshalb ein erklärtes Ziel, den Anstieg der Gesundheitskosten zumindest einzudämmen. Die politischen Entscheide im Gesundheitswesen sind für die Spitäler von grosser Bedeutung. Im Fokus stehen derzeit u.a. die Einführung eines neuen Tarfsystems für ambulante Behandlungen und die angestrebte einheitliche Finanzierung von ambulanten und stationären Leistungen (Efas). Die Spitäler werden gezwungen sein, sich bei Investitionsvorhaben stärker auf ambulante Behandlungen auszurichten. Voraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung der angestrebten verstärkten Verlagerung von stationären zu ambulanten Behandlungen wird jedoch auch eine Anpassung der ambulanten Tarife nach oben sein, da ansonsten die Finanzierung der Spitäler aus dem operativen Geschäft unmöglich wird und ausserordentliche staatliche Unterstützungsmassnahmen zur Regel werden.

Bei aller Fokussierung auf Zahlen – dies gilt für die aktuelle politische Diskussion, aber insbesondere auch für die von uns vorgenommenen Bonitätseinschätzungen – soll auch an dieser Stelle nicht vergessen werden, welchen enormen Stellenwert die Gesundheit und damit das Gesundheitswesen einschliesslich der Spitäler haben. Dies gilt nicht nur, aber ganz besonders in einer Wohlstandsgesellschaft, wie wir sie in der Schweiz haben. Die Spitäler leisten einen wichtigen Beitrag zur hohen Lebensqualität in der Schweiz. Sie sorgen dafür, dass die Menschen in der Schweiz länger gesund leben können.

Wichtige politische Entscheidungen stehen an

2 Das schweizerische Gesundheitssystem im Überblick

2.1 Zunehmende volkswirtschaftliche Bedeutung des Gesundheitswesens

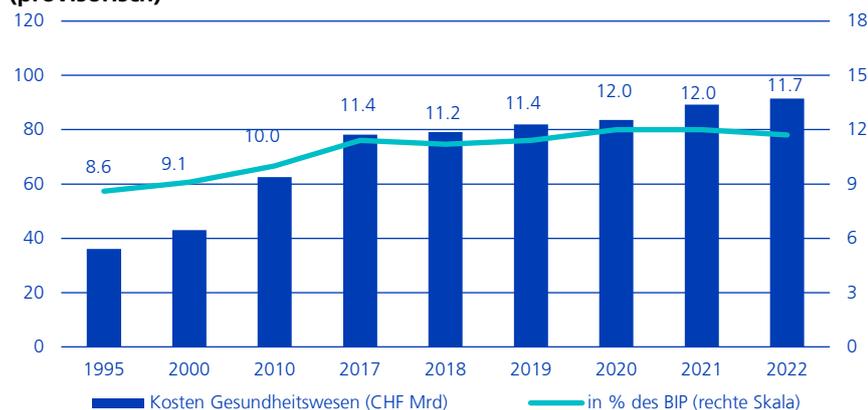
Die Bedeutung des Gesundheitswesens hat in der Schweiz in den letzten Jahren stark zugenommen. Gemäss den provisorischen Daten des Bundesamts für Statistik (BFS) vom April 2024 beliefen sich die gesamten Ausgaben für das Gesundheitswesen in der Schweiz im Jahr 2022 auf CHF 92 Mrd. Die Zunahme von 2.5% gegenüber dem Vorjahr liegt etwas unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre (3.2%). Im Jahr 2021 stiegen die Kosten aufgrund der Verzerrung durch die Coronapandemie mit 6.7% überdurchschnittlich stark an. Seit 1995 sind die Gesamtkosten um 154% gestiegen. Die Gesundheitskosten pro Kopf sind im gleichen Zeitraum von CHF 426 auf CHF 869 gestiegen. Es ist zu beachten, dass das BFS erneut eine Neuberechnung der Daten vorgenommen hat und die Daten deshalb von denjenigen im «Fokus Fixed Income» vom August 2023 abweichen.

Leicht unterdurchschnittlicher Anstieg der Gesundheitskosten im Jahr 2022

Der Anteil der Gesundheitsausgaben am BIP ist 2022 im Vergleich zu 2021 von 12.0% auf 11.7% gesunken, wie *Abbildung 1* zeigt. Dies dürfte jedoch keine Unterbrechung des langfristigen Anstiegs darstellen. 1995 hatte die Quote noch bei 8.6% gelegen.

Gesundheitskosten machten 2022 11.7% des Bruttoinlandsprodukts aus

Abbildung 1: Steigende Kosten im Schweizer Gesundheitswesen (provisorisch)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BFS

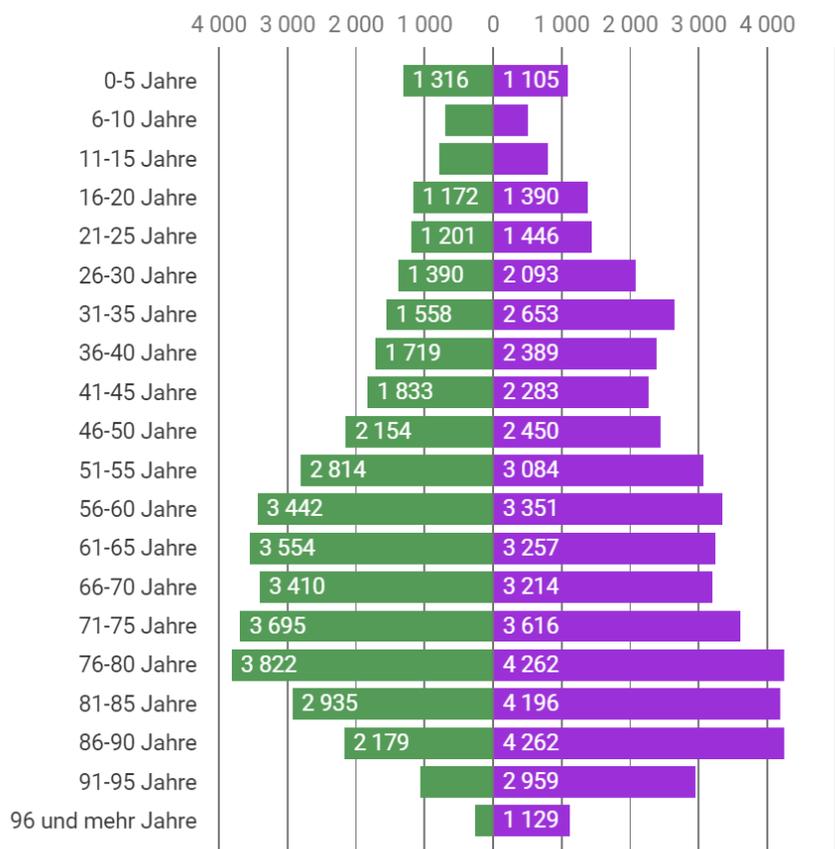
2.1.1 Vielfältige Gründe für den Kostenanstieg

Das Gesundheitswesen ist ein sehr komplexes System, dessen Variablen sich nur schwer auf einen Nenner bringen lassen. Vieles deutet darauf hin, dass die Gesundheitsausgaben in den nächsten Jahren weiter steigen werden. Die Gründe dafür sind vielfältig. Dazu gehören der demografische Wandel, die gestiegenen Ansprüche der Menschen an die Gesundheitsversorgung und der medizinische Fortschritt. Mit der steigenden Zahl älterer Menschen nimmt auch die Zahl der chronisch und multimorbid erkrankter Menschen zu. Heute beträgt der Anteil der über 65-Jährigen in der Schweiz 19%. *Abbildung 2* stellt dar, wie die Gesundheitskosten mit zunehmendem Alter ansteigen. Gemäss dem BFS wird der Anteil der über 65-Jährigen im Jahr 2050 voraussichtlich 26% betragen. Gleichzeitig rechnet das BFS mit mehr als einer Verdoppelung der Anzahl der 80 und mehr Jahre alten Menschen von 486'000 (2022) auf 1.1 Mio im Jahr 2050. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass ein erheblicher Teil der Gesundheitskosten altersunabhängig im letzten Lebensjahr anfällt. Der medizinische Fortschritt dürfte zu teureren medizintechnischen Geräten, Therapien und Medikamenten führen. Auch der Fachkräftemangel, der sich laut Prognosen noch verschärfen wird, dürfte zu Kostensteigerungen führen.

Es ist davon auszugehen, dass die Gesundheitskosten in der Schweiz weiter steigen werden

Abbildung 2: Gesundheitskosten nach Altersklasse und Geschlecht im Jahr 2022 (CHF Mio)

■ Frau ■ Mann



Quelle: BFS

2.1.1.1 Widersprüchliche Ziele – Sparvorschläge laufen ins Leere

Mit zunehmendem Wohlstand steigen die Ansprüche der Bevölkerung an die Gesundheitsversorgung. Gesundheit wird als höchstes Gut angesehen. Die Bevölkerung ist offensichtlich bereit, einen immer grösseren Teil ihres Einkommens für das ständig wachsende Angebot an Gesundheitsleistungen auszugeben. Politisch problematisch sind weniger die wachsenden Gesundheitsausgaben als vielmehr die steigenden Krankenkassenprämien, was auch damit zusammenhängt, dass zusätzliche Leistungen über die obligatorische Krankenversicherung finanziert werden. Für Bevölkerungsgruppen, die nicht über die finanziellen Mittel verfügen, gibt es demokratisch breit abgestützte Massnahmen wie Prämienverbilligungen, damit sie sich Gesundheitsleistungen leisten können. Dass diese finanziellen Unterstützungsmassnahmen laufend ausgebaut werden, schwächt den politischen Druck aus der Bevölkerung ab, das Prämienwachstum einzudämmen. Die Patienten hinterfragen die Rechnungen von Ärzten und Krankenhäusern kaum, da sie diese in der Regel nicht direkt bezahlen müssen. Das individuelle Ziel der Marktteilnehmer im Gesundheitswesen, mehr Umsatz zu generieren und damit profitabler zu werden, steht zumindest teilweise im Widerspruch zum gesellschaftlichen Ziel, die Kosten im Gesundheitswesen zu senken. Bei der Spitalplanung stehen oft regionale oder kantonale und nicht übergeordnete Interessen im Vordergrund. Dies untergräbt die angestrebten Kostensenkungen und führt tendenziell zu Überkapazitäten. Zudem lehnen die Stimmbürger Spitalschliessungen oder Konzentrationsprozesse häufig ab, was wiederum die Politik zögern lässt, solche Massnahmen vorzuschlagen oder zu beschliessen. Zu den höheren Kosten trägt auch der immer grössere Verwaltungsaufwand bei.

Hohe Ansprüche der Bevölkerung an das Gesundheitswesen

Es ist eine Tatsache, dass sowohl bei den Nutzern als auch bei den Leistungserbringern wenig Anreize zum Sparen bestehen. Vorschläge für Sparmassnahmen werden in der Regel von mindestens einem Akteur im Gesundheitswesen (u.a. Patientenorganisationen, Ärzte, Apotheken, Krankenkassen, Pharmaindustrie, Spitäler) aus Eigeninteresse abgelehnt. Eine Ausnahme könnte die mögliche Einführung der einheitlichen Finanzierung von ambulanten und stationären Leistungen (Efas) darstellen, falls das dagegen ergriffene Referendum vom Schweizer Volk abgelehnt wird. Mit Efas sollen unnötige Spitalaufenthalte vermieden werden. Die 2012 eingeführte Spitalfinanzierung hat den Wettbewerb unter den Spitälern verstärkt und damit trotz aller aktuellen finanziellen Probleme der Spitäler zumindest zu einer Effizienzsteigerung geführt.

Kaum Anreize zum Sparen und damit zur Kostensenkung

2.1.1.2 Grösste Krankenversicherer gründen neuen Branchenverband

Mitte Juni 2024 kam es bei den Krankenkassen zu einer überraschenden Wende. 13 grosse Krankenkassen gründen einen neuen Krankenkassenverband, der Anfang 2025 seine operative Tätigkeit aufnehmen soll. Obwohl die beiden bisherigen Verbände, Curafutura und Santésuisse, das gleiche Ziel verfolgen – die Interessen der Krankenkassen zu vertreten –, dominierten zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung die Differenzen. Besonders ausgeprägt war dies bei der Diskussion um die ambulante Tarifreform. Bei Curafutura ist KPT bereits per Ende 2023 ausgetreten und wird dem neuen Verband beitreten. Die drei verbleibenden Mitglieder CSS, Helsana und Sanitas haben angekündigt, diesen Schritt per Ende 2024 ebenfalls zu vollziehen. Ende August sind Sanitas und Helsana jedoch als Übergangslösung bis zum operativen Start des neuen Verbandes wieder beigetreten. Von Santésuisse treten mit Assura, Atupri, Concordia, EGK, Groupe Mutuel, ÖKK, Sanitas, SWICA, Sympany und Visana die wichtigsten Mitglieder dem neuen Verband bei. Der neue Krankenkassenverband vertritt nach eigenen Angaben über 90% der Grundversicherten. Er soll die Glaubwürdigkeit in der Aussenkommunikation wieder verbessern.

Krankenkassen sollen neu mit einer Stimme aktiv sein

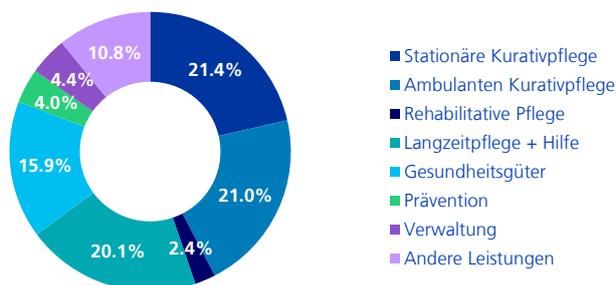
2.2 Spitalleistungen machen etwas mehr als ein Drittel der gesamten Gesundheitsausgaben aus

Die Schweizer Krankenhäuser erbrachten im Jahr 2022 Leistungen im Gesamtwert von CHF 33 Mrd (+2.6% gegenüber 2021). Im Zeitraum 2017 bis 2022 betrug das durchschnittliche Wachstum 2.5%. Im Jahr 2000 hatten diese Gesamtkosten der Schweizer Spitäler noch bei CHF 15 Mrd gelegen. Wie *Abbildung 3* zeigt, betrug der Anteil der Spitäler an den Gesamtkosten des Schweizer Gesundheitswesens 2023 35.7%.

Vor dem Hintergrund steigender Gesundheitskosten und Krankenkassenprämien wird der Druck auf die Spitäler weiter zunehmen, Kosten zu sparen und damit Behandlungen vermehrt ambulant statt stationär durchzuführen. Dieser Trend belastet die Spitäler finanziell, da ambulante Behandlungen mit ihrem tiefen Kostendeckungsgrad finanziell noch weniger lukrativ sind als stationäre Behandlungen. Bei einer Umsetzung der Efas ist mit einem weiteren Schub in Richtung ambulante Behandlungen zu rechnen – allein schon deshalb, weil diese dann auch für die Krankenkassen finanziell deutlich günstiger wären. Der Trend geht aber ohnehin in Richtung ambulante Behandlungen.

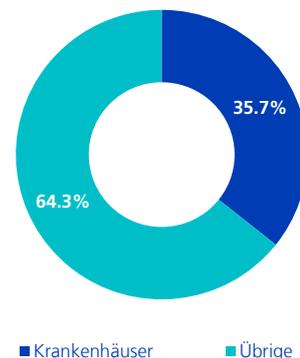
Abbildung 4 zeigt die Aufteilung der Gesundheitsausgaben im Jahr 2022 nach Leistungen.

Abbildung 4: Aufteilung der Gesundheitsausgaben 2022 nach Leistungen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BFS

Abbildung 3: Anteil der Spitäler an den Kosten des schweizerischen Gesundheitswesens 2022 (provisorisch)



■ Krankenhäuser ■ Übrige

Quellen: Zürcher Kantonalbank, BFS

3 Übersicht über die Spitäler der Schweiz

3.1 Spitallandschaft Schweiz

Im Jahr 2022 verfügten die 278 statistisch erfassten Spitäler der Schweiz an insgesamt 595 Standorten über 37'970 Betten, die bei 1.47 Mio stationären Hospitalisierungen zu 84% ausgelastet waren (Tabelle 1). Gemäss dem BFS handelt es sich bei 101 Spitälern (36%) um allgemeine Krankenhäuser, wovon 45 der Zentrumsversorgung und 56 der Grundversorgung dienen. 177 Spitäler bzw. 64% waren Spezialkliniken (Psychiatrie: 52, Rehabilitation/Geriatrie: 51, andere: 74). Die stationäre Behandlung dauerte im Jahr 2022 durchschnittlich 8.0 Tage und kostete pro Patient und Tag CHF 1'740.

Im Vergleich dazu betrug die durchschnittliche Aufenthaltsdauer im Jahr 2013 noch 9.4 Tage und die Kosten pro Fall und Tag lagen mit CHF 1'357 um 23% tiefer als im Jahr 2022. Während die stationären Fälle zwischen 2013 und 2022 um 6.5% zunahmen, stieg in diesem Zeitraum die Zahl der ambulanten Konsultationen mit 47% deutlich stärker an. Dies unterstreicht die Verlagerung von stationären zu ambulanten Behandlungen. Gemäss dem BFS verursachte der ambulante Spitalbereich im Jahr 2022 Kosten von CHF 8.7 Mrd gegenüber CHF 20.4 Mrd im stationären Bereich.

Tabelle 1: Spitalsektor Schweiz im Überblick

	2013*	2021	2022
Anzahl erfasster Spitäler	293	276	278
Anzahl erfasster Betten	37'836	37'845	37'970
Anzahl Beschäftigte (VZA)	148'363	177'882	180'818
Ambulante Konsultationen (Mio)	15.7	23.2	23.2
Stationäre Fälle (Mio)	1.38	1.44	1.47
Pflegetage (Mio)	12.7	11.4	11.7
Bettenbelegung (%)	92	83	84
Durchschnittliche Aufenthaltsdauer (Tage)	9.4	7.9	8.0
Betriebskosten stationär pro Fall (CHF)	12'516	13'839	13'898
Betriebskosten stationär pro Tag (CHF)	1'357	1'743	1'740

*2013 wurde als Vergleichsjahr gewählt, da keine älteren Zahlen verfügbar sind

Quellen: Zürcher Kantonalbank, BFS

3.2 Rückgang der Pflegetage, aber Zunahme der Beschäftigtenzahl pro Spital

Die Anzahl der Pflegetage ist zwischen 2000 und 2022 um 21% auf 11.7 Mio gesunken (seit 2015 zählt das BFS allerdings den Austrittstag nicht mehr mit). Hauptgrund für den Rückgang der Anzahl der Pflegetage ist der medizinisch-technische Fortschritt, der zu kürzeren Spitalaufenthalten führt. Mehr medizinische Eingriffe können oder müssen ambulant durchgeführt werden. Auch der Systemwechsel zu Fallpauschalen trägt zum Rückgang bei. Die Spitäler haben keinen finanziellen Vorteil mehr durch eine längere Verweildauer der Patienten. Diese Entwicklungen führen zu einer sinkenden Nachfrage nach Spitalbetten. Die Zahl der Spitalbetten in der Schweiz ist zwischen 2000 und 2022 um 17% auf 37'970 gesunken, obwohl die Bevölkerung im gleichen Zeitraum um 22% gewachsen ist.

Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Anzahl Spitäler sowie der Anzahl Beschäftigten und Betten pro Spital für den Zeitraum 2000 bis 2021. Während die Anzahl der Spitäler in diesem Zeitraum um 26% abgenommen hat, ist die Anzahl Betten pro Spital um 15% von 120 auf 137 gestiegen. Die Zahl der Beschäftigten, gemessen in Vollzeitäquivalenten (VZÄ) in den Spitälern, stieg zwischen 2000 und 2021 markant um 55% auf 177'882 (2020: 174'593) an. Bezogen auf den Personalbestand pro Spital

Abbildung 5: Nachtansicht des Spitals Limmattal



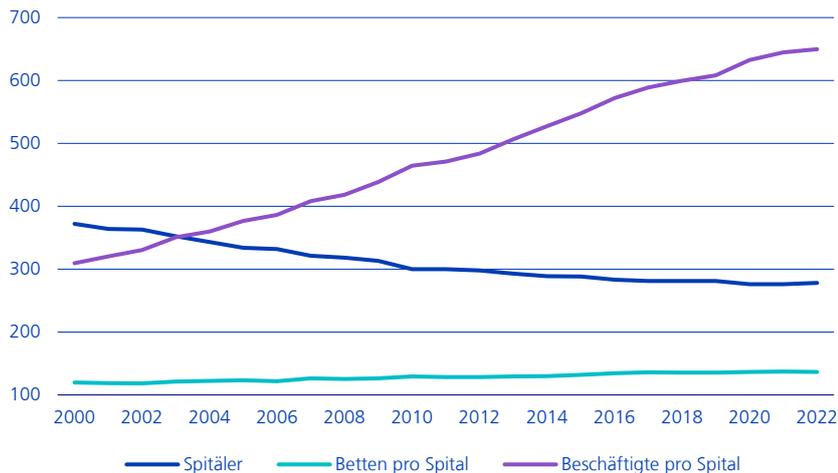
Quelle: Spitalverband Limmattal

Einerseits deutlicher Rückgang der Pflegetage

Andererseits deutliche Zunahme Beschäftigtenzahl pro Spital

entspricht dies einer starken Zunahme von 108%. Gründe dafür dürften einerseits insbesondere die starke Zunahme der ambulanten Behandlungen sein, andererseits aber auch die höhere Pflegeintensität aufgrund der kürzeren Aufenthaltsdauer der Patienten, die Reduktion der Arbeitszeit sowie der höhere administrative Aufwand für die Mitarbeitenden. Zwischen 2013 und 2021 (es liegen nur Zahlen für diesen Zeitraum vor) ist die Zahl der Beschäftigten in den Spitälern pro 1'000 ambulante Konsultationen von 9.4 auf 7.7 gesunken. Interessant wird sein, wie sich der Trend zur Digitalisierung auf den Personalbestand auswirkt.

Abbildung 6: Entwicklung Anzahl Spitäler sowie Betten und Beschäftigte pro Spital 2000 bis 2022



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BFS

3.3 Deutliche Unterschiede in der Spitaldichte zwischen den Kantonen

2022 standen in der Schweiz 4.3 Spitalbetten pro 1'000 Einwohner zur Verfügung, wobei zwischen den Kantonen grosse Unterschiede bestanden (Abbildung 7). Im Jahr 2022 waren es im Kanton Basel-Stadt 11.0 Betten pro 1'000 Einwohner, im Kanton Appenzell-Innerrhoden dagegen nur 1.0 Betten.

Spitalbetten pro 1'000 Einwohner:

Schweiz: 4.3

Basel-Stadt: 11.0

Appenzell-Innerrhoden: 1.0

Abbildung 7: Krankenhausbetten pro 1'000 Einwohner je Kanton im Jahr 2022*



*alle Arten von Spitälern und Kliniken

Quelle: BFS

3.4 Die Kantone sind für die Spitalplanung zuständig

Die Spitäler sind in einem komplexen regulatorischen Umfeld tätig. Neben dem Bundesgesetz über die Krankenversicherung (KVG) gibt es in der Schweiz 26 verschiedene Gesundheitsgesetze und kantonale Planungen. Jeder Kanton führt auf seiner Spitalliste diejenigen Spitäler auf, welche die stationäre Versorgung der Kantonsbevölkerung sicherstellen. Die so genannten Leistungsaufträge legen fest, welche medizinischen Leistungen ein Spital zulasten der obligatorischen Krankenpflegeversicherung (OKP) erbringen darf. Nur im Bereich der hochspezialisierten Medizin müssen die Kantone gemäss dem KVG eine gesamtschweizerische Planung beschliessen. Auch die Krankenkassenprämien sind von Kanton zu Kanton unterschiedlich und teilweise sogar noch in verschiedene Prämienregionen unterteilt. Erfreulich ist, dass die Spitalplanung nicht mehr in jedem Fall an den Kantongrenzen haltmacht. So haben die Kantone Waadt und Wallis mit dem Spital Riviera-Chablais eine interkantonale Einrichtung geschaffen, die die vier bisherigen Akutspitäler von Vevey, Montreux, Aigle und Monthey ersetzt. Ein weiteres Beispiel ist die Fusion der Kantonsspitäler Nidwalden und Luzern per Mitte 2021. Mittelfristig dürfte auch das Kantonsspital Obwalden folgen. Per 1. Januar 2023 hat die Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) das St. Galler Spital Walenstadt übernommen. Es gibt allerdings auch Gegenbeispiele. Eines davon ist die an der Urne gescheiterte Fusion des Kantonsspitals Baselland (KSBL) mit dem Universitätsspital Basel (USB). Im Februar 2020 unterzeichneten die Kantone Appenzell-Innerrhoden, Appenzell-Ausserrhoden, Glarus, Graubünden und St. Gallen eine Absichtserklärung, gemäss der sie bei der Planung der stationären Gesundheitsversorgung enger zusammenarbeiten wollen. Später kam noch der Kanton Thurgau dazu. Drei Jahre später waren die Pläne gescheitert. Die Kantone Glarus, Graubünden und Thurgau zogen sich wieder zurück. Zu stark waren die kantonalen Eigeninteressen. Heute gehen nur noch die Kantone Appenzell-Ausserrhoden, Appenzell-Innerrhoden und St. Gallen ihre Spitalplanung gemeinsam an.

Die Kantone tun sich schwer damit, bei der Spitalplanung zusammenzuarbeiten

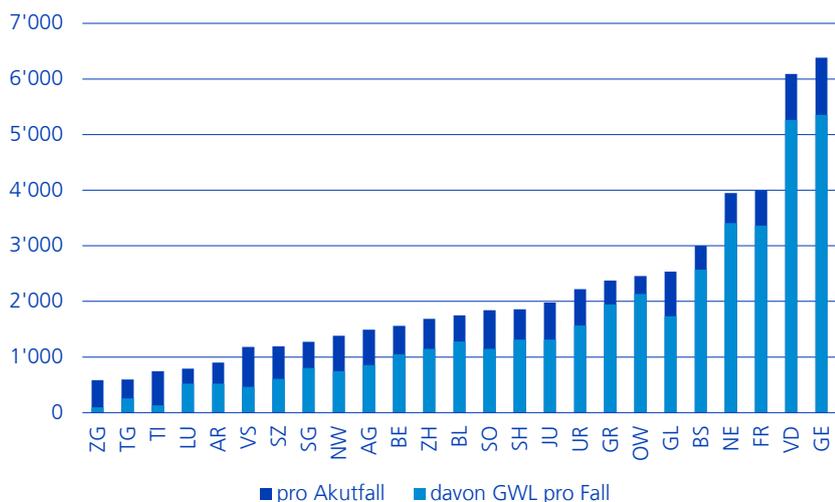
Anleger, die in Form von Eigen- oder Fremdkapital in Spitäler investieren, müssen sich darüber im Klaren sein, dass die Politik die «Spielregeln» für Spitäler jederzeit ändern kann und sich damit auch die finanziellen Grundlagen der Spitäler erheblich verändern können. Sowohl im regulatorischen Umfeld des Gesundheitswesens als auch bei den Tarifsystemen sind jederzeit Änderungen möglich, die zu Vor- oder Nachteilen für Investoren führen können.

Die von der Politik vorgegebenen Spielregeln können sich jederzeit ändern

3.4.1 Unterschiedliche Subventionierung der Spitäler je nach Kanton

Eine Studie der Universität Basel im Auftrag von «ospita - Die Schweizer Gesundheitsunternehmen» (Privatkliniken) zeigt, dass die Unterschiede zwischen den Gesamtsubventionen pro Akutfall nach Kanton beträchtlich sind (*Abbildung 8*). Auch wenn die Auftraggeberin mit dieser Studie möglicherweise eigene Interessen verfolgt, geben die Zahlen doch einen Hinweis darauf, dass der Markt durch Subventionen verzerrt ist und die Spitäler in den einzelnen Kantonen mit unterschiedlichen finanziellen Ausgangslagen umgehen müssen. Die Subventionen setzen sich gemäss dieser Studie primär aus gemeinwirtschaftlichen Leistungen und sekundär aus überhöhten Basisfallwerten sowie verdeckten Investitionsfinanzierungen zusammen. Je nach Höhe der Subventionen sind die Spitäler unterschiedlich stark dem Wettbewerbsdruck ausgesetzt. In der Westschweiz werden tendenziell höhere Subventionen ausgezahlt als in der Zentral- oder Ostschweiz.

Abbildung 8: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall nach Kanton für das Jahr 2021 (in CHF)*



*ohne Kanton Appenzell-Innerrhoden aufgrund der Spitalschliessung;

Quellen: Universität Basel/Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, ZKB

3.5 Bevorstehende Änderung in der Finanzierung der Spitalleistungen

3.5.1 Einheitliche Finanzierung ambulanter und stationärer Leistungen (Efas)

Die Spitalleistungen der obligatorischen Krankenpflegeversicherung werden heute unterschiedlich finanziert, je nachdem, ob sie ambulant oder stationär erbracht werden. Dies führt zu Fehlanreizen. So kann es heute für einen Krankenversicherer finanziell attraktiver sein, einen Eingriff stationär durchführen zu lassen als durch eine an sich kostengünstigere ambulante Behandlung, weil bei einer stationären Behandlung der Standortkanton 55% der Rechnung bezahlen muss. Bei einer ambulanten Behandlung hingegen müssen die Krankenkassen – abgesehen vom Selbstbehalt der Patienten – die gesamte Behandlung bezahlen. Nicht zuletzt deshalb weist die Schweiz im internationalen Vergleich einen sehr tiefen Anteil ambulanter Behandlungen auf. Am 22. Dezember 2023 hat das Parlament eine Änderung des KVG verabschiedet, die eine einheitliche Finanzierung der Leistungen vorsieht. Damit könnte eine der wichtigsten Reformen im Schweizer Gesundheitswesen seit Jahren in Gang kommen. Ab 2028 sollen ambulante und stationäre Leistungen nun einheitlich finanziert werden, ab 2032 auch die Pflegeleistungen. Die Kantone sollen einen Beitrag von 26.9% der Nettokosten (d.h. nach Abzug der Kostenbeteiligung) leisten. 73.1% der Nettokosten werden über Prämien finanziert. Damit steigt der finanzielle Anreiz für die Krankenkassen, Behandlungen vermehrt ambulant statt stationär durchzuführen.

Efas – die wichtigste Reform im Schweizer Gesundheitswesen seit Jahren

Der Schweizerische Verband des Personals der üblichen Dienste (VPOD) hat allerdings das Referendum gegen Efas ergriffen, weil die Reform gemäss dieser Gewerkschaft die Art der Finanzierung des Gesundheitswesens radikal verändern und die Verantwortung von den Kantonen auf die Krankenkassen übertragen würde. Zudem rechnet der VPOD mit einer weiteren Verschlechterung der Arbeitsbedingungen und der Pflegequalität. Über das Referendum wird am 24. November 2024 abgestimmt.

Referendum der Gewerkschaft VPOD

Der Spitalverband H+ steht hinter Efas. Für die Spitäler hat die Reform dennoch einen Haken. Mit der heutigen Tarifstruktur sind ambulante Behandlungen für die Spitäler weniger lukrativ als stationäre, weil der Kostendeckungsgrad tiefer ist. Wird Efas wie vorgeschlagen eingeführt, ergeben sich für die Spitäler zwei Varianten: Die für die Spitäler positive Variante ist, dass die Tarife so angepasst werden, dass ambulante Behandlungen mindestens zum gleichen Kostendeckungsgrad wie stationäre Behandlungen durchgeführt werden können. Bei dieser Variante hätten die Spitäler auch selbst einen finanziellen Anreiz, den Anteil der ambulanten Behandlungen zu erhöhen. Die für die Spitäler negative Variante ist, dass die Tarifstrukturen nicht angepasst werden. In diesem Fall hätten die Spitäler kein finanzielles Interesse an einer Verlagerung von Behandlungen in den ambulanten Bereich. Die Verlagerung müsste in diesem Fall von den Kantonen (oder den Krankenkassen) durch eine Erweiterung der Liste der zwingend ambulant durchzuführenden Eingriffe gefördert werden.

Der Kostendeckungsgrad für ambulante Behandlungen muss mindestens demjenigen für stationäre Behandlungen entsprechen, damit die Spitäler einen finanziellen Anreiz haben

3.5.2 Ablösung von Tarmed

Der Tarmed (hergeleitet aus «tarif médical») ist der heute gültige Tarif für ambulante ärztliche Leistungen in der Schweiz. Er ist seit 2004 in Kraft und umfasst mit über 4'500 Positionen praktisch alle ärztlichen und arztnahen Leistungen in der Arztpraxis und im ambulanten Spitalbereich. Jeder ärztlichen Leistung ist eine bestimmte Anzahl Taxpunkte zugeordnet. Die Anzahl Taxpunkte multipliziert mit den Taxpunktswerten, die im Gegensatz zu den Taxpunkten von Kanton zu Kanton unterschiedlich sind, ergibt den Preis für eine ärztliche Leistung. Tarmed wurde nie einer Totalrevision unterzogen und in den letzten Jahren auch nicht mehr aktualisiert.

Der 2004 eingeführte Tarmed wurde nie einer Totalrevision unterzogen und in den letzten Jahren auch nicht mehr aktualisiert

3.5.2.1 Der mühsame Weg zu einer neuen Lösung

Im Juli 2019 reichten die Verbindung der Schweizer Ärztinnen und Ärzte FMH und der Krankenkassenverband Curafutura (CSS Versicherung, Helsana, Sanitas und damals KPT) die neue ambulante Tarifstruktur Tardoc beim Bundesrat zur Genehmigung ein. Diese sollte das bisherige Tarifsysteem Tarmed ablösen. Eine neue Tarifstruktur muss die vom Bundesrat vorgegebenen Bedingungen erfüllen. Dazu gehört die Kostenneutralität. Der andere grosse Branchenverband der schweizerischen Krankenversicherer, Santésuisse, war mit den Vorschlägen zu Tardoc nicht einverstanden, da Tardoc seiner Meinung nach zu Mehrkosten führen würde. Seit der Einreichung wurde Tardoc dreimal ergänzt und entsprechend den Anforderungen des Bundesamtes für Gesundheit (BAG) im Juni 2020, im März 2021 und im Dezember 2021 nachgereicht. Im Juni 2022 beschloss der Bundesrat, die im Dezember 2021 eingereichte Version der Tarifstruktur für ambulante ärztliche Leistungen Tardoc nicht zu genehmigen. Er forderte die Tarifpartner erneut auf, die neue Tarifstruktur im Rahmen der künftigen nationalen Tariforganisation weiterzuentwickeln. Der Spitalverband H+ und Santésuisse haben ein System mit ambulanten Pauschalen ausgearbeitet. Mitte November 2022 wurde dann die gemeinsame «Organisation ambulante Arzttarife AG» (OAAAT AG) gegründet, an der die beiden Krankenkassenverbände beteiligt sind. Im Dezember 2023 wurden dem Bundesrat neue Genehmigungsgesuche für die Einzelleistungstarifstruktur Tardoc von der FMH und Curafutura sowie für die Pauschaltarifstruktur von H+ und Santésuisse eingereicht.

3.5.2.2 Tardoc und erste Pauschalen sollen Tarmed ab 2026 ablösen

Der Bundesrat hat Mitte Juni 2024 die neue Einzelleistungstarifstruktur Tardoc sowie erste ambulante Pauschalen teilgenehmigt und Vorgaben für die Einführung der beiden Tarife festgelegt. Die Pauschalen sollen dort zur Anwendung kommen, wo Behandlungen standardisiert ablaufen. Damit Tardoc und die ersten Pauschalen zum vorgesehenen Zeitpunkt gleichzeitig eingeführt werden können, müssen die Tarifpartner dem Bundesrat bis zum 1. November 2024 einen Umsetzungsvertrag vorlegen. Dieser wird unter der Federführung von der OAAT AG ausgearbeitet. Die beiden separat erarbeiteten Tarifstrukturen müssen – insbesondere im Hinblick auf die Kostenneutralität – besser aufeinander abgestimmt werden, um ungerechtfertigte Kostensteigerungen zu vermeiden. Anpassungen sind auch bei den Pauschalen vorzunehmen. Können sich die Tarifpartner nicht einigen, wird der Bundesrat die Koordinationsregeln festlegen, damit die beiden Strukturen in Kraft treten können.

Teilgenehmigung von Tardoc und ersten Pauschalen durch den Bundesrat

Für die einzelnen Spitäler hätte die Einführung eines neuen ambulanten Tarifs mit zwei unterschiedlichen Systemen organisatorische und finanzielle Konsequenzen. Da die Ablösung des Tarifsystems an sich kostenneutral erfolgen soll, ist davon auszugehen, dass es Gewinner und Verlierer geben wird. Die Reform dürfte vorübergehend zu einem erhöhten administrativen Aufwand führen. Das USZ hat in seinem Geschäftsbericht 2023 darauf hingewiesen, dass erste Simulationen darauf hindeuten, dass das neue Tarifsystem nicht zu einer finanziellen Verbesserung führen wird.

Das USZ erwartet aufgrund von Simulationen nicht, dass das neue Tarifsystem zu einer finanziellen Verbesserung führen wird

3.6 Grösste Schweizer Spitäler nach Pflegetagen

Tabelle 2 zeigt die 40 Schweizer Spitäler mit mehr als 80'000 Pflegetagen im Jahr 2022 sowie zusätzlich alle Spitäler mit ausstehenden Anleihen. Die grössten Spitäler sind die beiden Universitätsspitäler Genf und Lausanne. Die anderen drei Universitätsspitäler der Schweiz, Bern, Zürich und Basel, folgen an vierter, fünfter und achter Stelle. Das grösste Zentrumsspital ist das Ente Ospedaliero Cantonale im Tessin.

Tabelle 2: Die grössten Schweizer Spitäler und alle Spitäler mit ausstehenden Anleihen nach Pflegetagen 2022

Spital	Betriebstyp	Pflege tage 2021	Pflege tage 2022	Veränd. YoY	Anzahl Betten
Les Hôpitaux Universitaires de Genève (HUG) (GE)	Universitätsspital	562'899	580'339	3.1	1797
CHUV Centre Hospitalier Universitaire Vaudois (VD)	Universitätsspital	410'294	418'989	2.1	1308
EOC Ente Ospedaliero Cantonale (TI)	Zentrumsspital	268'171	290'707	8.4	1038
Insel Gruppe AG Bern (universitär) (BE)	Universitätsspital	269'050	260'797	-3.1	863
Universitätsspital Zürich (ZH)	Universitätsspital	257'147	252'049	-2.0	907
Hôpital du Valais – CHVR (VS)	Zentrumsspital	238'800	247'564	3.7	757
Luzerner Kantonsspital (LU)	Zentrumsspital	239'720	236'169	-1.5	749
Universitätsspital Basel (BS)	Universitätsspital	220'157	222'434	1.0	704
Solothurner Spitäler AG (SO)	Zentrumsspital	199'903	203'866	2.0	630
Kantonsspital St. Gallen (SG)	Zentrumsspital	195'758	185'595	-5.2	632
Psychiatrische Universitätsklinik Zürich (ZH)	Psychiatrische Klinik	175'903	178'064	1.2	537
Kantonsspital Baselland (BL)	Zentrumsspital	152'813	167'626	9.7	521
HFR – Hôpital fribourgeois (FR)	Zentrumsspital	160'176	164'865	2.9	591
Spital Thurgau AG (TG)	Zentrumsspital	141'468	146'873	3.8	519
Psychiatrische Dienste Aargau AG (AG)	Psychiatrische Klinik	136'987	141'278	3.1	489
Réseau hospitalier neuchâtelois RHNe (NE)	Zentrumsspital	128'826	138'666	7.6	415
Kantonsspital Aarau AG (AG)	Zentrumsspital	145'953	137'818	-5.6	494
Kantonsspital Winterthur (ZH)	Zentrumsspital	134'370	130'618	-2.8	368
Stadtspital Triemli (ZH)	Zentrumsspital	121'576	123'167	1.3	393
Kantonsspital Baden AG (AG)	Zentrumsspital	117'428	121'129	3.2	364
Hôpital Riviera-Chablais (VD, VS)	Zentrumsspital	111'685	118'789	6.4	364
Lindenhof AG (BE)	Zentrumsspital	113'471	110'838	-2.3	327
Universitäre psych. Dienste Bern (UPD) AG (BE)	Psychiatrische Klinik	107'872	110'705	2.6	150
Klinik Hirslanden, Zürich (ZH)	Zentrumsspital	106'363	107'431	1.0	329
Universitäre psychiatrische Kliniken Basel (BS)	Psychiatrische Klinik	106'246	106'120	-0.1	325
Luzerner Psychiatrie (LU)	Psychiatrische Klinik	101'780	104'101	2.3	316
Felix-Platter-Spital (BS)	Spezialklinik Geriatrie	89'852	97'376	8.4	303
PZM Psychiatriezentrum Münsingen AG (BE)	Psychiatrische Klinik	93'851	97'107	3.5	323
Insel Gruppe AG (nichtuniversitär, BE)	Zentrumsspital	96'846	96'572	-0.3	317
Kantonsspital Graubünden (GR)	Zentrumsspital	96'641	95'431	-1.3	298
Spital Wallis – Spitalzentrum Oberwallis (VS)	Zentrumsspital	87'180	92'419	6.0	274
Klinik Barmelweid AG (AG)	Rehabilitationszentrum	88'409	91'657	3.7	269
Spital Thurgau AG Psych. Klinik Münsterlingen (TG)	Psychiatrische Klinik	87'735	89'932	2.5	264
EHC Ensemble hospitalier de la Côte (VD)	Zentrumsspital	85'817	88'021	2.6	272
Etablissements Hospitaliers du Nord Vaudois (VD)	Zentrumsspital	80'910	86'912	7.4	287
Clienia Littenheid AG Klinik (TG)	Psychiatrische Klinik	84'585	85'157	0.7	253
Integrierte Psychiatrie Winterthur (ZH)	Psychiatrische Klinik	81'804	83'121	1.6	242
Klinik Valens (SG)	Rehabilitationszentrum	82'748	82'930	0.2	246
Hôpital du Jura (JU)	Grundversorgung	75'905	82'226	8.3	257
Clienia Schlössli AG (ZH)	Psychiatrische Klinik	81'336	81'767	0.5	235
Spital Emmental AG (BE)	Zentrumsspital	69'094	71'637	3.7	197
Kinderspital Zürich	Pädiatrie	58'068	60'692	4.5	197
Spital Limmattal	Zentrumsspital	54'134	56'520	4.4	180
See-Spital	Zentrumsspital	44'048	43'078	-2.2	177
Spital Männedorf	Zentrumsspital	41'049	42'730	4.1	137
GZO Spital Wetzikon	Zentrumsspital	41'999	42'046	0.1	129

FETT = Spitäler mit ausstehenden Anleihen bzw. Gruppenteil eines Spitals mit ausstehender Anleihe

Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAG

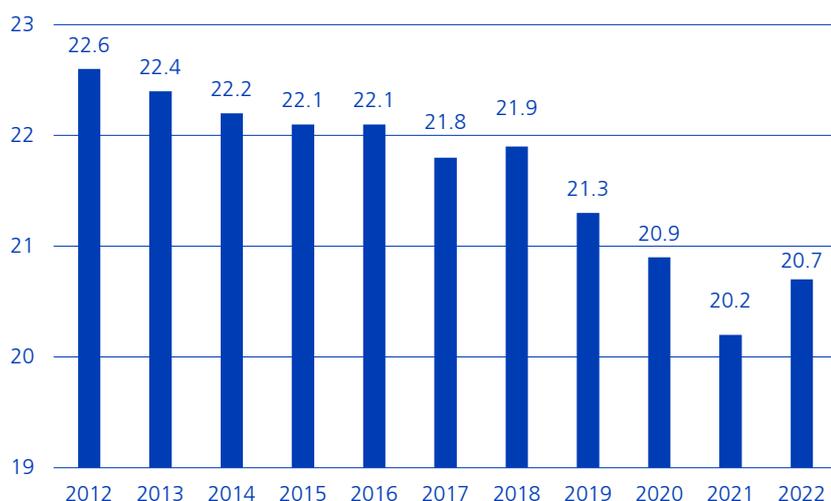
3.7 Anteil der halbprivat und privat versicherten Patienten unter Druck

Ob ein Spital einen Gewinn ausweisen kann oder einen Verlust rapportieren muss, hängt oft von der Anzahl halbprivat oder privat versicherter Patienten ab. Dabei haben die Spitäler unterschiedliche Ausgangslagen. Liegt ein Spital in einer wohlhabenden Region, ist der Anteil der halbprivat oder privat versicherten Patienten fast zwangsläufig höher als in einer Region mit tieferem Durchschnittseinkommen. Für die Gesamtheit der Schweizer Spitäler sank der Anteil der halbprivat oder privat versicherten Patienten zwischen 2012 und 2022 gemäss den vom BAG publizierten Werten von 22.6% auf 20.7%. Wie aus *Abbildung 9* ersichtlich ist, hat sich dieser Anteil gegenüber 2021 um 50 Bp verbessert. Allerdings dürfte es sich dabei um einen Ausreisser aus dem kontinuierlichen Abwärtstrend handeln. Diese für die Rentabilität der Spitäler ungünstige Entwicklung dürfte sich fortsetzen – in erster Linie wegen der steigenden Krankenkassenprämien, aber auch, weil das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Zusatzversicherungen auch in den Medien zunehmend in Frage gestellt wird. Zudem werden heute auch grundversicherte Patienten vermehrt in Ein- oder Zweibettzimmern untergebracht, womit ein Vorteil der Zusatzversicherten verloren geht.

Der Anteil der halbprivat oder privat versicherten Patienten in den Schweizer Spitälern ist im langjährigen Trend rückläufig. Im Jahr 2022 war eine Abweichung von diesem Trend zu beobachten

Angesichts der Bedeutung der halbprivat und privat versicherten Patienten für die Rentabilität eines Spitals ist es nicht verwunderlich, dass die Spitäler, auch die öffentlichen Spitäler, zunehmend versuchen, den schrumpfenden Anteil der zusatzversicherten Patienten als Kunden zu gewinnen, indem sie verstärkt auf eine luxuriöse Ausstattung der Patientenzimmer und eine exklusive Küche setzen. Dies führt zumindest tendenziell zu einem Wettrüsten, das wiederum zu höheren Prämien für halbprivat und privat versicherte Patienten bzw. zu höheren Tarifen für Selbstzahler, vor allem aus dem Ausland, führt. Die höheren Prämien könnten wiederum zu einem Rückgang der Anzahl zusatzversicherter Patienten führen. Im ungünstigsten Fall führen der Wettbewerb um die privat versicherten Patienten und die damit verbundenen Mehrkosten dazu, dass auch die halbprivat und privat versicherten Patienten für die Spitäler insgesamt finanziell weniger lukrativ werden.

Abbildung 9: Anteil der halbprivat und privat versicherten stationären Patienten (%)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAG

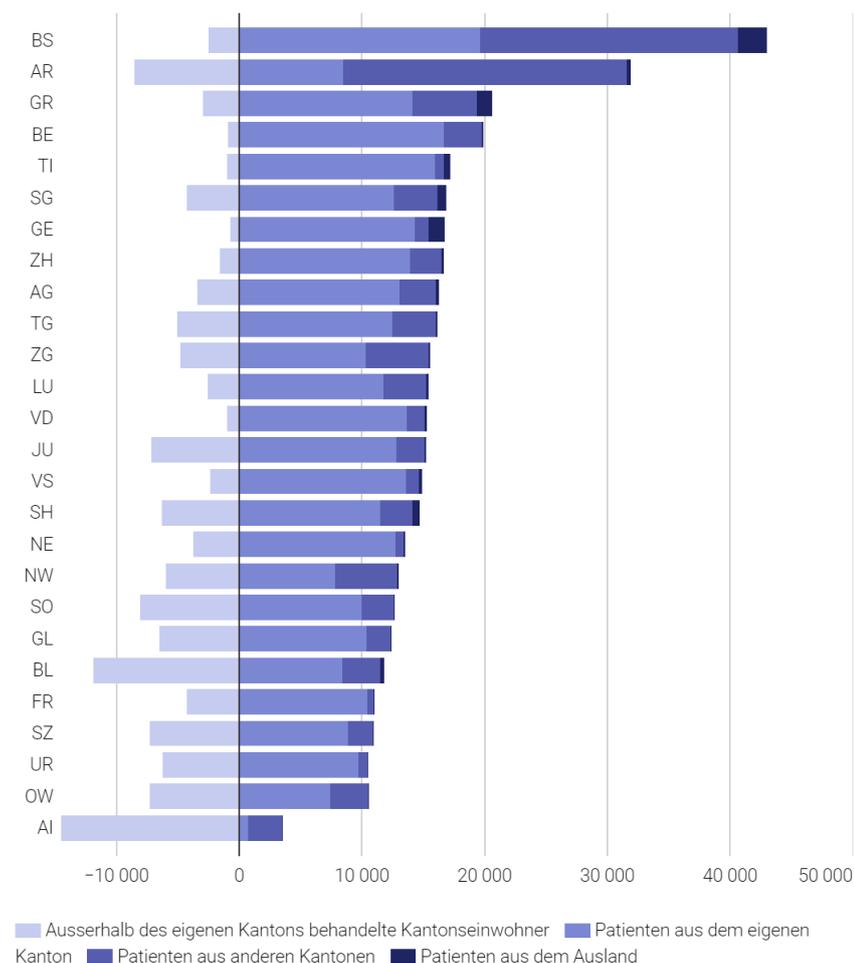
3.8 Anteile der stationären Patienten mit ausserkantonalem bzw. ausländischem Wohnsitz

Der Anteil der stationären Patienten mit Wohnsitz im Ausland ist zwischen 2012 und 2022 von 2.8% auf 2.6% leicht zurückgegangen. Im Jahr 2022 lag der Wert mit 2.6% wieder auf dem Niveau der Jahre 2015 bis 2019, als der Anteil stabil 2.5% bis 2.6% betrug. In den Jahren 2020 und 2021 betrug der Anteil aufgrund der Coronapandemie zwischenzeitlich 2.2% bzw. 2.3%.

Potenzial, den Anteil der ausserkantonalen stationären Patienten von heute 19.4% deutlich zu steigern

Der Anteil der ausserkantonalen stationären Patienten ist von 14.9% im Jahr 2012 auf 19.4% im Jahr 2022 angestiegen. Seit 2012 haben die Patienten theoretisch die freie Spitalwahl in der ganzen Schweiz. Bei einer Behandlung in einem anderen Kanton haben die Patienten seither Anspruch auf die gleiche Kostenübernahme wie bei einer vergleichbaren Behandlung in ihrem Wohnkanton. Zu diesem Zweck definieren die Kantone sogenannte Referenztarife. Eine 2019 vom BAG veröffentlichte Evaluation der KVG-Revision hat gezeigt, dass einige Kantone unattraktive Referenztarife festlegen, die sich am tiefsten Tarif eines Spitals auf der kantonalen Liste orientieren. Diese Praxis schränkt die Spitalwahl ein und erhöht die Wahrscheinlichkeit von Mehrkosten bei einem ausserkantonalen Spitalaufenthalt. Angesichts der vielerorts sehr kurzen Distanzen zu einem ausserkantonalen Spital besteht ein Potenzial, den Anteil der stationären ausserkantonalen Patienten deutlich zu erhöhen. Wie *Abbildung 10* aufzeigt, weisen heute vor allem die beiden Halbkantone Basel-Stadt und Appenzell-Ausserrhoden, die von einem Zustrom aus Basel-Landschaft bzw. Appenzell-Innerrhoden profitieren, den mit Abstand höchsten Anteil an ausserkantonalen Patienten auf.

Abbildung 10: Hospitalisierungsrate nach Kanton pro 100'000 Einwohner im Jahr 2021



Quelle: BFS

4 Spitäler und Finanzen

4.1 Spitäler mit allgemein tiefer Rentabilität

Von der zunehmenden wirtschaftlichen Bedeutung des Gesundheitswesens können die Spitäler finanziell nur sehr begrenzt profitieren. Die Entwicklung der Patientenzahlen zeigt allein schon aus demografischen Gründen einen positiven Trend. Allerdings kämpft die Branche mit niedrigen und sinkenden Margen. Der politische Druck auf die Leistungserbringer ist angesichts stetig steigender Krankenkassenprämien hoch. Fallkostenpauschalen und ambulante Tarife stehen auch deshalb unter Druck. Der Trend zur Verlagerung von stationären zu ambulanten Behandlungen macht den Spitälern finanziell zusätzlich zu schaffen. Nach Angaben des Verbands Zürcher Krankenhäuser lag der Kostendeckungsgrad der Spitäler im Kanton Zürich im Jahr 2022 in der Grundversicherung im stationären Bereich bei 92%, im ambulanten Bereich sogar nur bei 84%. Viele Spitäler haben in den letzten Jahren von der Substanz gelebt. Wie hoch die EBITDA(R)-Marge sein muss, um eine nachhaltige Wirtschaftlichkeit zu gewährleisten, hängt u.a. vom Zustand der Infrastruktur ab. Die am häufigsten genannte notwendige EBITDA(R)-Marge für ein Spital liegt bei 10%. Dies ist beispielsweise auch die Marge, die einzelne Kantone wie u.a. Aargau, Luzern, St. Gallen oder Zürich in ihrer Eignerstrategie ihren Kantonsspitalern als finanzielles Ziel vorgegeben haben. Eine EBITDA(R)-Marge von 10% dürfte sogar eher knapp bemessen sein, um die Abschreibungen, Amortisationen und Zinskosten für die teilweise teuren Investitionen tragen zu können. Für private Spitäler ist die notwendige EBITDA(R)-Marge in der Regel etwas höher als für öffentliche Krankenhäuser, da Steuerkosten anfallen und die Zinskosten in der Regel höher sind.

Nach Angaben des Verbands Zürcher Krankenhäuser lag der Kostendeckungsgrad der Spitäler im Kanton Zürich im Jahr 2022 in der Grundversicherung im stationären Bereich bei 92%, im ambulanten Bereich sogar nur bei 84%

4.2 Weitere Verschlechterung der EBITDAR-Marge

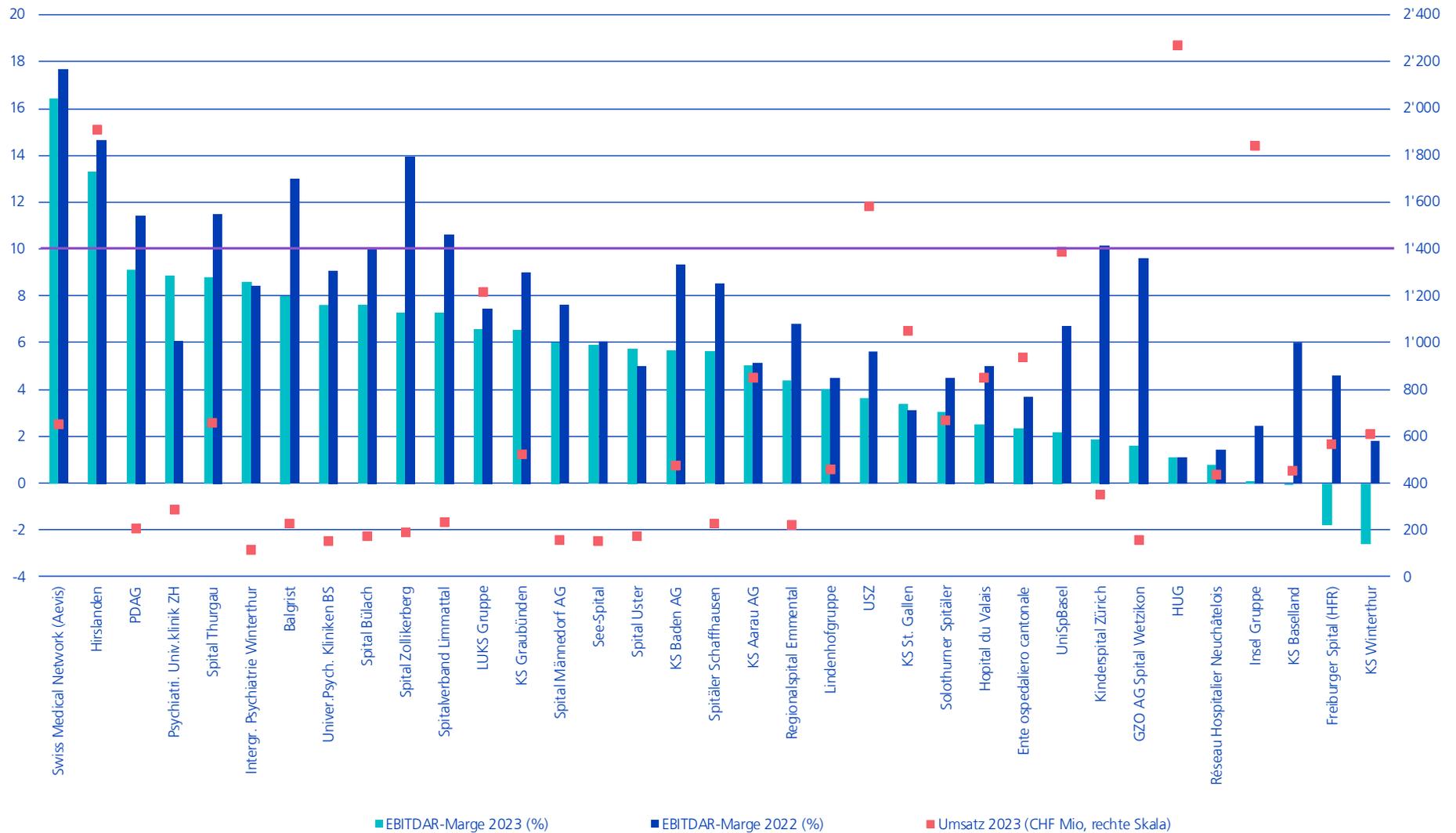
Im Jahr 2023 hat sich die finanzielle Situation der Schweizer Spitäler nochmals deutlich verschlechtert. Wie aus *Abbildung 11* ersichtlich ist, konnten von den 35 analysierten Spitälern lediglich die vier Betriebe Psychiatrische Universitätsklinik Zürich (PUK), Integrierte Psychiatrie Winterthur, Spital Uster und Kantonsspital St. Gallen ihre EBITDAR-Marge gegenüber dem Vorjahr steigern. Im Vorjahr hatten immerhin noch zehn Spitäler ihre Marge verbessert. Die durchschnittliche EBITDAR-Marge dieser 35 Spitäler ist von 7.5% im Vorjahr auf 5.0% im Jahr 2023 gesunken. Damit wurde sogar das Coronajahr 2020 mit einer Marge von 6.0% unterschritten. Im Jahr 2019 hatte die durchschnittliche EBITDAR-Marge noch bei 8.9% gelegen. Die höchste EBITDAR-Marge haben auch 2023 die beiden Privatspitalgruppen Swiss Medical Network (Aevis) mit 16.5% und Hirslanden mit 13.3% erzielt, gefolgt von den Psychiatrischen Kliniken Zürich (9.1%) und Aargau (8.8%). Damit entfernen sich die Spitäler weiter von der für eine nachhaltige Infrastrukturfinanzierung notwendigen Mindest-EBITDA(R)-Marge von 10%. Während im Jahr 2022 noch neun der 35 Spitäler die Marke von 10% erreichten, waren es 2023 nur noch die beiden Privatspitalgruppen. Mit dem Freiburger Spital und dem Kantonsspital Winterthur wiesen 2023 sogar zwei Spitäler eine negative EBITDAR-Marge aus. Gegenüber der entsprechenden Übersicht in der letztjährigen Branchenstudie zu den Spitälern («Fokus Fixed Income» vom 17. August 2023) haben wir das Bethesda Spital, das vom Universitätsspital Basel übernommen wurde, durch die Hôpitaux Universitaires Genève (HUG) ersetzt, für die uns allerdings erst ab 2022 Daten vorliegen. Aufgrund dieser Änderung hat sich die durchschnittliche EBITDAR-Marge 2022 um 10 Bp von 7.6% auf 7.5% korrigiert.

Lediglich zwei der 35 von uns untersuchten Spitäler erreichten 2023 eine EBITDAR-Marge von mindestens 10%

Beim Vergleich der Kennzahlen der Spitäler ist wie jedes Jahr zu beachten, dass die Spitäler unterschiedliche Ausgangssituationen haben. Neben dem unterschiedlichen unternehmerischen Handlungsspielraum, der ihnen von der Politik eingeräumt wird, und der Art und Weise, wie den einzelnen Spitätern die Immobilien von der jeweiligen Gebietskörperschaft übertragen wurden bzw. wie sie von dieser mit Eigenkapital ausgestattet wurden, sind auch die Abgeltungen für die gemeinwirtschaftlichen Leistungen von Kanton zu Kanton sehr unterschiedlich.

Spitäler sind mit unterschiedlichen Ausgangssituationen konfrontiert

Abbildung 11: Ausgewählte Spitäler – EBITDAR-Margen 2022 und 2023 sowie Umsatz 2023



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

4.3 Gründe für die Verschärfung der Finanzprobleme der Spitäler

Kurz gesagt sind die finanziellen Probleme der Schweizer Spitäler auf ungenügende Tarifierungen und steigende Kosten zurückzuführen.

4.3.1 Tarifierungen nur unzureichend möglich

Anfang 2012 wurde die Umstellung auf die neue Spitalfinanzierung vollzogen. Die Finanzierung der grundversicherten stationären Leistungen wird seither zu mindestens 55% vom Kanton und zu maximal 45% von den Krankenversicherungen übernommen. Die Patienten haben die freie Wahl unter den Listenspitalern. Mit der Einführung von Fallpauschalen (DRG, Diagnosis-Related Groups) werden nicht mehr die Kosten einzelner Fälle vergütet, sondern für Fallgruppen festgelegte Beträge. Wichtigstes Kriterium für die Gruppenzuordnung durch die SwissDRG AG ist die Hauptdiagnose beim Spitalaustritt. Die so ausgestaltete Spitalfinanzierung soll zum gesamtschweizerischen Leistungswettbewerb unter den Spitälern und zur notwendigen Effizienzsteigerung im schweizerischen Gesundheitswesen beitragen.

Die aktuellen Kostensteigerungen setzen die Spitäler besonders unter Druck, da sie nicht – wie in anderen Branchen – einfach durch höhere Preise bzw. im Falle der Spitäler durch höhere Tarife kompensiert werden können. Die Spitäler sind an die geltenden Tarife gebunden. Teuerungsbedingte Kostensteigerungen werden erst mit Verzögerung und nur zum Teil in den Tarifen berücksichtigt. Höhere Tarife müssen zuerst mit den Versicherern ausgehandelt werden. Für die Genehmigung bzw. die Festsetzung der stationären Tarife und der Taxpunktwerte für die ambulanten Tarife sind die Kantone zuständig. Sind die Spitäler oder die Krankenversicherer mit den von den Kantonen festgelegten Tarifen nicht einverstanden, können sie beim Bundesverwaltungsgericht Beschwerde einreichen. Eine allfällige Differenz zwischen den provisorischen und den definitiv festgesetzten Tarifen ist von den Tarifpartnern auszugleichen.

Der politische Druck auf die Leistungserbringer bleibt angesichts der stetig steigenden Krankenkassenprämien hoch. Es wird daher nicht einfach sein, die Tarife zu erhöhen, da dies wiederum zu höheren Krankenkassenprämien führen würde. Es kann aber nicht im Interesse der Politik sein, dass die Spitäler im grösseren Umfang in finanzielle Schwierigkeiten geraten.

Erklärung: Listenspitäler

Jeder Kanton erstellt eine kantonale Spitalliste, die inner- und ausserkantonale Spitäler enthalten kann. Sie soll die Abdeckung des Bedarfs an medizinischen Leistungen für Kantonseinwohner gewährleisten. Bei einer stationären Behandlung auf der allgemeinen Abteilung eines Listenspitals im Wohnkanton des Patienten werden die Kosten im Rahmen des Leistungsauftrags dieses Listenspitals vollumfänglich von der obligatorischen Krankenpflegeversicherung (OKP) übernommen. Diese Spitäler und Kliniken erhalten vom Kanton einen Leistungsauftrag, der den Leistungsumfang festlegt. Darin ist festgelegt, welche medizinischen Leistungen erbracht werden dürfen und welche Pflichten und Anforderungen erfüllt werden müssen.

Seit der Einführung der neuen Spitalfinanzierung am 1. Januar 2012 werden ausserkantonale Spitalaufenthalte von der Grundversicherung und vom Wohnkanton vollständig übernommen, wenn das Spital auf einer Spitalliste aufgeführt ist und die Kosten (Fallpauschale) nicht höher sind als im Wohnkanton. Ist die Fallpauschale höher als im Wohnkanton, gehen die Mehrkosten zulasten des Patienten oder seiner Zusatzversicherung. Die Grundversicherung übernimmt auch Behandlungen, die im Wohnkanton nicht durchgeführt werden können (z.B. Transplantationen) oder bei denen es sich um Notfälle handelt.

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Krankenkassen, Comparis

4.3.2 Höhere Personalkosten

Ein wesentlicher Grund für die weitere Verschlechterung der finanziellen Situation der Spitäler ist der Anstieg der Personal- und Sachkosten. Ausgelöst wurde dieser Anstieg durch die allgemeine Teuerung und den Fachkräftemangel. Dieser hat sich durch die Coronapandemie, die demografische Entwicklung und die veränderten Anforderungen an das Arbeitsumfeld weiter verschärft. Auch die vielen Medienberichte über den Fachkräftemangel in den Spitälern mit den entsprechenden negativen Begleiterscheinungen dürften einen selbstverstärkenden Effekt haben. Die Spitäler sehen sich daher gezwungen, die Löhne zu erhöhen und/oder für die Mitarbeitenden attraktivere Arbeitszeitmodelle einzuführen, um genügend Personal halten bzw. rekrutieren zu können. Offene Stellen müssen mit Temporärpersonal besetzt werden, was die Personalkosten zusätzlich erhöht. Verschiedene Spitäler mussten aufgrund des Personalmanagements vor allem im Jahr 2022 zumindest vorübergehend sogar Bettenreduktionen vornehmen, was die Rentabilität zusätzlich belastete. Auch die Umsetzung der im November 2021 von Volk und Ständen angenommenen Initiative «Für eine starke Pflege (Pflegeinitiative)» wird nicht zum Nulltarif zu haben sein und den Spitälern zusätzliche Kosten verursachen. Positiv zu vermerken ist, dass verschiedene Spitäler in jüngster Zeit von einer leichten Verbesserung beim Fachkräftemangel berichten.

4.3.3 Andere länger andauernde Trends

Die Teuerung erhöht zudem das Risiko von Kostenüberschreitungen bei den im Bau befindlichen Spitalprojekten. Zudem verteuern das zumindest vorübergehend gestiegene Zinsniveau und tendenziell höhere Spreads die Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten.

Hinzu kommen seit längerem anhaltende Trends, die sich finanziell belastend auswirken. Die politisch gewollte Verlagerung von stationär zu ambulant bringt dem Gesundheitswesen insgesamt Einsparungen, belastet aber die Spitäler finanziell, weil die ambulanten Tarife im Vergleich zu den stationären noch weniger kostendeckend sind. Lukrativ für die Spitäler sind die halbprivat und privat versicherten Patientinnen und Patienten. Deren Anteil ist jedoch seit einiger Zeit rückläufig. Viele Schweizer Spitäler stehen zudem vor der Herausforderung, mit der Einführung von elektronischen Patientendossiers, Telemedizin und anderen digitalen Lösungen die Effizienz und Qualität der Versorgung zu verbessern. Auch dies belastet kurzfristig die operativen Margen.

Das Problem der bisher schon zu knappen Tarife sowohl im stationären als auch insbesondere im ambulanten Bereich hat sich durch die Kostensteigerungen weiter verschärft. Hinzu kommen teilweise ungenügende Abgeltungen für Vorhalteleistungen und der Rückgang des Anteils der finanziell lukrativen halbprivat und privat Versicherten. Auch deshalb hat sich der Wettbewerb um die zusatzversicherten Patienten verschärft. Überdies werden die Tarife im Bereich der Krankenzusatzversicherungen auf Druck der Finanzmarktaufsicht (Finma) und des Preisüberwachers von einigen Versicherern infrage gestellt.

4.4 Zunehmende ausserordentliche finanzielle Unterstützung durch die öffentliche Hand

Spätestens seit der Ankündigung der Kantonsspital Aarau AG (KSA AG) im November 2022, dass sie beim Regierungsrat des Kantons Aargau ein Gesuch um finanzielle Unterstützung in Höhe von CHF 240 Mio einreichen musste, ist die angespannte bzw.

Erklärung: Tarifsysteem SwissDRG

Beim Fallpauschalensystem SwissDRG wird jeder Spitalaufenthalt anhand von bestimmten Kriterien wie Hauptdiagnose, Nebendiagnose und Behandlung einer Fallgruppe zugeordnet und mit einem Kostengewicht versehen. Daraus resultiert der Schweregrad. Die Abgeltung der Spitäler für die Krankheitsbehandlung eines Patienten erfolgt durch die Krankenkassen und den Wohnsitzkanton des Patienten. Der Betrag, der für einen bestimmten Fall vergütet wird, berechnet sich durch Multiplikation des Kostengewichts der DRG, das dem betreffenden Fall zugeordnet ist, mit der Baserate. Die Baserate wird durch die Tarifpartner (Versicherer und Leistungserbringer) festgelegt. Das Fallpauschalensystem steht unter Aufsicht der SwissDRG AG, die verantwortlich für die Festlegung der stationären Tarifstrukturen ist. Nach Genehmigung durch den Bundesrat handeln anschliessend die Tarifpartner, Spitäler und Versicherer die kantonalen Tarifverträge aus und definieren die Höhe des Basispreises. Die kantonalen Tarifverträge bedürfen der Genehmigung durch die Kantone.

Quellen: ZKB, Krankenkassen, Comparis, Verband Zürcher Krankenhäuser

ungenügende finanzielle Situation der Schweizer Spitäler ein breit diskutiertes Thema in den Medien. Die Gesuche des Kispil und der GZO AG um finanzielle Unterstützung durch den Kanton Zürich und vor allem der ablehnende Entscheid im Fall der GZO AG haben diese Berichterstattung befeuert.

Die KSA AG, die GZO AG und das Kispil sind nicht die einzigen Spitäler, die in jüngster Zeit den Staat um finanzielle Unterstützung ersuchen mussten. So haben die Stimmberechtigten des Kantons St. Gallen am Juni 2023 drei kantonale Vorlagen angenommen. Dank dieser Zustimmung erhielten das Spital Linth in Uznach und die Spitalregion Rheintal Werdenberg Sarganserland je eine Kapitaleinlage von rund CHF 40 Mio zur Erhöhung des Eigenkapitals sowie das Spital Grabs ein Darlehen von CHF 100 Mio für den Ausbau des Spitals. Im Frühling 2024 haben alle zehn Aktionärgemeinden des Spitals Uster einer Kapitalerhöhung von CHF 33 Mio zugestimmt. In den kleineren Gemeinden erfolgte die Zustimmung an den Gemeindeversammlungen, in den vier grössten Aktionärgemeinden lag die Zustimmung an der Urne zwischen 78% und 88%. Auch die Stimmbevölkerung des Kantons Freiburg hat im Juni 2024 einer finanziellen Unterstützung des Freiburger Spitals in Form einer Bürgschaft von CHF 105 Mio und eines zinslosen Darlehens von CHF 70 Mio zugestimmt. In den Kantonen Basel-Stadt und Bern haben die Parlamente diesen Frühling Vorlagen zur finanziellen Unterstützung von Spitälern gutgeheissen. Im Kanton Basel-Stadt betrifft dies das Universitätsspital Basel, das ein zinsgünstiges Darlehen von CHF 300 Mio erhält. Im Kanton Bern hat das Parlament einen Rettungsschirm von CHF 100 Mio für Darlehen oder Bürgschaften an Spitäler in finanziellen Schwierigkeiten bewilligt.

4.5 Die Frage ist nur: Höhere Krankenkassenprämien oder höhere Steuern?

Die Spitäler haben ein finanzielles Problem. Darüber sind sich inzwischen alle Beobachter einig. In begrenztem Umfang können die Spitäler ihre finanzielle Situation durch Effizienzsteigerungen oder Kooperationen verbessern. Auch bauliche Erneuerungen oder Investitionen in die Digitalisierung können dazu beitragen. Das Hauptproblem bleibt aber bestehen: Die Tarife sind zu tief, um eine genügend hohe operative Marge zu erwirtschaften.

Es ist legitim und liegt im – zumindest kurzfristigen – Eigeninteresse der Krankenkassen, sich gegen höhere Tarife zu wehren. Die Politik ihrerseits scheut sich mehrheitlich, den Wählern reinen Wein einzuschenken und dem Volk noch höhere Krankenkassenprämien zu erklären. Das wäre nötig, wenn die Spitaltarife so angehoben würden, dass die Mehrheit der Spitäler wieder eine genügend hohe operative Marge erzielen könnte, was entsprechende Auswirkungen auf die Krankenkassenprämien hätte. Seit der KVG-Revision per Anfang 2012 sollten die Spitäler sich selbst finanzieren, was nicht mehr der Fall ist, wenn die Kantone einzelne Spitäler finanziell unterstützen.

Leistet die öffentliche Hand hingegen ausserordentliche Finanzhilfen an die Spitäler, belastet dies nicht die Krankenkassen bzw. die Prämienzahler, sondern die Staatskasse und damit die Steuerzahler. Der gleiche Effekt tritt ein, wenn einzelne Kantone ihren Spitälern grosszügige gemeinwirtschaftliche Leistungen oder Subventionen zukommen lassen, um deren finanzielle Situation zu verbessern. Je nach politischer Ausrichtung ist diese Verschiebung von den Krankenkassen zu den Steuerzahlern nicht unerwünscht, da die Belastung nicht pro Kopf, sondern entsprechend der Steuerpro-

Finanzierung über Krankenkassen oder Steuern – Priorität auch eine Frage der politischen Ausrichtung

gression erfolgt. Die Kosten des schweizerischen Gesundheitswesens werden dadurch aber nicht gesenkt. Ein weiteres Problem der Subventionierung durch Steuergelder ist die damit verbundene Wettbewerbsverzerrung. Und wenn das Spitalwesen durch den Staat finanziert wird, marginalisieren sich letztlich längerfristig auch die Krankenkassen selbst.

5 Spitäler am CHF-Kapitalmarkt

5.1 Anzahl Spitäler am CHF-Kapitalmarkt stagniert, aber Volumen steigt

2013 gab der Spitalverband Limmattal (SV Limmattal) den Startschuss und emittierte als erstes öffentliches Spital in der Schweiz eine öffentliche Anleihe am CHF-Kapitalmarkt. Seither kamen elf weitere öffentliche Spitäler dazu. Die PDAG AG hat ihre Anleihe inzwischen wieder zurückbezahlt und keine Anleihen mehr ausstehen. Die verbleibenden elf Betreiber haben zurzeit öffentliche Anleihen von insgesamt CHF 3.0 Mrd ausstehen. Hinzu kommen die ausstehenden Anleihen des Kispì von CHF 300 Mio, des See-Spitals von CHF 100 Mio, der Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) von CHF 130 Mio und der Insel Gruppe von CHF 660 Mio. Diese vier Emittenten sind privatrechtliche Stiftungen und somit nicht im Besitz der öffentlichen Hand. Trotzdem betrachten wir sie als staatsnahe Schuldner. Der Grund für das Aufleben der Schuldnergruppe «öffentliche Spitäler» am CHF-Kapitalmarkt ist die Teilrevision des KVG, die per 1. Januar 2012 zu neuen Bestimmungen in der Spitalfinanzierung führte. Die Verantwortung für die Finanzierung der Spitalinfrastruktur liegt seither bei den Spitälern und nicht mehr bei den Kantonen und Gemeinden. An der SIX Swiss Exchange sind zudem zwei Anleihen des privaten Spitalbetreibers Hirslanden im Gesamtbetrag von CHF 105 Mio kotiert. Zwei weitere private Spitalbetreiber, die Aevìs Victoria und die La Tour Holding, haben ihre Anleihen zurückbezahlt. Die drei privaten Spitalbetreiber hatten 2017 noch Anleihen im Umfang von CHF 907 Mio ausstehend, wovon allein CHF 590 Mio auf die Aevìs Victoria entfielen.

Das Spitalsegment verfügt damit, wie *Abbildung 12* zeigt, über ein ausstehendes Anleihenvolumen von CHF 4.3 Mrd, was einem Anteil von 0.8% am Inlandsegment des CHF-Kapitalmarkts entspricht.

Auffallend ist, dass von den öffentlichen Spitälern, die Anleihen am CHF-Kapitalmarkt ausstehen haben, keines aus der Westschweiz stammt. Dies dürfte auch mit einem unterschiedlichen Staatsverständnis zusammenhängen. In der Westschweiz ist die Verantwortung für die Spitalfinanzierung bisher weniger stark von der Gebietskörperschaft getrennt als in Teilen der Deutschschweiz.

16 Spitäler haben derzeit ausstehende Anleihen im Gesamtvolumen von CHF 4.3 Mrd

Rechtsform der Spitäler am CHF-Kapitalmarkt:

Aktiengesellschaften:

- GZO AG Spital Wetzikon
- Hirslanden
- Kantonsspital Aarau
- Kantonsspital Baden
- Luzerner Kantonsspital Gruppe
- Spital Emmental
- Spital Männedorf

Selbständig öffentlich-rechtliche Anstalten:

- Kantonsspital Baselland
- Kantonsspital St. Gallen
- Kantonsspital Winterthur
- UniversitätsSpital Zürich

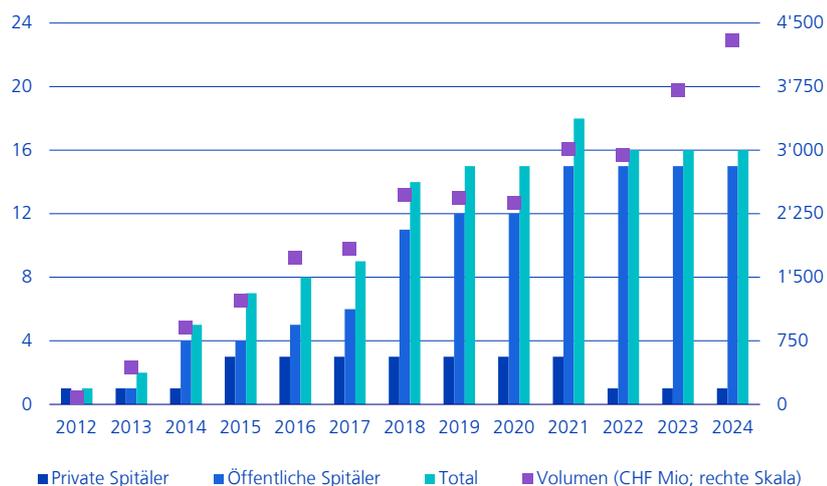
Stiftungen:

- Kantonsspital Graubünden
- Kinderspital Zürich
- Insel Gruppe
- See-Spital

Zweckverband:

- Spitalverband Limmattal

Abbildung 12: Anzahl Spitalemittenten mit Gesamtvolumen am CHF-Kapitalmarkt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg

5.2 Bisher drei Emissionen von Spitälern im laufenden Jahr

Die letzte Debütanleihe am CHF-Kapitalmarkt erfolgte 2022 mit dem KSBL. Seither stagniert die Anzahl der Spitäler mit ausstehenden Anleihen. Gestiegen ist hingegen das ausstehende Volumen der Spitalanleihen. 2023 betrug die Zunahme YoY CHF 760 Mio oder 26%. Im laufenden Jahr sind bisher weitere CHF 590 Mio hinzugekommen, CHF 300 Mio vom UniversitätsSpital Zürich, CHF 140 Mio von der KSA AG und CHF 150 Mio von der LUKS-Gruppe. Mit dem «Fall GZO AG» ist das Marktumfeld für Neuemissionen schwieriger geworden, wobei die Beispiele KSA AG, LUKS-Gruppe und UniversitätsSpital Zürich zeigen, dass der Markt für Neuemissionen aus dem Spitalsektor mit etwas höheren Spreads weiterhin offen ist. Die Anleihen wurden emittiert, nachdem der Regierungsrat des Kantons Zürich entschieden hatte, dass die GZO AG keine finanzielle Unterstützung durch den Kanton Zürich erhalten würde.

6 Analyse der Finanzkennzahlen der 15 von uns abgedeckten Spitäler

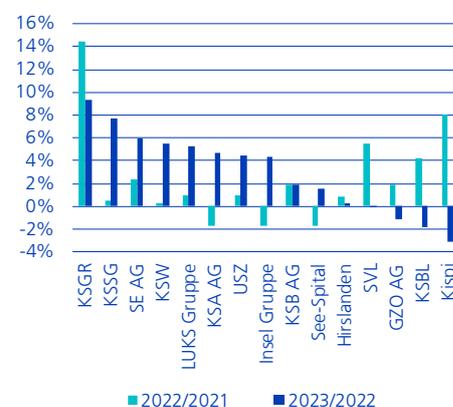
In den folgenden Abschnitten werden die Finanzkennzahlen der 15 von uns abgedeckten Spitäler analysiert. Die allgemeinen Aussagen bzw. Durchschnittswerte beziehen sich jeweils auf diese 15 Spitäler. Schätzungen für die kommenden Jahre sind naturgemäss mit Unsicherheit behaftet. Für die GZO AG haben wir teilweise auf die Schätzung der Kennzahlen verzichtet, da insbesondere eine Schätzung der zukünftigen Kapitalstruktur aufgrund der aktuellen Unsicherheit schwierig bzw. nicht sinnvoll ist. Im Vergleich zu den in der letztjährigen Spitalstudie ausgewiesenen Werten ist zu beachten, dass in diesem Jahr die Abdeckung der Insel Gruppe hinzugekommen ist.

Wir sind uns bewusst, dass die Spitäler unterschiedliche Voraussetzungen haben, was den ihnen von der Politik eingeräumten unternehmerischen Handlungsspielraum, die Höhe der Abgeltung gemeinwirtschaftlicher Leistungen, die Art und Weise der Übertragung der Immobilien an die einzelnen Spitäler durch die Gebietskörperschaft oder die Ausstattung mit Eigenkapital durch die Gebietskörperschaft betrifft. Die Existenzberechtigung der Spitäler beruht nicht wie bei Unternehmen vieler anderer Branchen in erster Linie auf wirtschaftlichem Erfolg, sondern auf der bedarfsgerechten medizinischen Versorgung einer bestimmten Region. Keines der öffentlichen Krankenhäuser strebt eine Gewinnmaximierung an. Dennoch ist zu berücksichtigen, dass die Spitalversorgung insgesamt finanzierbar sein muss und ein intaktes Gesundheitssystem auf finanziell gesunde Spitäler angewiesen ist. Dazu gehört auch, dass die Spitäler ihre Investitionen selbst finanzieren können.

6.1 Wieder höheres Umsatzwachstum

Kumuliert wiesen die 15 Spitäler 2023 ein Umsatzwachstum von 3.6% aus und lagen damit über der Wachstumsrate des Vorjahrs von 1.2%. Mit Ausnahme der Spitäler Kispi, KSBL, GZO AG und SVL verzeichneten die übrigen elf Spitäler ein Umsatzwachstum. Temporäre Bettenschliessungen aufgrund des Fachkräftemangels belasteten die Umsatzentwicklung deutlich weniger stark als im Vorjahr. Wie aus *Abbildung 13* hervorgeht, konnte die KSGR mit einer Steigerung des Betriebsertrages von 9.4% wie bereits im Vorjahr das höchste Umsatzwachstum erzielen. In beiden Jahren wurde das Umsatzwachstum durch Akquisitionen positiv beeinflusst. Im Jahr 2022 war es die Klinik Gut, im Jahr 2023 das Spital Walenstadt. Auch beim KSSG und der SE AG, die mit 7.7% bzw. 5.9% die nächsthöhere Umsatzsteigerung aufweisen, ist ein wesentlicher Teil des Wachstums auf eine Akquisition zurückzuführen, bei der KSSG war es die Geriatriische Klinik St. Gallen und bei der SE AG die Gastroenterologie im SE.

Abbildung 13: Umsatzentwicklung 2022 vs. 2021 und 2023 vs. 2022



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.2 Nur das KSSG konnte 2023 die EBITDAR-Marge steigern

Im Jahr 2021 war die durchschnittliche EBITDAR-Marge der 15 Spitäler mit 8.3% zwar ebenfalls ungenügend, zeigte aber insgesamt ein deutlich erfreulicheres Bild als zwei Jahre später. Mit Ausnahme des KSBL konnten im Jahr 2021 alle Spitäler eine Verbesserung der EBITDAR-Marge ausweisen, und mit der GZO AG, Hirslanden, der KSB AG und dem SVL übertrafen immerhin noch vier Spitäler die 10%-Marke. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in den Jahren 2020 bis 2022 der Vergleich der EBITDAR-Margen zwischen den einzelnen Spitälern durch die unterschiedliche Abgeltungspolitik der Coronaaufwendungen zusätzlich erschwert wurde. Zwei Jahre später, 2023, hatte sich die durchschnittliche EBITDAR-Marge, wie in *Tabelle 3* ersichtlich, auf 4.2% halbiert, und nur noch Hirslanden lag über der 10%-Marke. Einzig das KSSG konnte die Marge leicht um 30 Bp auf 3.4% verbessern. Mit dem KSBL und dem KSW wiesen

Durchschnittliche EBITDAR-Marge halbierte sich 2023 gegenüber 2021

zwei Spitäler sogar eine negative EBITDAR-Marge aus. Die grössten Margeneinbussen verzeichneten die GZO AG (800 Bp auf 1.6%) und das Kispi (820 Bp auf 1.9%).

Ohne substantielle Anpassungen auf der Tarifseite wird es den Spitälern in den nächsten Jahren kaum möglich sein, die EBITDAR-Margen deutlich zu verbessern. Wir gehen jedoch davon aus, dass vereinzelte Tarifierpassungen und vor allem die eingeleiteten Kostensenkungsmassnahmen zu einer leichten Verbesserung der Margensituation führen sollten. Die finanzielle Situation wird sich dadurch aber nur unwesentlich entspannen.

2024 leichte Verbesserung der EBITDAR-Marge möglich

Tabelle 3: EBITDAR-Marge 2018–2025E (%)

EBITDAR-Marge	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
GZO AG	8.7	11.2	8.5	10.3	9.6	1.6	1.7	5.2
Hirslanden	18.4	17.0	15.2	15.6	14.7	13.3	13.1	13.4
Insel Gruppe	6.5	7.5	5.9	7.3	2.5	0.1	3.1	5.5
KSA AG	5.9	6.4	0.5	8.3	5.1	5.0	5.2	5.8
KSB AG	10.7	10.9	5.7	10.1	9.3	5.7	5.5	5.5
KSBL	8.0	5.5	8.0	4.2	6.0	0.0	2.3	4.9
KSGR	10.6	11.2	4.4	8.0	9.0	6.6	7.9	8.5
KSSG	6.7	5.9	3.6	5.0	3.1	3.4	5.8	6.4
KSW	10.8	10.9	6.6	7.9	1.8	-2.6	2.0	4.8
Kispi	10.2	12.2	1.9	5.2	10.1	1.9	2.0	5.5
LUKS-Gruppe	7.5	6.2	1.2	9.8	7.4	6.6	6.7	7.6
SE AG	4.9	7.0	6.5	8.3	6.8	4.4	5.7	6.0
See-Spital	9.4	9.5	7.1	7.4	6.1	5.9	6.6	6.9
SVL	4.3	9.5	11.3	11.3	10.6	7.3	9.1	9.4
USZ	8.6	7.7	3.7	5.9	5.6	3.6	4.1	4.9
Durchschnitt	8.7	9.2	6.0	8.3	7.2	4.2	5.4	6.7

Quelle: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.2.1 Anstieg der Personalaufwandsquote

Die Entwicklung der Personalaufwandsquote wurde durch die allgemeine Teuerung und den Fachkräftemangel mit der dafür notwendigen Rekrutierung von teurerem Temporärpersonal negativ beeinflusst. Die Personalaufwandsquote der 15 Spitäler hat sich im Durchschnitt 2023 um 210 Bp gegenüber dem Vorjahr auf 63.9% erhöhet, was somit der Hauptgrund für die um 300 Bp tiefere EBITDAR-Marge ist. Wie in *Abbildung 14* ersichtlich, verzeichneten das Kispi mit 740 Bp, die GZO AG mit 570 Bp und das KSW mit 470 Bp die grössten Steigerungen, während die Insel Gruppe mit 10 Bp als einzige einen Rückgang verzeichnete und die Personalaufwandsquote der LUKS Gruppe mit 61.3% unverändert blieb.

Die Personalkosten sind der grösste Kostenblock der Spitäler

Abbildung 14: Personalaufwandsquote 2021–2023 (%)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.3 Hoher kumulierter Reinverlust

Auf der Ebene des Reingewinns haben im GJ 2023 nur noch drei der 15 von uns abgedeckten Spitäler einen Gewinn erwirtschaftet. Im Vorjahr waren es noch sechs und im GJ 2021 sogar zehn gewesen. Insgesamt weisen die 15 Spitäler 2023 einen Verlust von CHF 356 Mio aus, das sind CHF 100 Mio mehr als im Vorjahr, obwohl Hirslanden, das Spital mit dem höchsten Reinverlust im Jahr 2022 (CHF 121 Mio), diesen aufgrund tieferer a.o. Wertberichtigungen halbieren konnte. Nur die KSB AG, die KSGR und die LUKS-Gruppe wiesen einen kleinen Reingewinn aus. Den höchsten Reinverlust wies die Insel Gruppe mit CHF 112 Mio aus. Die höheren Abschreibungen aufgrund der regen Bautätigkeit dürften den kumulierten Reingewinn der Spitäler in den nächsten Jahren belasten. Um die Finanzen der Spitäler auf eine nachhaltige Basis zu stellen, wird es jedoch notwendig sein, die Höhe der Verluste insgesamt deutlich zu reduzieren.

Die Anzahl der Spitäler mit einem Reingewinn hat sich weiter auf drei halbiert

6.4 Starker Anstieg der Investitionen im Jahr 2023

Ein gemeinsames Merkmal der 15 vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank abgedeckten Spitäler ist, dass die am CHF-Kapitalmarkt aufgenommenen finanziellen Mittel hauptsächlich für die Modernisierung der baulichen Infrastruktur verwendet werden. Dabei handelt es sich um beträchtliche Summen. Hinzu kommen vermehrt Investitionen in die Digitalisierung, insbesondere in Klinikinformationssysteme.

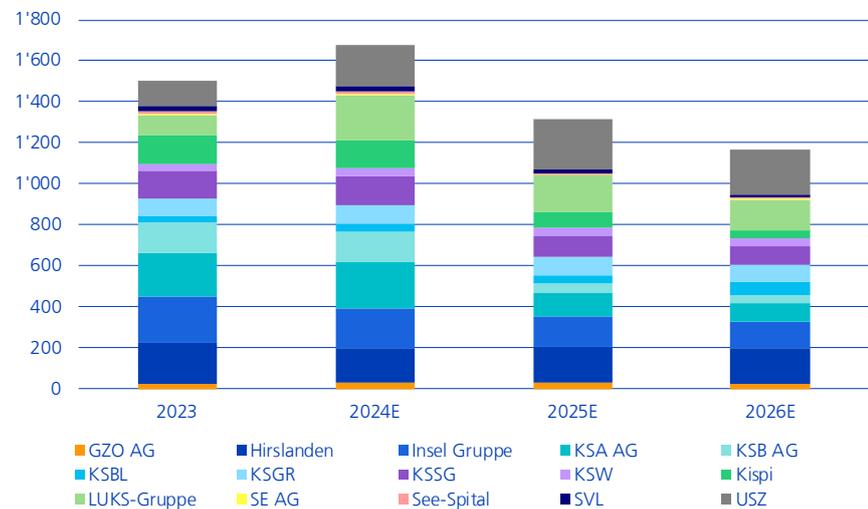
Kumulierte Investitionssumme der 15 Spitäler:

2021	CHF 1'225 Mio
2022	CHF 1'271 Mio
2023	CHF 1'503 Mio
2024E	CHF 1'677 Mio
2025E	CHF 1'313 Mio
2026E	CHF 1'167 Mio

Im Jahr 2023 stieg die kumulierte Investitionssumme der 15 Spitäler von CHF 1.3 Mrd auf CHF 1.5 Mrd. Damit hat sich der stetige Anstieg der letzten Jahre akzentuiert. 2019 betrug die entsprechende Summe noch CHF 968 Mio. Den höchsten Betrag investierte 2023 die Insel Gruppe mit CHF 229 Mio. Dies entspricht allerdings einem Rückgang von CHF 29 Mio gegenüber dem Vorjahr. Den grössten Anstieg verzeichnete die KSA AG, die 2023 mit CHF 212 Mio CHF 97 Mio mehr investierte als 2022. Für das Jahr 2024 rechnen wir mit einem weiteren Anstieg des Investitionsvolumens um CHF 174 Mio auf CHF 1.7 Mrd. Ab dem Jahr 2025 gehen wir wieder von einem tieferen kumulierten Investitionsvolumen aus, da dann einige grössere Bauprojekte zu Ende gehen bzw. abgeschlossen sein sollten. Dazu gehört auch das Bauprojekt der KSA AG, die nach unserer Schätzung im Jahr 2024 mit CHF 230 Mio die höchste Investition aller 15 Spitäler tätigen dürfte. Mittelfristig dürften das USZ, gefolgt von

der LUKS-Gruppe und Hirslanden, die grössten Beträge investieren. *Abbildung 15* veranschaulicht die Höhe der getätigten Investitionen für das Jahr 2023 bzw. die erwarteten Investitionen für die Jahre 2024 bis 2026, aufgeteilt nach Spitälern. Die Erfahrung der letzten Jahre zeigt, dass sich die Investitionen tendenziell etwas verzögern. Im Jahr 2023 ist unsere kumulierte Schätzung aus dem Vorjahr jedoch ziemlich genau eingetroffen.

Abbildung 15: Investitionsvolumen 2023–2026E nach Spitälern (CHF Mio)



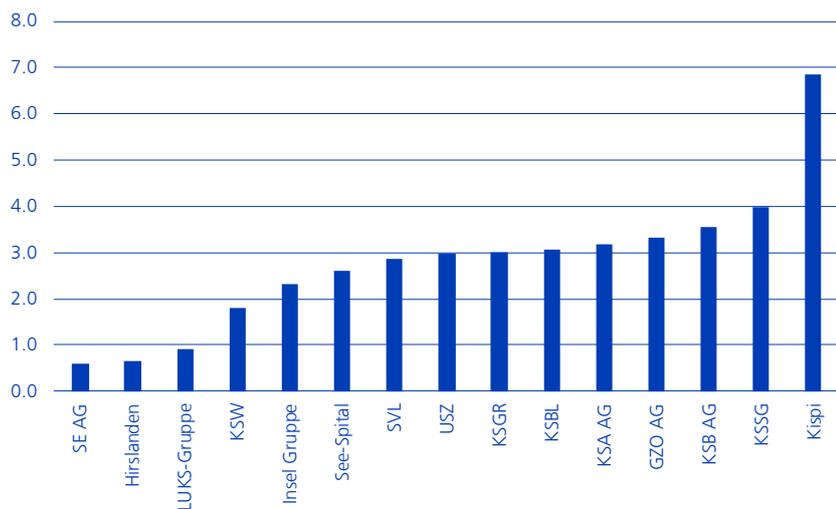
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

Das Investitionsvolumen der Spitäler ist eindrücklich, wenn, wie in *Abbildung 16* dargestellt, die Investitionen der Periode 2019 bis 2023 ins Verhältnis zum gesamten in dieser Periode erwirtschafteten operativen Cashflow gesetzt werden.

Generell hohes Investitionsvolumen im Verhältnis zum erwirtschafteten operativen Cashflow mit einem Spitzenwert beim Kispi

Nur die SE AG, Hirslanden und die LUKS-Gruppe haben über die letzten fünf Jahre einen operativen Cashflow erwirtschaftet, der die Investitionen deckt. Am anderen Ende der Skala liegt das Kispi, bei dem die Investitionen den erwirtschafteten operativen Cashflow um das 6.8-Fache überstiegen. Bei mehr als der Hälfte der Spitäler lag die entsprechende Kennzahl bei 3.0x oder höher, was zu einem entsprechenden Anstieg der Verschuldung führte. Problematisch ist ein hohes Verhältnis von Investitionen zu operativem Cashflow insbesondere dann, wenn der grösste Teil der Investitionen noch aussteht, wie dies beispielsweise beim USZ und beim KSBL der Fall ist. Aufgrund des erwarteten hohen Investitionsvolumens, insbesondere auch im GJ 2024, wird die Kennzahl bei den meisten Spitälern weiter ansteigen. Sie liefert auch einen wertvollen Hinweis darauf, wie lange es dauern könnte, bis die Spitäler die durch die getätigten Investitionen erhöhte Verschuldung wieder abgebaut haben. Sind die kumulierten Investitionen über einen Zeitraum von fünf Jahren viermal so hoch wie die in diesem Zeitraum erwirtschafteten kumulierten operativen Cashflows, so würde es bei konstanten operativen Cashflows theoretisch 20 Jahre dauern, bis die so aufgelaufene Verschuldung getilgt wäre, unter der Annahme, dass keine weiteren Investitionen mehr getätigt würden und die operativen Cashflows unverändert blieben. Ersteres ist eine unrealistische Annahme, da einerseits in verschiedenen Spitälern noch erhebliche Investitionen in Neubau- und Digitalisierungsprojekte anstehen und in allen Spitälern weiterhin Erhaltungsinvestitionen anfallen werden. Andererseits ist zu berücksichtigen, dass die operativen Cashflows durch Umsatzwachstum und Effizienzsteigerungen höher ausfallen dürften.

Abbildung 16: Kumuliertes Investitionsvolumen im Verhältnis zum kumulierten operativen Cashflow 2019–2023 (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.5 Negative Free Cashflows

Aufgrund der hohen Investitionsvolumen ist klar, dass die Free Cashflows insgesamt stark negativ sind. Im Zeitraum 2022–2026E dürften nur die SE AG und der SVL einen positiven Free Cashflow erwirtschaften. Für alle anderen Krankenhäuser erwarten wir zum Teil stark negative Free Cashflows, wie in *Abbildung 17* dargestellt. Der Free Cashflow in diesem Zeitraum hängt stark davon ab, in welcher Phase des Neubauprojektes sich die einzelnen Spitäler befinden.

Stark negativer Free Cashflow der Spitäler

Abbildung 17: Kumulierter Free Cashflow 2022–2026E (CHF Mio)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.6 Nettoverschuldung

Abbildung 18 zeigt die erwartete Entwicklung der Nettoverschuldung der einzelnen Spitäler in der Periode 2023–2026E. 33% der gesamten absoluten Nettoverschuldung 2023 der 15 Spitäler entfallen auf Hirslanden. Die höchste Nettoverschuldung im Verhältnis zum Umsatz 2023 weist das Kispì mit 118% auf, gefolgt vom SVL mit 108%, Hirslanden mit 106% und der GZO AG mit 105%. Eine tiefere Nettoverschuldung 2026E im Vergleich zum Stand zu Ende 2023 erwarten wir nur für die drei Regionalspitäler SE AG, See-Spital und SVL.

Negative Free Cashflows führen zu höherer Nettoverschuldung

Abbildung 18: Entwicklung nicht adj. Nettoverschuldung 2022–2025E (CHF Mio)

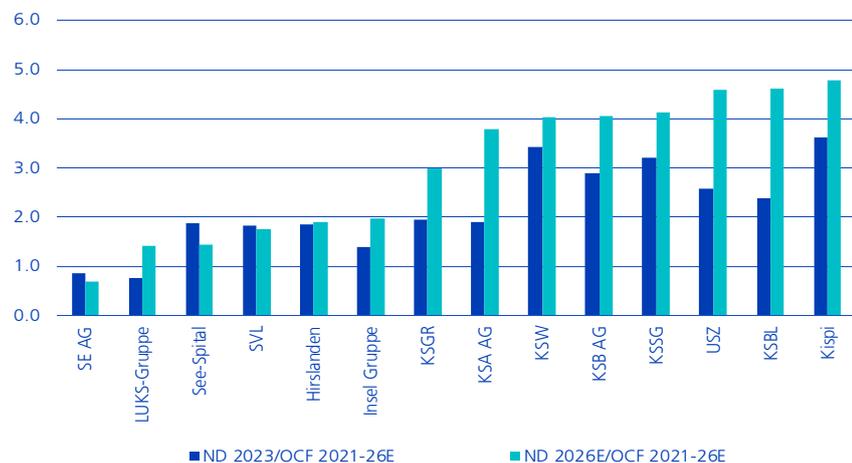


Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

Entscheidender als die absolute Höhe der Nettoverschuldung oder die Nettoverschuldung im Verhältnis zum Umsatz ist die Nettoverschuldung im Verhältnis zum generierten operativen Cashflow. *Abbildung 19* zeigt das Verhältnis der geschätzten Nettoverschuldung in den Jahren 2023 und 2026E zum erwarteten kumulierten generierten operativen Cashflow der sechs Jahre von 2021 bis 2026E. Im Vorjahr wies die GZO AG den höchsten Wert auf. Dies wäre ceteris paribus auch aktuell wieder mit grossem Abstand der Fall, allerdings dürfte die GZO AG nur mit einer veränderten Kapitalstruktur weiterbestehen können. Aus diesem Grund haben wir die GZO AG in *Abbildung 19* nicht aufgeführt. Von den aufgeführten Spitälern weisen das Krispi mit 4.8x sowie das KSBL und das USZ mit je 4.6x die höchsten Verhältnisse bezogen auf die Nettoverschuldung 2026E auf. Ein Verhältnis von 4.5x bedeutet unter der theoretischen Annahme eines konstanten operativen Cashflows und ohne Neuinvestitionen, dass es 27 Jahre dauern würde, bis diese Nettoverschuldung abgebaut werden könnte. Ein Verhältnis gemessen an der Nettoverschuldung 2026E von unter 1.5x weisen die SE AG mit 0.7x sowie die LUKS-Gruppe und das See-Spital mit je 1.5x auf. Während insbesondere bei der LUKS-Gruppe auch in den Jahren nach 2026 mit einem grösseren Investitionsvolumen zu rechnen ist, sind bei der SE AG und dem See-Spital nach 2026 keine grösseren Investitionen zu erwarten, sodass es realistisch ist, dass die Nettoverschuldung mittelfristig zumindest grösstenteils abgebaut werden kann.

Der Abbau der Nettoverschuldung würde mit den heute erwirtschafteten operativen Cashflows sehr lange dauern

Abbildung 19: Verhältnis adj. Nettoverschuldung 2023 und 2026E zur Summe des operativen Cashflows 2021–2026E (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.7 Sehr hohe Verschuldungsgrade

Im Kennzahlenvergleich mit vielen anderen Branchen fällt der sehr hohe Verschuldungsgrad der Spitäler auf. Im Jahr 2022 lag die durchschnittliche adj. Ratio Net Debt/EBITDA der 15 Spitäler bei 8.9x. Im Jahr 2023 stiegen die Werte bei allen Spitälern mit Ausnahme von Hirslanden und der KSA AG, die beide von Kapitaleinlagen ihrer Eigentümer profitierten, zum Teil sehr deutlich an. Die Berechnung eines Durchschnittswerts 2023 ist nicht sinnvoll, da mit dem KSBL und dem KSW zwei Spitäler einen negativen EBITDAR auswiesen. Für 2024E erwarten wir einen durchschnittlichen Verschuldungsgrad von 15.6x, obwohl die GZO AG mit einem der höchsten Verschuldungsgrade nicht in die Berechnung eingeflossen ist.

Die hohen Verschuldungsgrade werden durch die langfristigen Nutzungsdauern eines Grossteils der Investitionsobjekte etwas relativiert

Die hohen Verschuldungsgrade sind einerseits auf den tiefen EBITDA und andererseits auf die beträchtliche Nettoverschuldung aufgrund der hohen Investitionen in die Infrastruktur zurückzuführen. Da es sich dabei zumeist um langfristige Investitionen in Gebäude handelt, ist die absolute Höhe der Verschuldung an sich nicht problematisch bzw. etwas zu relativieren. Bei medizintechnischen Anlagen oder Geräten ist die Amortisationszeit deutlich kürzer. Problematisch wird es, wenn sich abzeichnet, dass der erwirtschaftete Free Cashflow nicht ausreicht, um die Verschuldung über die Nutzungsdauer der Anlageklasse zu tilgen. Ist der EBITDA bereits (zu) tief, dann wird es zusätzlich schwierig, einen genügend hohen Free Cashflow zu generieren, da auch nach Abschluss eines grossen Bauprojekts Investitionen anfallen und das Nettoumlaufvermögen mit steigendem Umsatz tendenziell zunimmt. Dies erhöht das Risiko von Wertberichtigungen auf den Sachanlagen, wie sie Hirslanden, die KSA AG und das Kispi in jüngster Zeit vorgenommen haben. *Tabelle 4* zeigt die adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA der 15 Spitäler für die Jahre 2021 bis 2026E. Bei einem Vergleich ist zu berücksichtigen, dass sich die Spitäler hinsichtlich der Neubauten in sehr unterschiedlichen Phasen befinden, d.h. von der Planung bis zur realisierten Inbetriebnahme der Neubauten. Zudem werden die EBITDA der Spitäler in einzelnen Jahren durch a.o. Kosten beeinflusst, wie z.B. erhöhte Aufwendungen für den Umzug in ein neu erstelltes Spitalgebäude.

Tabelle 4: Adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA 2021–2026E (x)

Net Debt/EBITDA adj.	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
GZO AG	6.8	8.8	66.9	n.m.	n.m.	n.m.
Hirslanden	9.2	9.6	8.1	8.0	7.9	7.9
Insel Gruppe	1.5	9.3	467.0	13.6	8.2	6.1
KSA AG	5.8	10.1	8.7	12.4	12.5	15.0
KSB AG	5.8	7.9	15.9	20.8	21.8	14.2
KSBL	4.5	3.4	n.m.	14.6	8.0	7.9
KSGR	6.7	6.1	9.3	8.7	9.0	14.4
KSSG	8.3	14.9	16.3	10.6	10.0	8.3
KSW	3.2	18.4	n.m.	21.4	8.7	6.4
Kispi	18.2	9.0	66.3	63.8	28.8	17.6
LUKS-Gruppe	2.8	3.2	4.3	5.6	6.0	6.4
SE AG	5.4	5.6	7.1	5.1	4.4	3.4
See-Spital	6.1	9.9	11.4	10.5	8.5	5.7
SV Limmattal	10.4	10.7	14.8	11.3	10.4	9.5
USZ	5.3	6.2	11.3	11.6	11.9	12.6
Durchschnitt	6.7	8.9	n.m.	15.6	11.2	9.7

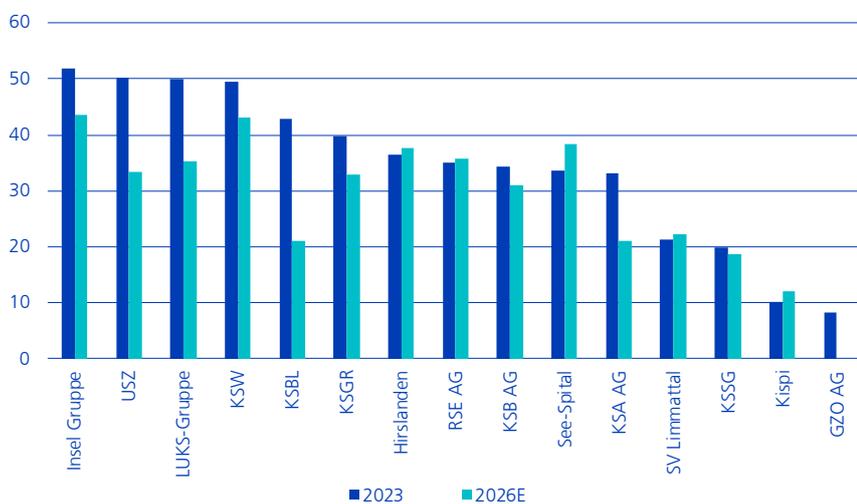
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.8 Stark unterschiedliche Eigenkapitalquoten

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der von uns abgedeckten Spitäler ist zwischen 2019 und 2023 von 46% auf 34% gesunken. Bis 2026E erwarten wir einen weiteren Rückgang auf 28%. Hauptverantwortlich für diese Entwicklung sind zum einen die getätigten bzw. geplanten Fremdkapitalaufnahmen und zum anderen die zum Teil erwarteten Reinverluste. Wie *Abbildung 20* veranschaulicht, sind die Eigenkapitalquoten der einzelnen Spitäler sehr unterschiedlich und lagen 2023 zwischen 52% (Insel Gruppe) und 8.2% (GZO AG). Bei der GZO AG ist die Eigenkapitalquote zwar nochmals von 11.9% auf 8.2% gesunken, allerdings lag sie beispielsweise bereits fünf Jahre zuvor mit 12% auf einem sehr tiefen Niveau, was zeigt, dass die EK-Quote schon vor längerer Zeit durch eine Kapitalerhöhung der Eigentümer hätte gestärkt werden müssen. Auch beim Kispì ist die Eigenkapitalquote mit 10% sehr tief. Hier könnte die Talsohle erreicht sein. Dies hängt aber auch davon ab, wie hoch die Spendeneinnahmen insbesondere kurzfristig sein werden. In den Jahren 2024 und allenfalls 2025 profitiert das Kispì von einer Subventionszahlung des Kantons. Mit dem Bezug des neuen Spitalgebäudes ist eine deutliche Verbesserung der operativen Marge zwingend, damit wieder ein Reingewinn erwirtschaftet und damit auch die Eigenkapitalquote verbessert werden kann. Eine starke Erhöhung der Eigenkapitalquote 2023 gegenüber dem Vorjahr von 21% auf 36% ist bei Hirslanden durch die Umwandlung eines konzerninternen Darlehens in Eigenkapital zu verzeichnen. Auch bei der KSA AG stieg die Eigenkapitalquote leicht von 31% auf 33%, ebenfalls dank einer Einlage des Eigentümers in Höhe von CHF 240 Mio, obwohl gleichzeitig eine Wertberichtigung in gleicher Höhe vorgenommen wurde. Für das USZ, die LUKS-Gruppe, das KSBL und die KSA AG erwarten wir in den nächsten Jahren einen starken Rückgang der Eigenkapitalquote, was mit der zu erwartenden zusätzlichen Fremdfinanzierung aufgrund der Bautätigkeit zusammenhängt.

Die Eigenkapitalquote 2023 liegt zwischen 8.2% bei der GZO AG und 52% bei der Insel Gruppe

Abbildung 20: Eigenkapitalquote 2023 und 2026E (%)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

6.9 Zinsdeckungsgrad gewinnt wieder etwas an Aussagekraft

Die Spitäler haben in den letzten Jahren vom teilweise sehr tiefen Zinsniveau profitiert. Die teuren Infrastrukturprojekte konnten so zu äusserst attraktiven Konditionen finanziert werden. Dem KSW ist es sogar gelungen, sowohl 2019 als auch 2021 eine Anleihe mit negativer Markttrendite zu emittieren. Mit dem allgemeinen Anstieg des Zinsniveaus, das in jüngster Zeit allerdings bereits wieder gesunken ist, rückte der Zinsaufwand wieder stärker in den Fokus. Mit dem «Fall GZO AG» haben sich auch die Spreads für die Spitalanleihen ausgeweitet (*siehe Tabelle 5*).

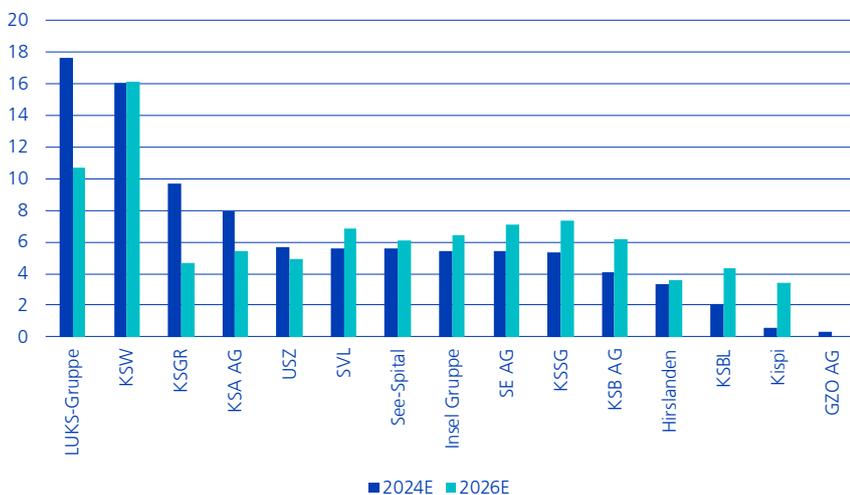
Das KSW hat ihre beiden Anleihen mit einer negativen Markttrendite aufgenommen

Abbildung 21 zeigt die Kennzahl Zinsaufwand/EBITDA für die beiden Jahre 2024E und 2026E. Wir haben das Jahr 2024E als Referenzjahr gewählt, da im Jahr 2023, das eigentlich das Referenzjahr für die aktuelle Situation wäre, zwei Spitäler, das KSBL und das KSW, einen negativen EBITDA auswiesen und somit die Kennzahl Zinsaufwand/EBITDA nicht aussagekräftig ist. Je höher dieser Zinsdeckungsgrad ist, desto leichter können die Zinsen aus dem erwirtschafteten EBITDA getragen werden. Die Zinsdeckungsgrade der Spitäler sind sehr unterschiedlich. Dies hängt natürlich einerseits mit der unterschiedlichen Bruttoverschuldung und dem EBITDA zusammen, andererseits aber auch damit, zu welchem Zeitpunkt im Zinszyklus das Fremdkapital aufgenommen wurde bzw. ob und wann Zinsabsicherungen vorgenommen wurden.

Den deutlich tiefsten Zinsdeckungsgrad für 2024E erwarten wir für die GZO AG mit 0.3x. Auch wenn diese Kennzahl bei der GZO AG mit vielen Unwägbarkeiten behaftet ist, so liegt dieser Wert doch im Bereich der für 2023 ausgewiesenen Ratio von 0.4x. Auch für das Kispi erwarten wir 2024E einen sehr tiefen Zinsdeckungsgrad von 0.6x (2023: 0.5x), wobei wir hier nach dem Bezug des neuen Spitalgebäudes von einer verbesserten EBITDA-Marge und damit einem höheren Zinsdeckungsgrad 2026E von 3.4x ausgehen.

Der Zinsdeckungsgrad der von uns abgedeckten Spitäler dürfte mittelfristig durch die steigende Bruttoverschuldung und das tendenziell höhere Zinsniveau belastet werden, während sich die EBITDA-Margen von ihrem sehr niedrigen Niveau im Jahr 2023 wieder etwas verbessern sollten.

Abbildung 21: Zinsaufwand/EBITDA 2024E und 2026E (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

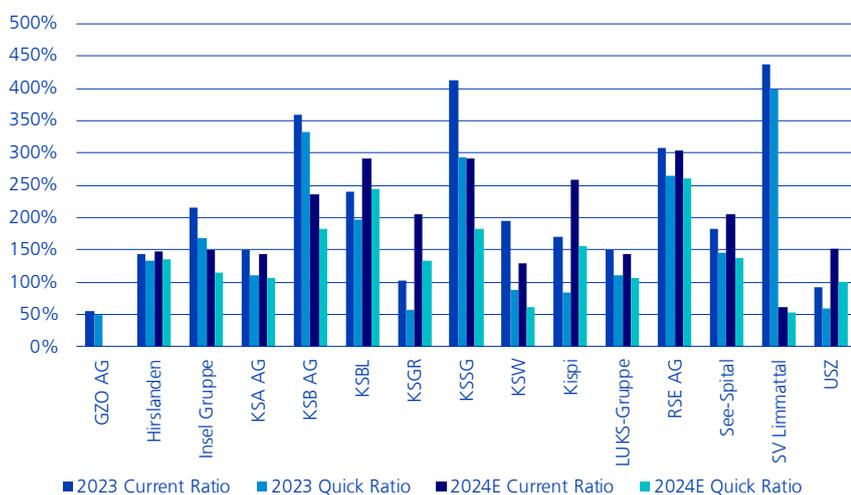
Die Aussagekraft des Zinsdeckungsgrades hat in den letzten Jahren aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus deutlich abgenommen. Mit dem zumindest zwischenzeitlich wieder etwas höheren Zinsniveau gewinnt der Zinsdeckungsgrad – wenn auch mit deutlicher Verzögerung – wieder etwas an Bedeutung für die Kreditanalyse. Aufgrund des anhaltend niedrigen Zinsniveaus bleibt allerdings der Verschuldungsgrad die geeignetere Kennzahl, um einen Anhaltspunkt auf die langfristige Tragfähigkeit des Zinsaufwandes zu erhalten. Der Zinsaufwand widerspiegelt das leicht höhere Zinsniveau nur verzögert, weil Anleihen mit langen Laufzeiten und tiefen Coupons ausstehend sind, aber auch weil einige Spitäler Zinsabsicherungen vorgenommen haben. So hat

beispielsweise die LUKS-Gruppe für die im Frühling 2024 emittierte CHF-150-Mio-Anleihe eine Zinsabsicherung vorgenommen.

6.10 Liquiditätsgrade

Abbildung 22 zeigt die Kennzahlen für die Current Ratio (Liquidität 3. Grades) und die Quick Ratio (Liquidität 2. Grades). Massgebend ist vor allem die Quick Ratio, die die liquiden Mittel zusammen mit den Forderungen ins Verhältnis zum kurzfristigen Fremdkapital setzt. Ein Wert von 100% gilt als ausreichend. Per Ende 2023 wiesen die GZO AG (48%), die KSGR (58%), das USZ (60%), das Kispi (83%) und das KSW (88%) einen Wert von unter 100% aus. Per Ende 2024E dürften das KSW und der SVL tiefe Werte aufweisen, was mit der Fälligkeit einer Anleihe im Jahr 2025 zusammenhängt. Fremdkapital mit unterjähriger Fälligkeit wird im kurzfristigen Fremdkapital ausgewiesen, was die Liquiditätskennzahlen unter Druck setzt. Ob die KSGR, das USZ und das Kispi die Liquiditätsgrade im Jahr 2024 tatsächlich im von uns geschätzten Ausmass verbessern können, hängt davon ab, welche Refinanzierungslösungen realisiert werden.

Abbildung 22: Current Ratio und Quick Ratio 2023 und 2024E



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

7 Wahrscheinlichkeit einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch die Gebietskörperschaft

Die Bonitätseinschätzung eines Spitals erfolgt zum einen auf Basis des sogenannten Stand-alone-Ratings. Dieses beruht auf unserer Beurteilung quantitativer Finanzkennzahlen sowie unserer Einschätzung qualitativer Faktoren wie Wettbewerbsposition oder Unternehmensstruktur. Da die öffentliche Hand im Spitalsektor eine bedeutende Rolle spielt, basiert der andere Teil unserer Ratingeinstufung auf der Einschätzung der Wahrscheinlichkeit einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch eine Gebietskörperschaft in einem Stressszenario. Diese kann von null, wenn sich das Spital in privater Hand befindet, bis zu einer expliziten Garantie der öffentlichen Hand reichen. Mit dem «Fall GZO AG» ist die Einschätzung der Unterstützungswahrscheinlichkeit verstärkt in den Fokus gerückt. Unsere Überlegungen und Einschätzungen hierzu werden im Folgenden dargelegt. Wenn wir von einer impliziten oder expliziten Garantie einer Gebietskörperschaft ausgehen, hat deren Bonitätseinschätzung einen erheblichen Einfluss auf das Rating.

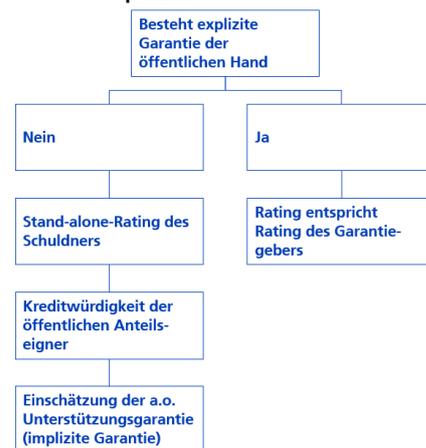
7.1 Spital mit expliziter Garantie der öffentlichen Hand

Liegt für ein Spital eine explizite Garantie der öffentlichen Hand vor, ist kein eigenständiges Rating erforderlich und es wird das Rating der jeweiligen Gebietskörperschaft übernommen. Bei den von uns abgedeckten Spitälern betrifft dies den SV Limmattal. Dieser Zweckverband betreibt das Spital Limmattal und ein Pflegezentrum in Schlieren. Gemäss Art. 59 der Statuten des SV Limmattal haben die Verbandsgemeinden Betriebsverluste des Verbandes proportional zur Bevölkerungszahl zu decken, sofern die Delegiertenversammlung dies beschliesst. Die derzeit elf Verbandsgemeinden haften gemäss Art. 60 der Statuten nach dem Verband ebenfalls proportional zur Bevölkerungszahl für die Verbindlichkeiten des Akutspitals und des Pflegezentrums. Die Statuten erwähnen keine Solidarhaftung. Unser Rating leitet sich daher von der Kreditwürdigkeit der bonitätsmässig schwächsten Verbandsgemeinden ab.

7.2 Spital ohne explizite oder implizite Garantie der öffentlichen Hand

Die Bonität eines Spitalkonzerns, der sich vollständig in Privatbesitz befindet, beurteilen wir ausschliesslich aufgrund des Stand-alone-Ratings, solange andere Spitalanbieter das Leistungsangebot übernehmen könnten und das Spital für die Versorgung einer Region entbehrlich ist. Bei den von uns abgedeckten Spitälern betrifft dies das Hirslanden, das der Privatklinikgruppe Mediclinic gehört, die neben der Schweiz auch in Südafrika und Namibia sowie in den Vereinigten Arabischen Emiraten tätig ist. Neben dem Hauptgrund, dass es sich um ein Privatspital handelt, ist ein weiterer wichtiger Grund für die Nichtannahme einer impliziten Garantie von Hirslanden, dass in der Schweiz gemäss KVG Art. 39 die Kantone für die Planung einer bedarfsgerechten Spitalversorgung ihrer Kantonsbevölkerung verantwortlich sind. Die Kliniken von Hirslanden befinden sich in zehn verschiedenen Kantonen. Es gibt somit zehn unterschiedliche Interessenlagen. Sollte Hirslanden in eine finanzielle Schieflage geraten, kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein oder mehrere Kantone zur Sicherstellung ihrer kantonalen Spitalversorgung eine einzelne Hirslanden-Klinik finanziell unterstützen. Die Hirslanden-Kliniken spielen mit ihrem breiten medizinischen Angebot und ihren Notfallstationen eine wichtige Rolle in der regionalen Grundversorgung. Wir halten es aber für unwahrscheinlich, dass die Gläubiger insgesamt von einer Unterstützung profitieren würden.

Abbildung 23: Ratingmethodik für öffentliche Spitälern



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Spital mit expliziter Garantie:

- SV Limmattal

Spital ohne explizite oder implizite Garantie:

- Hirslanden

7.3 Spital mit impliziter Garantie der öffentlichen Hand

Eine implizite Garantie für ein Spital kommt vor allem dann zum Tragen, wenn es sich mehrheitlich im Besitz einer Gebietskörperschaft befindet, diese aber keine explizite Garantie für etwaige finanzielle Verpflichtungen des Spitals abgegeben hat. Dies gilt für die Mehrheit der von uns abgedeckten Spitäler. Stichhaltige Argumente für die Annahme einer impliziten Garantie bei der Bonitätsbeurteilung sind beispielsweise ein bestehendes finanzielles Engagement der Gebietskörperschaft, die Eigentumsverhältnisse, der Beitrag des Krankenhauses zur Grundversorgung einer Region oder die Zuordnung des Spitals zum Verwaltungsvermögen der Gebietskörperschaft.

Neben Hirslanden sind vier der von uns abgedeckten Spitäler nicht im Besitz der öffentlichen Hand: das Kispi, die Insel Gruppe, die KSGR und das See-Spital, die alle von privatrechtlichen Stiftungen getragen werden. Dennoch betrachten wir sie als staatsnahe Schuldner und gehen von einer impliziten Garantie aus. Beim Kispi beispielsweise, das der privaten Eleonorenstiftung gehört, ist der Grund für die Annahme einer impliziten Garantie in einem Stressszenario die enge Verbindung zum Kanton Zürich. Diese kam mit dem positiven Entscheid zu einer finanziellen Unterstützung zum Tragen. Wie auch der Kanton in der Medienmitteilung vom 4. April 2024 schrieb, leistet das Kispi einen sehr wichtigen Beitrag zur intakten Gesundheitsversorgung im Kanton Zürich. Das Spitalplanungs- und finanzierungsgesetz (SPFG) des Kantons Zürich legt in Art. 3 fest, dass der Kanton Zürich für die notwendige Spitalversorgung zu sorgen hat.

7.3.1 Unterschiedliche Unterstützungswahrscheinlichkeiten

Bei den impliziten Garantien und Unterstützungswahrscheinlichkeiten orientieren wir uns an der Methodik der Ratingagentur S&P, die zwischen fünf Stufen der Unterstützungswahrscheinlichkeit unterscheidet: «extrem hoch» (Tabelle 6), «sehr hoch» (Tabelle 7), «hoch», «moderat hoch» (Tabelle 8) und «moderat».

7.3.2 Hinterfragung der impliziten Garantien

Seit dem «Fall GZO AG» werden die Unterstützungswahrscheinlichkeiten kritischer beurteilt. Am 4. April 2004 informierte der Regierungsrat des Kantons Zürich über den Entscheid zu den Finanzhilfegesuchen des Kispi und der GZO AG. Dem Kispi gewährt der Regierungsrat unter Auflagen eine Erhöhung des bestehenden Kantonsdarlehens um CHF 100 Mio auf CHF 250 Mio und eine Subvention von maximal CHF 35 Mio für das Jahr 2024. Das Gesuch der GZO AG um finanzielle Unterstützung wurde dagegen abgelehnt, da die Regierung das Spital Wetzikon für die Spitalversorgung im Kanton Zürich nicht als unentbehrlich betrachtet. Damit rückten die expliziten und impliziten Garantien in den Fokus der Investoren und Letztere werden seither teilweise infrage gestellt.

Während zuvor die bezahlten Credit-Spreads zwischen den einzelnen Spitälern am CHF-Kapitalmarkt relativ gering waren, haben sie sich seither je nach Wahrscheinlichkeit einer allfälligen Unterstützung in einer finanziellen Stresssituation deutlich ausgeweitet, wie Tabelle 5 zeigt. Relevant sind dabei vor allem die Relevanz eines Spitals für die Spitalversorgung und auch die Unterscheidung zwischen kantonaler und kommunaler Trägerschaft.

Abbildung 24: Neues Hauptgebäude (Anna-Seiler-Haus) Inselspital



Quelle: Armin Rechberger

Implizite Garantien werden aufgrund des «Falles GZO AG» kritischer beurteilt

Es wird nun deutlich unterschieden, wie relevant ein Spital für die Spitalversorgung ist und auch ob es sich um eine kantonale oder eine kommunale Trägerschaft handelt

Tabelle 5: Entwicklung der Spreads ausstehender Spitalanleihen

Emittent	Volumen (CHF Mio.)	Coupon	Lancierung	Fälligkeit	Bid MS-Spread 03.04.2024	Bid MS-Spread 28.08.2024	Spread Performance	Bid Yield
GZO AG	170	1.88%	21.05.2014	12.06.2024	+138	n.a.	n.a.	n.a.
Hirslanden	59.3	2.00%	29.01.2015	25.02.2025	+112	+177	+65	2.62%
Hirslanden	45.63	1.25%	03.02.2021	25.02.2026	+106	+157	+51	2.40%
Insel Gruppe	150	0.13%	17.09.2021	28.09.2029	+50	+87	+37	1.49%
Insel Gruppe	250	1.95%	10.01.2023	07.05.2026	+48	+82	+34	1.53%
Insel Gruppe	125	2.38%	06.09.2023	29.09.2031	+56	+56	+91	1.61%
Insel Gruppe	135	2.52%	06.09.2023	29.09.2038	+55	+88	+33	1.78%
Kispi	200	0.25%	21.06.2016	28.07.2028	+44	+73	+29	1.37%
Kispi	100	0.75%	21.06.2016	28.07.2036	+56	+78	+22	1.57%
KSA AG	100	0.75%	16.05.2017	28.05.2032	+59	+59	+25	1.54%
KSA AG	120	1.65%	27.04.2022	22.05.2037	+62	+82	+20	1.55%
KSA AG	140	2.10%	24.04.2024	15.05.2034	n.a.	+85	n.a.	1.62%
KSB AG	150	0.70%	18.04.2018	23.05.2028	+40	+94	+54	1.42%
KSB AG	150	1.10%	18.04.2018	23.05.2033	+62	+82	+20	1.55%
KSB AG	125	0.35%	25.08.2021	30.09.2036	+58	+98	+40	1.65%
KSB AG	150	2.55%	23.05.2023	21.06.2038	+58	+89	+31	1.70%
KSBL	100	1.70%	31.05.2022	24.06.2032	+54	+77	+23	1.48%
KSGR	130	0.15%	01.07.2021	08.07.2030	+45	+77	+32	1.44%
KSSG	125	0.05%	17.08.2021	30.09.2031	+49	+88	+39	1.51%
KSSG	150	0.30%	17.08.2021	30.09.2036	+53	+89	+36	1.72%
KSSG	175	2.40%	22.08.2023	06.09.2033	+45	+85	+40	1.60%
KSSG	175	2.50%	22.08.2023	06.09.2038	+53	+91	+38	1.73%
KSW	125	0.00%	21.08.2019	30.09.2031	+51	+82	+31	1.51%
KSW	100	0.00%	24.08.2021	30.09.2025	+59	+83	+24	1.48%
LUKS Gruppe	150	2.10%	23.05.2024	21.06.2034	n.a.	+81	n.a.	1.55%
LUKS-Gruppe	150	0.63%	21.08.2018	25.09.2028	+51	+70	+19	1.35%
SE AG	55	3.00%	05.04.2023	16.04.2027	+119	+146	+27	2.11%
SEE-SPITAL	100	1.25%	06.06.2018	03.07.2026	+101	+1231	+1130	12.98%
Spital Männedorf	50	2.95%	14.06.2023	13.07.2026	+90	+405	+315	4.72%
SVL	120	0.55%	14.04.2015	15.05.2025	+87	+121	+34	2.00%
USZ	120	0.55%	06.09.2018	28.09.2028	+41	+76	+35	1.40%

Quellen: Zürcher Kantonalbank, SIX, Bloomberg

Bei der GZO AG sind wir bisher von einer impliziten Garantie mit «sehr hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch die 12 Aktionärgemeinden ausgegangen. Die GZO AG hat es jedoch in der Vergangenheit versäumt, ihre Aktionärgemeinden um eine Kapitalerhöhung zu ersuchen. Aus Zeitgründen hat sie das Gesuch um finanzielle Unterstützung in letzter Minute direkt an den Kanton gerichtet. In unserer Bonitätsanalyse der GZO AG sind wir nie von einer Unterstützung durch den Kanton ausgegangen. Aus diesem Grund erscheint uns die Ausweitung der Spreads bei den kleineren Spitälern insofern etwas paradox, als die bisherige Annahme der Unterstützungswahrscheinlichkeit bei der GZO AG gar nicht getestet wurde. Wie die in diesem Jahr durchgeführte Kapitalerhöhung des GZO-Nachbarspitals Uster mit der dafür notwendigen Volksabstimmung in allen Aktionärgemeinden zeigt, wäre eine erfolgreiche Antragsstellung bei den Aktionärgemeinden auch bei der GZO AG durchaus möglich gewesen. Diese Annahme ist allerdings theoretischer Natur. Hingegen ist es sehr wahrscheinlich, dass der «Fall GZO AG» einen nachhaltigen Flurschaden hinterlassen hat und die Kapitalbeschaffung am CHF-Kapitalmarkt insbesondere für kommunale Spitäler erschwert bzw. verteuert bleibt. Dies auch deshalb, weil die Frage

immer häufiger gestellt werden dürfte, ob die jeweiligen Gemeinden überhaupt in der Lage sind, ein Spital finanziell zu tragen.

Wir haben den «Fall GZO AG» zum Anlass genommen, unsere bisherigen Annahmen zu den impliziten Garantien für die von uns abgedeckten Spitäler zu überprüfen. Die Überprüfung hat nur zu einer Änderung geführt: Für die Spital Emmental AG (SE AG) haben wir unsere Annahme zur Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Bern von «extrem hoch» auf «sehr hoch» reduziert. Die Begründung ist in *Kapitel 7.3.2.2* aufgeführt. Für die übrigen Spitäler haben wir an der bisher angenommenen Unterstützungswahrscheinlichkeit festgehalten.

7.3.2.1 «Extrem hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

Gemäss KVG Art. 39 sind die Kantone für die Planung einer bedarfsgerechten Spitalversorgung für ihre Bevölkerung verantwortlich. Wie sie diese sicherstellen, ist ihnen freigestellt. Dies ist der Hauptgrund, weshalb wir den Spitälern, die für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung in den jeweiligen Kantonen von zentraler Bedeutung sind, eine «extrem hohe» Unterstützungswahrscheinlichkeit zugeordnet haben. Bei der KSA AG, dem KSBL, der KSGR, dem KSG, der LUKS-Gruppe und dem USZ handelt es sich um die jeweils grössten Spitäler der Kantone. Diese sind für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung der jeweiligen Kantone von zentraler Bedeutung. Die KSB AG und das KSW sind Kantonsspitäler und jeweils für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung in einer grösseren Region ihres jeweiligen Kantons verantwortlich. Das umsatzmässig kleinere der beiden Spitäler, die KSB AG, erzielt einen mehr als doppelt so hohen Umsatz wie die SE AG. Das Kispi wiederum erhielt Anfang April einen positiven Bescheid auf sein Finanzhilfesuch, unter anderem weil es auf der Zürcher Spitalliste als einziger Anbieter von hochspezialisierten pädiatrischen und kinderchirurgischen Behandlungen und Untersuchungen im Kanton Zürich aufgeführt ist. Innerhalb dieser Wahrscheinlichkeitskategorie könnten zusätzlich Feinabstufungen vorgenommen werden. Je systemrelevanter ein Spital ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit einer impliziten Garantie. Hinsichtlich der Rechtsform sind selbständige öffentlich-rechtliche Anstalten diesbezüglich tendenziell im Vorteil gegenüber Aktiengesellschaften und Stiftungen.

Spitäler mit impliziter Garantie mit «extrem hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung:

- Insel Gruppe
- KSA AG
- KSB AG
- KSBL
- KSGR
- KSSG
- KSW
- Kispi
- LUKS-Gruppe
- USZ

Tabelle 6 zeigt das Zusammenspiel der beiden Faktoren Stand-alone-Rating und Bonität der Gebietskörperschaft bei der Bestimmung des Ratings unter der Annahme einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit staatlicher Unterstützung im Falle einer finanziellen Stresssituation.

**Tabelle 6: Ratingmatrix unter der Annahme einer «extrem hohen»
Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung**

		Kantons- und Gemeinderating					
Rating		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, Zürcher Kantonalbank

7.3.2.2 «Sehr hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

Nachdem wir unsere Annahme zur Unterstützungswahrscheinlichkeit reduzierten, haben wir die SE AG mit einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Unterstützung im Falle einer finanziellen Stresssituation eingestuft. Die SE AG ist von deutlich geringerer Bedeutung für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung im Kanton Bern als die Insel Gruppe. Angesichts der finanziellen Situation des schweizerischen Gesundheitswesens und insbesondere der Spitäler scheint es sehr wahrscheinlich, dass es in den nächsten Jahren zu einer Reduktion der Anzahl Spitäler in der Schweiz kommen wird. Je wichtiger die Spitäler für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung in den jeweiligen Kantonen und Regionen sind und je enger die Verbindung zum Kanton ist, desto eher dürften sie von den Kantonen finanziell unterstützt werden. Es bestehen weiterhin gewichtige Gründe für eine finanzielle Unterstützung der SE AG durch den Kanton in einer finanziellen Krisensituation. Die SE AG ist zu 100% im Besitz des Kantons. Zudem hat das Spital Mitte 2021 vom Kanton ein Darlehen von CHF 36 Mio mit einer Laufzeit von 10 Jahren erhalten. Es wird über die gesamte Laufzeit mit 0.25% fix verzinst, wobei der Zins während der Laufzeit des Darlehens gestundet und am Ende der Laufzeit fällig wird. Zudem hat das Berner Kantonsparlament Mitte Juni 2024 einen Rahmenkredit von CHF 100 Mio für die Gewährung von verzinslichen Darlehen und Bürgschaften an Listenspitäler zur Sicherstellung der Liquidität bewilligt.

Tabelle 7 zeigt das Zusammenspiel der beiden Faktoren Stand-alone-Rating und Bonität der Gebietskörperschaft bei der Bestimmung des Ratings unter der Annahme einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Unterstützung im Falle einer finanziellen Stresssituation.

Spital mit impliziter Garantie mit «sehr hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung:

– SE AG

Tabelle 7: Ratingmatrix unter der Annahme einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

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

Quellen: S&P, Zürcher Kantonalbank

7.3.2.3 «Moderat hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

Die Gemeinden können Spitäler betreiben, müssen es aber nicht. Aufgrund dieser Ausgangslage schätzen wir die Wahrscheinlichkeit einer a.o. Finanzhilfe des Kantons in einem Stressszenario für ein kantonseigenes Spital per se höher ein als die Wahrscheinlichkeit einer entsprechenden Finanzhilfe der Gemeinden für ein Spital in Gemeindebesitz.

Spital mit impliziter Garantie mit «moderat hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung:

– See-Spital

Für das See-Spital gehen wir von einer impliziten Garantie mit einer «moderat hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch die Gemeinden des Bezirks Horgen aus, was einer um zwei Stufen tieferen Unterstützungswahrscheinlichkeit entspricht, als wir ursprünglich für die GZO AG angenommen hatten. Diese Annahme der Unterstützungswahrscheinlichkeit erachten wir auch nach dem «Fall GZO» und trotz der Aussage des Stiftungsratspräsidenten des See-Spitals im aktuellen Geschäftsbericht («Dies gilt besonders für Spitäler wie das See-Spital, wo nicht die Gemeinde oder der Staat dahintersteht und das Defizit ausgleicht.») weiterhin als angemessen. Das See-Spital ist eine privatrechtliche Stiftung im Sinne von Art. 80 ff. des Schweizerischen Zivilgesetzbuches. Die Stiftung bezweckt die Sicherstellung der gesetzlich vorgeschriebenen Spitalversorgung gemäss Gesundheitsgesetz, insbesondere in den Gemeinden des Bezirks Horgen.

Anders als bei der GZO AG sind im Bezirk Horgen die Gemeinden nicht am (See-)Spital beteiligt. Sie stellen auch keine Mitglieder im Stiftungsrat. Das See-Spital operiert somit unabhängig von den politischen Gemeinden. Aus dem Stiftungszweck und auch aus Artikel 12 der Stiftungsurkunde lässt sich jedoch eine Staatsnähe ableiten: Artikel 12 besagt, dass die Aktiven und Passiven auf diejenigen Gemeinden zurückfallen, die bis zum 31. Dezember 2011 Trägergemeinden der Stiftung waren, falls die Stiftung ihren Spitalbetrieb einstellt. Dieser Rückfall gilt gemäss demselben Artikel nicht, wenn der Betrieb zwecks Weiterführung auf einen neuen Rechtsträger mit einem

Leistungsauftrag der öffentlichen Hand im Bereich der gesundheitlichen Grundversorgung übertragen wird.

Aus unserer Sicht besteht jedoch keine Verpflichtung für die Gemeinden, ein finanzielles Auffangnetz zu bilden. Auch gäbe es im Falle eines finanziellen Stressszenarios keinen festgelegten Schlüssel, nach dem die finanzielle Last auf die einzelnen Gemeinden verteilt würde, was zu politischen und juristischen Auseinandersetzungen führen könnte. Das See-Spital, das sich seit der Schliessung des Operationsbetriebs in Kilchberg auf den Standort Horgen konzentriert, ist für die Gemeinden rund um Horgen für die Spitalversorgung von grosser Bedeutung, und wir gehen davon aus, dass die Bevölkerung einer finanziellen Unterstützung im Bedarfsfall wohl offen gegenüberstehen würde.

Tabelle 8 zeigt das Zusammenspiel der beiden Faktoren Stand-alone-Rating und Bonität der Gebietskörperschaft bei der Bestimmung des Ratings unter der Annahme einer «moderat hohen» Wahrscheinlichkeit staatlicher Unterstützung im Falle einer finanziellen Stresssituation.

Tabelle 8: Ratingmatrix unter der Annahme einer «moderat hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

		Kantons- und Gemeinderating					
Rating		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-	AA-	A+	A+	A+	
	a	A+	A+	A+	A	A	A
	a-	A+	A	A	A	A-	A-
	bbb+	A	A	A-	A-	A-	BBB+
	bbb	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+
	bbb-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB
	bb+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-
	bb	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	bb-	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
	b+	BB	BB	BB	BB	BB	BB
	b	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-
	b-	B+	B+	B+	B+	B+	B+

Quellen: S&P, Zürcher Kantonalbank

8 Der «Fall GZO AG»

8.1 Wie es dazu kam

Die angespannte finanzielle Situation der GZO AG war seit Längerem bekannt, was sich auch in unserem tiefen Stand-alone-Rating von b widerspiegelte. Zusammen mit dem Kispital hatte die GZO AG damit das tiefste Stand-alone-Rating aller von uns abgedeckten Spitäler. Problematisch war u.a. die sehr tiefe Eigenkapitalquote, die per Ende 2023 bei 8.2% (Ende 2022: 11.9%) lag und aufgrund der zu erwartenden Verluste und der bestehenden Finanzierungslücke wohl noch weiter gesunken wäre. Belastet wurde die Rechnung in den vergangenen Jahren u.a. durch den im Marktvergleich hohen Zinsaufwand für die 2014 begebene Anleihe über CHF 170 Mio mit einem Coupon von 1.875%, obwohl die Mittel aufgrund von Verzögerungen im Bauprozess lange Zeit nur zu einem kleinen Teil beansprucht wurden. Ende 2021 betrug die Liquidität immer noch hohe CHF 123 Mio. Dennoch haben wir die Situation aufgrund des Vorgehens des Spitals anders eingeschätzt. Per 1. Januar 2023 ist eine neue Eigentümerstrategie in Kraft getreten. Diese erlaubt Dritten eine Beteiligung von bis zu 49% an der GZO AG. Da das Spital im Gegensatz zum benachbarten Spital Uster öffentlich keine Anstalten gemacht hat, bei den 12 Eigentümergemeinden eine Kapitalerhöhung zu beantragen, sind wir aufgrund der diesbezüglichen Kommunikation des Managements davon ausgegangen, dass der Einstieg eines neuen strategischen Eigenkapitalgebers und gleichzeitig eine Fremdfinanzierungsstrategie vorgelegt werden. Doch das war ein Trugschluss. Nach dem Scheitern der Verhandlungen mit potenziellen Eigen- und Fremdkapitalgebern setzte die GZO AG voll auf die Karte der finanziellen Unterstützung durch den Kanton Zürich. Die Einreichung des Gesuchs an den Kanton erfolgte ohne Information der Öffentlichkeit.

Der Verwaltungsrat der GZO AG hat es vor allem versäumt, rechtzeitig eine Kapitalerhöhung bei den 12 Aktionärgemeinden zu beantragen. Als letzter Ausweg musste notgedrungen ein Finanzhilfegesuch an den Kanton gerichtet werden. Damit wurde unsere Annahme der impliziten Garantie der Gemeinden nicht auf die Probe gestellt

Diese Strategie ist angesichts des negativen Entscheids des Kantons nicht aufgegangen. Die Regierung erachtet das Spital Wetzikon nicht als unverzichtbar für die Spitalversorgung im Kanton Zürich. Ein Grund für das Scheitern der Verhandlungen für eine Refinanzierungslösung dürfte sein, dass das Spital 2023 auch operativ stark unter Druck geraten ist. Der Betriebsertrag 2023 sank YoY um -1.1% auf CHF 155 Mio, wobei die stationären Erträge um 4.5% zurückgingen. Als ein Grund dafür wurde die schwierige Rekrutierung von Ärzten genannt. Substanziell war der Rückgang der EBITDAR-Marge von 9.6% auf 1.6%. Diese Marge war bisher im Branchenvergleich überdurchschnittlich hoch gewesen. Die Personalaufwandsquote stieg dabei deutlich von 61.0% auf 66.7%. Hauptgrund dafür war der Bedarf an teurem Temporärpersonal. Belastend wirkte sich auch aus, dass der operative Cashflow mit CHF -5.8 Mio (Vj: CHF 0.0 Mio) negativ ausfiel. Die Investitionen erhöhten sich leicht um CHF 2.1 Mio auf CHF 27 Mio, wovon CHF 20 Mio auf die Bautätigkeit entfielen. Die adj. Nettoverschuldung erhöhte sich um CHF 32 Mio auf CHF 164 Mio. Neben der ausstehenden Anleihe von CHF 170 Mio bestanden Finanzverbindlichkeiten von CHF 60 Mio mit Laufzeiten bis 2025 (CHF 10 Mio) und bis 2031 (CHF 50 Mio). Per 31. März 2024 wies die GZO AG eine Liquidität von CHF 50 Mio auf. Das gesamte geplante Bauvolumen für die Erweiterung und Modernisierung des Spitals belief sich zu diesem Zeitpunkt auf rund CHF 223 Mio. Hinzu wären Investitionen für medizinische Geräte gekommen. Bis Ende 2023 wurden für das Bauprojekt CHF 115 Mio ausgegeben.

8.2 Die GZO AG in provisorischer Nachlassstundung

Das Bezirksgericht Hinwil hat am 30. April 2024 auf Gesuch der GZO AG eine provisorische Nachlassstundung bewilligt, die inzwischen bis zum 30. Dezember 2024 verlängert wurde. Dies bedeutet, dass die GZO AG während dieser Zeit nicht betrieben

werden kann. In dieser Zeit kann das Spital bei laufendem Betrieb Sanierungsmassnahmen prüfen und realisieren. Das Spital beabsichtigt, bis Ende Oktober 2024 ein Sanierungskonzept vorzulegen. Ein Schuldenschnitt und eine Kapitalerhöhung sollen nach Angaben der Spitalleitung neben weiteren Massnahmen, die der komplexen Situation und allen Beteiligten gerecht werden müssen, Bestandteil des Sanierungskonzeptes sein. Zeigt sich während der provisorischen Nachlassstundung, dass Aussicht auf eine vollständige Sanierung besteht oder ein Nachlassvertrag mit den Gläubigern mit teilweise Schuldenerlass möglich ist, bewilligt das Gericht einen Antrag des Unternehmens auf definitive Nachlassstundung. Damit hätte die GZO AG weitere vier bis sechs Monate oder im Ausnahmefall sogar bis maximal 24 Monate Zeit, um den Sanierungsplan umzusetzen.

8.3 Weiteres Vorgehen

Erschwert werden die Sanierungsmassnahmen durch die Unstimmigkeiten mit dem bisher für den Neubau zuständigen Generalunternehmer Steiner, der sich inzwischen ebenfalls in provisorischer Nachlassstundung befindet. Im Mai hat Steiner den Vertrag mit der GZO AG gekündigt. Seither ruhen die Bauarbeiten am Neubauprojekt, das zu rund 70% realisiert ist. In einer Medienmitteilung der GZO AG vom 14. Mai hiess es, Steiner stehe gemäss TU-Werkvertrag inklusive genehmigter Nachträge eine Vergütung von CHF 225 Mio zu. Im Januar 2024 habe Steiner jedoch plötzlich eine Vergütung von CHF 340 Mio verlangt. Die GZO AG hat diese Mehrforderung als unbegründet zurückgewiesen. Es bestehen auch Bauhandwerkerpfandrechte in der Grössenordnung von rund CHF 50 Mio.

Für die GZO AG dürfte es nun noch schwieriger werden, den Spitalbetrieb im Normalbetrieb weiterzuführen und ein positives operatives Ergebnis zu erwirtschaften. Insbesondere auf der Personalseite dürften die Herausforderungen weiter wachsen, da die Personalrekrutierung für ein Spital in Nachlassstundung erschwert sein dürfte. Immerhin konnte laut Aussage des Managements in einer Telefonkonferenz im ersten Halbjahr 2024 eine EBITDA-Marge von 4.2% erwirtschaftet werden.

Ziel der Spitalleitung ist es, den Spitalbetrieb langfristig aufrechtzuerhalten. Voraussetzung dafür ist, dass neben einem konkreten Plan für die Fortsetzung des Bauvorhabens auch eine tragfähige Lösung für die Sanierung gefunden wird. Zudem muss das Spital aufzeigen, wie es in Zukunft operativ rentabel betrieben werden kann. Die Aktionärsgemeinden müssten einen substanziellen finanziellen Beitrag zur Sanierung leisten. Die Gemeindeverantwortlichen sind grundsätzlich bereit, den Weg eines finanziellen Beitrags zu prüfen. Sollte sich dies konkretisieren, müssten die politischen Prozesse in Gang gesetzt werden. Ohne Zustimmung des Stimmvolkes können die Gemeinden keine nennenswerten Darlehen oder Eigenmittel einbringen. Teil einer Lösung könnte eine Partnerschaft mit einem anderen Spital sein, wobei das Spital Uster im Vordergrund stehen dürfte. Falls ein Schuldenschnitt, d.h. ein Verzicht der Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen, angestrebt wird, müsste eine Gläubigerversammlung einberufen werden. Gemäss der Anwaltskanzlei Schellenberg Wittmer müsste der Nachlassvertrag vom Gericht genehmigt werden, was insbesondere voraussetzt, dass die angemeldeten privilegierten Forderungen (insbesondere von Arbeitnehmern und Sozialversicherungen) vollständig befriedigt werden und entweder die Mehrheit der Gläubiger mit mindestens zwei Dritteln der Forderungssumme oder ein Viertel der Gläubiger, die mindestens drei Viertel des Gesamtbetrages der Forderungen vertreten, dem Nachlassvertrag zugestimmt haben.

Erschwert werden die Sanierungsmassnahmen durch die Unstimmigkeiten mit dem bisher für den Neubau zuständigen Generalunternehmer Steiner, der sich inzwischen ebenfalls in provisorischer Nachlassstundung befindet

Personalrekrutierung für Spital in Nachlassstundung zusätzlich erschwert

Ohne einen substanziellen Beitrag der zwölf Aktionärsgemeinden erscheint eine erfolgreiche Sanierung nicht möglich

8.4 Obligationäre sind aktiv geworden

Eine Gruppe von GZO-Gläubigern (GZO Creditor Group) hat Mitte Juli mitgeteilt, dass sie die Einberufung einer Versammlung der Anleihegläubiger nach Art. 1165 ff OR beantragt hat. Die GZO Creditor Group hielt zu diesem Zeitpunkt nach Angaben der GZO AG einen Kapitalanteil von 6.6%. Ziel der Gruppe ist es nach eigenen Angaben, Anleihegläubiger und andere Beteiligte zusammenzubringen, um eine Reihe von Vorschlägen umzusetzen, die dem Unternehmen die nötige zusätzliche Zeit verschaffen und eine für alle Beteiligten bessere Lösung ermöglichen. Die laufende provisorische Nachlassstundung soll beendet und die drohende rechtskräftige Nachlassstundung oder der Konkurs des Spitals Wetzikon sollen mit einem geeigneten Massnahmenpaket abgewendet werden. Die GZO Creditor Group beantragt dabei u.a., dass über eine Verlängerung der Anleihe bis 14. Juni 2027 sowie eine dem Risikoprofil angemessene, schrittweise Erhöhung des Coupons von aktuell 1.875% bis auf 4.875% im Jahr 2027 abgestimmt wird. Ausstehende Coupons sollen sofort bezahlt werden. Die halbjährliche Anpassung des Zinssatzes soll für die GZO AG ein Anreiz sein, rasch ein Sanierungsprogramm auszuarbeiten und umzusetzen. Zudem wird die Verpfändung der GZO-Liegenschaften als Sicherheit verlangt. Die GZO Creditor Group schlägt ausserdem den Investor Gregor Greber als Vertreter vor, der die Arbeit des Verwaltungsrats beobachten soll, um sicherzustellen, dass während der dreijährigen Verlängerung Fortschritte in Richtung einer endgültigen Lösung erzielt werden. Die GZO AG lehnt den Antrag der GZO Creditor Group ab, da er die Anleihegläubiger gegenüber allen anderen Gläubigern einseitig bevorzugen würde und die Nachlassstundung bereits die nötige Zeit für die Sanierung gewähre. Die GZO AG lädt aber in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben auf den 25. Oktober zur Versammlung der Anleihegläubiger ein.

Der Versuch, die Interessen der Gläubiger zu bündeln, ist aus deren Sicht zu begrüssen. Die Unterstützung der Vorschläge durch einen grösseren Kreis von Obligationären erscheint wahrscheinlich. Schwieriger dürfte es sein, mit diesen Vorschlägen die notwendige Unterstützung durch die Gemeinden zu erhalten. Ohne einen substanziellen Beitrag der zwölf Aktionärgemeinden dürfte eine Rückzahlung der Anleihe jedoch nicht möglich sein. Dies setzt voraus, dass sich das Spital, die Gemeinden und die Gläubiger auf eine gemeinsame Lösung einigen. Ob eine Refinanzierung ohne Schuldenschnitt politisch durchsetzbar ist, bleibt abzuwarten.

Sollte eine Sanierung nicht möglich sein oder sollten die Gläubiger den vorgeschlagenen Nachlassvertrag ablehnen, müsste das Spital in Konkurs gehen und die Aktiven veräussern. Dabei ist zu beachten, dass bis auf einen Teil von rund 1'000 m², der in der Wohnzone liegt, der ganze Rest des über 5 Hektaren grossen Grundstücks in der Zone für öffentliche Bauten liegt. Dies schränkt die Nutzungsmöglichkeiten und vor allem die Höhe eines allfälligen Verkaufspreises ein. Falls eine Umzonung überhaupt möglich ist, wäre der Prozess aus unserer Sicht schwierig und vor allem langwierig. Die GZO Creditor Group geht allerdings davon aus, dass bei einer Liquidation die Gläubiger wahrscheinlich 100% ihres Geldes zurückerhalten werden, selbst wenn das Spital für andere öffentliche Dienstleistungen umgewandelt werden soll.

Gegen den Entscheid des Regierungsrates hat die GZO AG Beschwerde beim kantonalen Verwaltungsgericht eingereicht, die aber bis am 30. November 2024 vorläufig sistiert wurde. Die GZO AG hatte das Sistierungsbegehren eingereicht, damit das Unternehmen sich vollumfänglich auf das Sanierungskonzept konzentrieren kann. Sollte das Verwaltungsgericht den Kanton zu einer Zahlung verpflichten, wäre dies aus Sicht der Gläubiger eine äusserst positive Nachricht.

Am 25. Oktober findet eine Versammlung der Anleihegläubiger statt

Fast die gesamte Grundstücksfläche liegt in der Zone für öffentliche Bauten

Beschwerde beim Verwaltungsgericht wurde einstweilen sistiert

9 Bonitätseinschätzung

9.1 Ausblick Spitäler

9.1.1 Turbulente Zeiten für die Spitäler

Der negative Trend der finanziellen Situation der Spitäler hat sich im Jahr 2023 verstärkt. Die EBITDAR-Margen entfernten sich noch weiter vom geforderten Mindestniveau von 10%. Zusammenfassend sind die finanziellen Probleme der Schweizer Spitäler auf ungenügende Tarifierungen und steigende Kosten zurückzuführen. Das Hauptproblem besteht darin, dass die Krankenhäuser nicht wie andere Branchen ihre Preise entsprechend der Kostenentwicklung erhöhen können. Tarifierhöhungen sind nur in Verhandlungen mit den Krankenkassen möglich und stellen einen politisch gesteuerten Prozess dar.

Finanzlage bleibt schwierig

Der Druck auf die Spitäler, ihre finanziellen Ergebnisse zu verbessern, wird hoch bleiben. Auf der Erlösseite sind die eigenen Einflussmöglichkeiten mit Ausnahme der Mengenausweitung jedoch begrenzt. Ergebnisverbesserungen seitens der Spitäler sind vor allem durch Digitalisierung, Kooperationen und Kosteneinsparungsmassnahmen möglich. Bei der Digitalisierung gibt es viel ungenutztes Potenzial, aber auch hier sind Investitionen notwendig, was angesichts der angespannten finanziellen Situation der Spitäler wiederum eine Herausforderung darstellt. Kooperationen und eine damit verbundene Verschlinkung des Leistungsangebots dürften stark zunehmen, schon weil die aktuelle finanzielle Situation den Krankenhäusern keine andere Wahl lässt. Dies betrifft auch Kooperationen im Bereich der Digitalisierung. Es gibt kaum noch ein Spital ohne Effizienzsteigerungs- oder Kostensenkungsprogramm. Während Effizienzsteigerungen fast immer möglich sind, sind Kostensenkungen ungleich anspruchsvoller. Der mit Abstand grösste Kostenblock in Krankenhäusern sind die Personalkosten. Ein Personalabbau ist jedoch schwierig, insbesondere wenn er auch den ärztlichen oder pflegerischen Bereich betrifft. So löste die Ankündigung des KSSG im letzten Jahr, 440 Stellen abzubauen, heftige Kritik und verschiedene Protestaktionen aus.

Einflussmöglichkeiten der Spitäler zur Verbesserung ihrer finanziellen Situation sind begrenzt

In unseren Schätzungen gehen wir für die nächsten Jahre von einer im Durchschnitt leicht steigenden EBITDAR-Marge der 15 von uns abgedeckten Spitäler aus. Dies widerspiegelt einerseits den Basiseffekt des tiefen Niveaus von 2023, andererseits eine teilweise leicht verbesserte Tarifsituation einzelner Spitäler, vor allem aber auch die jüngsten Anstrengungen der Spitäler, die Kosten bzw. das Kostenwachstum zu reduzieren. Dies wird aber die finanzielle Situation der Spitäler nur unwesentlich entschärfen.

Abgesehen von der Schwierigkeit, die operativen Margen zu verbessern, wird die Nettoverschuldung der von uns abgedeckten Spitäler insgesamt weiter ansteigen, da sich die meisten dieser Krankenhäuser noch in einer grösseren Investitionsphase befinden. Selbst wenn die operativen Margen etwas verbessert werden könnten, würden die Verschuldungsgrade hoch bleiben. Auch bei den Zinsdeckungsgraden ist keine wesentliche Verbesserung zu erwarten. Sollten die Zinsen entgegen den aktuellen Erwartungen steigen, würden diese zusätzlich unter Druck geraten.

Auch die Politik steht in der Verantwortung. Soll die Verantwortung für die Finanzierung der Spitalinfrastruktur weiterhin primär bei den Spitalern und nicht wie früher bei den Kantonen und Gemeinden liegen, sind Tarifierungen unumgänglich. Dies

Auch die Politik trägt Verantwortung

gilt insbesondere für die ambulanten Tarife, wenn die gewünschte kostensparende Verlagerung von den stationären zu den ambulanten Behandlungen auch von den Spitälern mit einem finanziellen Anreiz vorangetrieben werden soll. Eine Verbesserung der finanziellen Situation der Spitäler kann auch «versteckt» durch eine höhere Abgeltung gemeinwirtschaftlicher Leistungen bzw. durch höhere Subventionszahlungen erreicht werden. Dies ist zwar der politisch einfachste Weg, um die staatlichen Zahlungen an die Spitäler zu erhöhen, untergräbt aber gleichzeitig den unternehmerischen Wettbewerb zwischen den Krankenhäusern. Der letzte Weg sind ausserordentliche Finanzhilfen. Diese können das Überleben eines Spitals kurz- und mittelfristig sichern, sind aber oft keine nachhaltige Lösung zur Verbesserung der finanziellen Situation. Es ist auch unabdingbar, dass die Spitalverantwortlichen mit den öffentlichen Eigentümern bei einer zu tiefen Eigenmittelausstattung proaktiv Gespräche führen, wie diese verbessert werden kann. Auch bei privaten Unternehmen sind Kapitalerhöhungen bei grossen Investitionsprojekten üblich.

Seit Jahresbeginn haben wir bei einem Drittel der von uns abgedeckten Spitäler das Stand-alone-Rating gesenkt. Bei keinem Spital haben wir es angehoben. Es gibt derzeit kaum Anzeichen für eine Trendumkehr. Dazu müssten vor allem die Tarife angehoben werden. Die Stand-alone-Ratings der Spitäler dürften daher weiter unter Druck stehen. Damit gewinnen die von uns unterstellten impliziten Garantien der Gebietskörperschaften für die Spitäler weiter an Bedeutung für die Ratingbeurteilung. Mit Ausnahme der SE AG, deren Unterstützungswahrscheinlichkeit wir im Mai 2024 von «extrem hoch» auf «sehr hoch» gesenkt haben, behalten wir für alle Krankenhäuser die bisherige Unterstützungswahrscheinlichkeit bei. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich die Investoren angesichts der tiefen Stand-alone-Ratings und der Erfahrungen mit der GZO AG bei künftigen Neuemissionen aus dem Spitalbereich mit einer impliziten Garantie zufriedengeben oder vermehrt eine Bürgschaft oder eine explizite Garantie verlangen.

Stand-alone-Ratings bleiben unter Druck. Die Bedeutung der impliziten Garantien nimmt daher weiter zu

9.2 Rating- bzw. Outlookänderungen

Seit der Veröffentlichung der letzten «Branchenstudie Spitäler» vom August 2023 haben wir bei vier Spitälern Ratingveränderungen vorgenommen, wobei es sich immer um Verschlechterungen handelte. Die GZO AG haben wir von BBB-/stabil auf C/negativ herabgestuft. Aufgrund dieses Ereignisses haben wir die Unterstützungswahrscheinlichkeit für alle von uns abgedeckten Spitäler überprüft und diese für die SE AG von «extrem hoch» auf «sehr hoch» reduziert, was zu einer Herabstufung um vier Notches auf BBB/stabil geführt hat. Angesichts der unter den Erwartungen liegenden Ergebnisse und vor allem des schwierigen Umfelds mit entsprechend unsicherem Ausblick haben wir die Ratings der Kantonsspitäler Basel-Landschaft (A/stabil) und Winterthur (AA/stabil) sowie des See-Spitals (BB+/stabil) um jeweils einen Notch gesenkt. Zudem haben wir das Stand-alone-Rating des Kantonsspitals Baden (AA-/stabil) um einen Notch gesenkt, was jedoch keine Auswirkungen auf das Emittentenrating hatte. Basierend auf den Ratings der Eigentümergemeinden haben wir für den SVL eine Outlookverbesserung von negativ auf stabil bei einem Rating von A+ vorgenommen.

10 Überblick Finanzkennzahlen

Die *Tabellen 9 bis 12* geben einen Überblick über ausgewählte Finanzkennzahlen der von uns abgedeckten Spitäler für die Jahre 2021 bis 2023 sowie im Vor-Coronajahr 2019 und die jeweiligen aktuellen Ratingeinstufungen einschliesslich der Stand-alone-Ratings.

Tabelle 9: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2019

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSSG	KSW	Kispi	LUKS-Gruppe	SE AG	See-Spital	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	A+/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	A/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA-/positiv	BBB/stabil	BB+/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	bb-	b+	bb-	b+	bb	b+	bb-	b	bb	bb-	bb-	n.a.	bb-
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA+/positiv	AA/stabil	AA-/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	149	1804	1736	750	392	439	365	907	545	336	948	172	141	198	1475
Anteil Zusatzversicherte (%)	15.4	50.8		17.8	22.9	20.2	19.9	20.7	21.4	22.7	18.4	8.9	25.2	18.2	20.2
Personalaufwand (% Umsatz)	59.9	49.2	58.8	61.4	59.8	68.9	61.2	60.6	63.3	64.5	62.3	63.6	63.5	63.6	59.9
EBITDAR-Marge (%)	11.2	17.0	7.5	6.4	10.9	5.5	11.2	5.9	10.9	12.2	6.2	7.1	9.5	9.5	8.6
EBITDA-Marge (%)	11.1	17.0	7.2	6.2	10.4	4.8	10.7	5.1	10.6	11.2	5.4	6.5	9.0	9.5	7.7
Reingewinn (CHF Mio)	2.7	56	37	1.6	16	-70	12	-1.9	29	32	-5.3	0.3	3.7	-3.3	40
Free Cashflow (CHF Mio)	2	178	4.7	-16	-65	4.2	-56	32	-11	-65	68	-6.8	-10	-23	-99
EK-Quote (%)	13	21	79	48	45	65	59	42	63	42	53	36	35	16	67
Current Ratio (%)	860	156	288	176	538	229	147	130	281	425	195	189	586	621	233
FFO/Total Debt adj. (%)	5.9	8.6	133	19	12	120	43	25	64	6	17	10	9.7	4.2	36
Net Debt/EBITDA (x) adj.	5.4	9.2	0.0	4.7	3.3	-0.5	1	4.2	0.7	4.3	5.1	6.8	3.1	15	2.1
Total Debt/EBITDA adj. (x)	14.1	9.8	0.9	5.1	7.4	0.7	2.2	4.2	2.4	8.3	5.6	7.7	9.6	17.8	2.4
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	2.5	5.5	76	28	11	9.2	257	43	21	16	5.7	6.3	7.2	4.8	78

*Abschluss per 31. März 2020, **aktuelle Ratingeinstufung

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

Tabelle 10: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2021

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSSG	KSW	Kispi	LUKS-Gruppe	SE AG	See-Spital	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	A+/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	A/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA-/positiv	BBB/stabil	BB+/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	bb-	b+	bb-	b+	bb	b+	bb-	b	bb	bb-	bb-	n.a.	bb-
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA+/positiv	AA/stabil	AA-/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	154	1885	1789	824	452	439	412	966	570	332	1142	199	147	214	1497
Anteil Zusatzversicherte (%)	16.5	48.7	14.7	17.1	23.0	19.8	18.6	19.7	20.4	23.0	n.a.	8.6	22.9	17.7	19.2
Personalaufwand (% Umsatz)	60.4	50.2	61	59.9	60.3	68.9	61.4	60.3	64.0	68.3	59.3	61.6	63.7	61.4	61.5
EBITDAR-Marge (%)	10.3	15.6	7.3	8.3	10.1	4.1	8.0	5.0	7.9	5.2	9.8	8.3	7.4	11.3	5.9
EBITDA-Marge (%)	10.1	15.6	6.9	8.0	9.5	3.3	7.2	4.2	7.5	4.1	8.8	7.7	6.7	11.3	4.3
Reingewinn (CHF Mio)	3.5	36	25	17	16	-6.9	10	-15	20	-181	2.0	4.8	0.3	11	-14
Free Cashflow (CHF Mio)	-10	157	-81	-77	-75	-46	-59	-122	-49	-113	31	15	-14	13	-40
EK-Quote (%)	12	22	70	35	38	57	44	30	58	19	50	33	36	20	60
Current Ratio (%)	650	187	215	93	387	129	217	416	358	284	177	355	357	542	139
FFO/Total Debt adj. (%)	5.3	9.0	42	17	8.6	17	17	-0.4	17	0.9	31	13	9.0	8.2	14
Net Debt/EBITDA (x)	6.9	9.0	0.7	5.8	5.9	3.6	6.6	9.2	3.2	21.6	2.3	5.4	6.3	10.3	4.2
Net Debt/EBITDA (x) adj.	6.8	9.2	1.5	5.8	5.8	3.7	6.7	8.3	3.2	18.2	2.8	5.3	6.2	10.4	5.3
Total Debt/EBITDA adj. (x)	14.6	9.8	2.3	6.2	9.7	3.8	7.7	10.3	5.3	19.3	3	7.2	11.4	12.7	5.5
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	2.3	5.4	36	37	9.7	101	46	19	151	6.0	28	8.4	6.0	6.0	53

*Abschluss per 31. März 2022, **aktuelle Ratingeinstufung

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

Tabelle 11: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2022

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSSG	KSW	Kispi	LUKS-Gruppe	SE AG	See-Spital	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	A+/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	A/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA-/positiv	BBB/stabil	BB+/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	bb-	b+	bb-	b+	bb	b+	bb-	b	bb	bb-	bb-	n.a.	bb-
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA+/positiv	AA/stabil	AA-/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	157	1900	1759	810	460	457	472	970	572	359	1153	204	137	226	1511
Anteil Zusatzversicherte (%)	16.5	48.3	14.5	17.9	23.3	19.7	21.6	19.8	20.0	23.4	n.a.	8.9	23.6	18.4	18.3
Personalaufwand (% Umsatz)	61.0	50.1	64.9	62.0	60.7	67.4	58.7	61.4	67.8	64.2	61.3	61.9	62.9	62.9	61.1
EBITDAR-Marge (%)	9.6	14.7	2.5	5.1	9.3	6.0	9.0	3.1	1.8	10.1	7.4	6.8	6.1	10.6	5.6
EBITDA-Marge (%)	9.4	14.7	2.0	4.9	8.8	5.1	8.0	2.3	1.5	9.0	6.3	6.3	5.5	10.6	4.0
Reingewinn (CHF Mio)	-2.5	-121	-80	-3.5	14	2.4	14	-23	-23	-15	2.3	2.0	-3.4	3.1	-22
Free Cashflow (CHF Mio)	-25	31	-210	-30	-120	-8.3	-33	-52	-46	-34	14	15	-21	1.6	-78
EK-Quote (%)	12	20	59	31	37	48	43	27	56	15	52	33	35	21	57
Current Ratio (%)	686	143	117	106	233	348	146	269	285	192	174	90	259	86	124
FFO/Total Debt adj. (%)	2.9	7.2	12	8.5	8.9	15	10	6.6	4.6	10	26	16	4.5	5.9	16
Net Debt/EBITDA (x)	8.8	9.5	8.7	10.5	8.2	2.6	6.0	18.9	21.9	9.5	2.6	5.4	10.7	10.4	5.8
Net Debt/EBITDA (x) adj.	8.9	9.6	9.3	10.1	7.9	3.4	6.1	14.9	18.4	9.0	3.2	5.6	9.9	10.7	6.2
Total Debt/EBITDA adj. (x)	15.3	10.3	13.8	11.2	11	4.9	7.0	16.2	22.7	9.8	3.7	8.6	13.4	13.1	6.5
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	1.6	4.8	8.8	14	11	21	71	17	25	13	18	8.2	5.1	5.9	43

*Abschluss per 31. März 2023, **aktuelle Ratingeinstufung

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

Tabelle 12: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2023

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSSG	KSW	Kispi	LUKS-Gruppe	SE AG	See-Spital	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	A+/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	A/stabil	AA-/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA-/positiv	BBB/stabil	BB+/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	bb-	b+	bb-	b+	bb	b+	bb-	b	bb	bb-	bb-	n.a.	bb-
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA+/positiv	AA/stabil	AA-/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	155	1905	1835	848	469	449	516	1045	603	348	1214	216	147	226	1578
Anteil Zusatzversicherte (%)	n.a.	47.9	14.4	17.1	23.4	19.3	21.0	18.9	20.7	23.5	n.a.	8.8	22.7	17.1	18.4
Personalaufwand (% Umsatz)	66.7	50.6	64.7	62.0	63.0	71.7	59.3	61.5	72.5	71.6	61.3	62.6	63.4	65.6	62.4
EBITDAR-Marge (%)	1.6	13.3	0.1	5.0	5.7	-0.0	6.6	3.4	-2.6	1.9	6.6	4.4	5.9	7.3	3.6
EBITDA-Marge (%)	1.4	13.3	-0.5	4.7	5.1	-0.9	5.5	2.6	-2.9	0.6	5.6	3.9	5.2	7.3	2.0
Reingewinn (CHF Mio)	-12	-62	-112	-3.7	3.2	-25	2.5	-26	-50	-10	1.5	-2.5	-6.6	-5.1	-49
Free Cashflow (CHF Mio)	-33	-48	-194	-187	-105	-26	-49	-124	-103	-103	-70	10	-11	6.8	-95
EK-Quote (%)	8.2	36	52	33	34	43	40	20	49	10	50	35	34	21	50
Current Ratio (%)	56	148	215	149	360	241	102	412	194	169	145	308	183	483	92
FFO/Total Debt adj. (%)	-0.7	8.3	-0.4	9.5	3.2	1.7	8.1	3.5	-0.8	1.0	19	9.5	5.8	4.9	7.3
Net Debt/EBITDA (x)	75.3	7.9	n.m.	9.0	17.2	n.m.	9.8	20.0	n.m.	196	3.9	7.1	12.2	14.8	13.8
Net Debt/EBITDA (x) adj.	66.9	8.1	467	8.7	15.9	n.m.	9.3	16.3	n.m.	66.3	4.3	7.1	11.5	14.8	11.3
Total Debt/EBITDA adj. (x)	94.2	8.6	634	9.5	22.0	n.m.	10.8	23.2	n.m.	72.1	4.5	10.8	13.6	16.9	11.9
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	0.4	2.7	n.m.	8.7	4.8	n.m.	13	5.3	n.m.	0.5	25.0	4.5	5.1	4.1	6.3

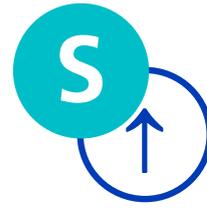
*Abschluss per 31. März 2024, **aktuelle Ratingeinstufung

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitäler

SWOT-Analyse

Stärken

- Hohe Konjunkturreistenz
- Im internationalen Vergleich gut funktionierendes Gesundheitswesen mit hoher Qualität
- Die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen steigt in einer wohlhabenden Gesellschaft stärker als das Einkommen, auch aufgrund des Bevölkerungswachstums und der Alterung der Bevölkerung
- Spitäler sind für Kanton/Regierung aus gesundheitspolitischen und volkswirtschaftlichen Gründen wichtig: Sie schaffen lokale/regionale Arbeitsplätze und erhöhen die Standortqualität
- Hohe Akzeptanz in der Bevölkerung
- Ein Grossteil der Investitionen fliesst in Infrastrukturprojekte mit langer Amortisationsdauer
- Teilweise implizite oder explizite Garantie einer Gebietskörperschaft



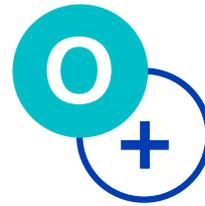
Schwächen

- Das individuelle Ziel der Spitäler, mehr Umsatz zu generieren und damit profitabler zu werden, steht teilweise im Widerspruch zum gesellschaftlichen Ziel, die Kosten im Gesundheitswesen zu reduzieren
- Geringe und abnehmende Rentabilität (mit grosser Streuung) und niedrige/negative Free Cashflows
- Allgemeiner Branchentrend zur Verlagerung vom stationären in den noch weniger kostendeckenden ambulanten Bereich und sinkender Anteil der Zusatzversicherten
- In der Öffentlichkeit ist die Meinung weit verbreitet, dass Spitäler keinen Gewinn erwirtschaften müssen
- Fachkräftemangel
- Investitionen in Um-/Neubauten sind im Verhältnis zu den erwirtschafteten operativen Cashflows hoch und belasten die Verschuldungskennzahlen
- Ein weiterer Investitionsblock sind die notwendigen Investitionen in die Digitalisierung
- Mit sich verändernden politischen Rahmenbedingungen konfrontiert
- Staatliche Eingriffe in den Spitalwettbewerb
- Tariffestsetzungsverfahren und Rechtsstreitigkeiten sind Unsicherheitsfaktoren auf der Einnahmenseite
- «Gärtlidenken» der Kantone und Regionen in der Spitalplanung verhindert einer volkswirtschaftlich sinnvolle Spitalplanung und Konsolidierung
- Politisch werden auf verschiedenen Ebenen Forderungen gestellt, die zu einer Kostenausweitung führen; gleichzeitig ist die «Politik» aber nur bedingt bereit, die Kostenfolgen zu tragen (Beispiel: vom Volk angenommene Pflegeinitiative)
- Interessenkonflikt der Kantone: Sie sind Spitalplaner, Finanzierer, Tarifgenehmiger und Spitalbetreiber/Eigentümer
- Solide Ratings der öffentlichen Spitäler in Abhängigkeit von der Wahrscheinlichkeit einer impliziten Unterstützung durch eine Gebietskörperschaft und deren Bonitätseinstufung



Chancen

- Investitionen in Infrastruktur und Digitalisierung als Chance zur Effizienzsteigerung
- Wachstumspotenzial im ambulanten Bereich
- Verstärkte Nachfrage ausländischer Patienten auch dank attraktiver und modernisierter Infrastruktur
- Mögliche Tarifierhöhung
- Grössere unternehmerische Freiheiten durch Verselbständigung der Spitäler
- Strukturbereinigung – Kooperationen und Fusionen zwischen Spitälern
- Verstärkte Zusammenarbeit der Kantone bei der Spitalplanung
- Stärkere Positionierung der Spitäler als ganzheitliche Gesundheitsdienstleister
- Attraktivere Angebote sowie effizientere und kostengünstigere Abläufe durch Neubauten



Risiken

- Operative Margen bleiben niedrig, sodass die Investitionen auch mittel- und langfristig nicht finanziert werden können
- Kann die operative Marge mit den getätigten Investitionen nicht gesteigert werden, drohen Verluste
- Werden die Tarife für ambulante Leistungen nicht erhöht, dürften die operativen Margen der Spitäler mit der Einführung von Efas weiter erodieren
- Wachstumserwartungen insgesamt zu hoch; mögliche Überkapazitäten durch Vielzahl von Spitalbauprojekten auch aufgrund föderalistischer Entscheidungsprozesse
- Spitaltarife könnten noch stärker unter Druck geraten, insbesondere bei halbprivat und privat versicherten Patienten
- Bedürfnisveränderungen aufgrund medizinischer Entwicklungen und/oder finanzpolitischer Vorgaben
- Mögliche Fehlanreize durch tiefe Zinsen bzw. allenfalls steigende Zinskosten in den Budgets zu wenig berücksichtigt
- Kostenüberschreitung bei den Bauprojekten
- Kosten der digitalen Transformation unterschätzt
- Datensicherheit (u.a. Cyberkriminalität)
- «Fall GZO AG» könnte dazu führen, dass die Spitäler auch mittel- und langfristig höhere Spreads auf den Zinsen zahlen müssen
- Annahme der impliziten Garantie erweist sich als Irrtum; Fremdkapitalgeber müssen Sanierungsbeitrag leisten



11 Profile der Spitäler

Auf den folgenden Seiten ist für jedes der 15 vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank abgedeckten Spitäler eine Kurzbeschreibung, eine Zusammenfassung der jüngsten Entwicklung und ein Ausblick zu finden.

GZO Spital Wetzikon

ZKB: C/negativ S&P: –/– Moody's: –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2021	2022	2023
Betriebsertrag (Mio)	154	157	155
EBITDA (Mio)	16	15	2
Reingewinn (Mio)	4	-3	-12
Funds from operations (Mio)	12	6	-2
Free Cashflow (Mio)	-10	-25	-33
EK-Quote (%)	12.5	11.9	8.2
Net Debt/EBITDA (x)	6.9	8.8	75.3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	2.3	2.8	0.4

Quellen: Zürcher Kantonalbank, GZO AG

Bonitätsprofil

Kerngeschäft: regionale medizinische Gesundheitsversorgung im Zürcher Oberland

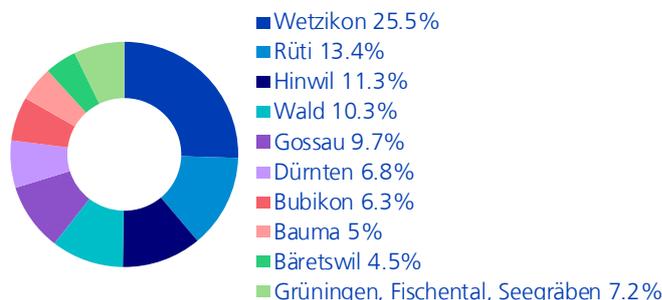
Der Regierungsrat des Kt. Zürich hat am 4. April 2024 einen weitreichenden Spitalentscheid bekannt gegeben. Das Kinderspital Zürich erhielt unter Auflagen finanzielle Hilfe, während das Gesuch der GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG) um finanzielle Unterstützung in Höhe von CHF 180 Mio abgewiesen wurde, da das Spital Wetzikon von der Regierung nicht als unverzichtbar für die Spitalversorgung im Kt. Zürich betrachtet wird. Dies hat dazu geführt, dass die GZO AG die am 12. Juni 2024 fällig gewordene Anleihe nicht fristgerecht zurückzahlen konnte. Am 30. April hat das Bezirksgericht Hinwil auf Gesuch der GZO AG eine provisorische Nachlassstundung für eine Dauer von vier Monaten bewilligt, die inzwischen um weitere vier Monate verlängert wurde. Dies bedeutet, dass die GZO AG in dieser Zeit nicht betrieben werden kann. In dieser Zeit kann das Spital bei laufendem Betrieb Sanierungsmassnahmen prüfen und realisieren. Das Spital beabsichtigt, bis Ende Oktober 2024 ein Sanierungskonzept vorzulegen. Wenn sich während der provisorischen Stundung zeigt, dass Aussicht auf eine vollständige Sanierung besteht oder ein Nachlassvertrag mit den Gläubigern mit einem teilweisen Schuldenerlass möglich ist, bewilligt das Gericht einen Antrag des Unternehmens auf definitive Nachlassstundung. Damit hätte die GZO AG ab dann bis zu 24 Monate Zeit, den Sanierungsplan umzusetzen. Die Gläubigerversammlung muss dem Nachlassvertrag mit qualifiziertem Mehr zustimmen.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 170 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
24010961	1.875%	12.06.2024	170 Mio	notleidend

Quelle: SIX

Aktionäre der GZO AG*



*per Ende 2023

Quellen: Zürcher Kantonalbank, GZO AG

Im GJ 2023 ist die EBITDAR-Marge YoY deutlich von 9.6% auf 1.6% gesunken, was die Suche nach einer Refinanzierungslösung zusätzlich erschwert haben dürfte. Mit der Ankündigung der provisorischen Nachlassstundung dürfte es noch schwieriger werden, das operative Geschäft profitabel zu führen. Angesichts des Fachkräftemangels dürfte es für die GZO AG als Spital in Nachlassstundung beispielsweise nun noch schwieriger werden, genügend Personal zu rekrutieren.

Outlook negativ

Nachdem wir das Rating am 5. April nach Bekanntgabe des Regierungsratsbeschlusses von BBB– auf CC gesenkt hatten, stuften wir es am 15. Mai um einen weiteren Notch auf C herab, da die GZO AG zu diesem Zeitpunkt unmittelbar davorstand, mit der Rückzahlung der Anleihe und den Zinszahlungen in Verzug zu geraten. Wir gingen bei der GZO AG vor dem Entscheid des Regierungsrates von der Annahme einer impliziten Garantie mit «sehr hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch die 12 Aktionärgemeinden aus. Die GZO AG hat es in der Vergangenheit versäumt, bei diesen eine Kapitalerhöhung zu beantragen. Aus Zeitgründen hat sie das Gesuch um finanzielle Unterstützung an den Kanton gerichtet. Wir sind nie von einer Unterstützung durch den Kanton ausgegangen. Es ist nach wie vor möglich, dass die Gemeinden Finanzhilfe an die GZO AG leisten, wenn ein konkreter Refinanzierungsplan vorliegt. Gegen den Entscheid des Regierungsrates des Kt. Zürich hat die GZO AG eine Beschwerde beim Verwaltungsgericht hängig, die jedoch vorläufig bis zum 30. November 2024 sistiert wurde.

Hirslanden

ZKB: BB/negativ S&P: --/– Moody's: --/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF, per 31.03.)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	1'900	1'905	1'923
EBITDA (Mio)	279	254	252
Reingewinn (Mio)	-121	-62	19
Funds from operations (Mio)	206	181	167
Free Cashflow (Mio)	87	-48	-28
EK-Quote (%)	20.6	36.4	37.3
Net Debt/EBITDA (x)	9.5	7.9	7.8
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	4.8	2.7	3.4

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Hirslanden

Bonitätsprofil

Eigentümer: Mediclinic International 100%

Kerngeschäft: Betrieb von 17 Spitälern (davon 14 mit Notfallstation) in zehn Kantonen

Hirslanden verfolgt die Strategie, sich von einer privaten Spitalkette zu einem umfassenden Gesundheitsdienstleister zu entwickeln. Das erweiterte Angebot soll von der Gesundheitsvorsorge über die Leistungen eines Akutspitals bis hin zur Rehabilitation reichen. Hirslanden will der bevorzugte Gesundheitsanbieter der Schweizer Bevölkerung werden. Dabei soll die gesamte Versorgungskette («Continuum of Care») abgedeckt und auch ein Fokus auf digitale Angebote gelegt werden. Hirslanden gliedert sich in verschiedene geografische Versorgungsregionen, wo jeweils ein Netzwerk von Zentrumskliniken (Maximalversorger), Grundversorgerkliniken, Fachkliniken und ambulanten Zentren besteht. Die vormalig börsennotierte Muttergesellschaft von Hirslanden, Mediclinic, wurde 2023 von einem Konsortium bestehend aus der bisherigen Hauptaktionärin Remgro und der SAS Shipping Agencies, einer 100-prozentigen Tochter der MSC Mediterranean Shipping, vollständig übernommen.

Die EBITDAR-Marge sank im GJ 2023/24 um 140 Bp auf 13.3%. Vor sieben Jahren hatte sie noch bei 22.5% gelegen. Die Erfolgsrechnung wurde erneut durch Wertberichtigungen auf Sachanlagen von CHF 26 Mio belastet, nachdem im Vorjahr Wertberichtigungen von CHF 255 Mio vorgenommen worden waren. Grund für die Wertberichtigungen ist das allgemeine Branchenumfeld mit den nicht kostendeckenden Tarifen und dem Druck auf die Zusatzversicherungstarife.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 105 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
26969879	2.000%	25.02.2025	59 Mio	-	59364105	1.250%	25.02.2026	46 Mio	-

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Hirslanden

Hirslanden hat sich in den letzten Jahren positiv von den anderen von uns abgedeckten Spitälern abgehoben, indem sie jedes Jahr einen positiven FCF erwirtschaftet hat. Im GJ 2023/24 musste nun auch Hirslanden einen negativen FCF von CHF 48 Mio ausweisen. Zudem flossen CHF 116 Mio ab, weil Hirslanden ihre Beteiligung an den Kliniken Des Grangettes und La Colline in Genf von 60% auf 90% erhöhte. Trotzdem nahm die adjustierte Nettoverschuldung von CHF 2.7 Mrd auf CHF 2.1 Mrd ab, da ein konzerninternes Darlehen in Höhe von CHF 846 Mio in Eigenkapital umgewandelt wurde. Ungeachtet des Reinverlustes verbesserte sich dadurch die EK-Quote von 21% auf 36%. Auch die adj. Ratio Net Debt/EBITDA verbesserte sich dadurch von 9.5x auf 7.9x. Gemäss einer Fussnote im Geschäftsbericht hat die Mediclinic Hld. NL per 25. April nochmals CHF 90 Mio eingezahlt, die als Kapitalanlagereserve im Eigenkapital verbucht wurden.

Outlook negativ

Die Wandlung des Darlehens in Eigenkapital und die damit einhergehende deutliche Verbesserung der EK-Quote sowie die Reduktion der Verschuldung stellen einen gewichtigen positiven Faktor dar. Wir halten jedoch am negativen Outlook fest – einerseits aufgrund anderer sich verschlechternder quantitativer Faktoren (tiefere EBITDAR-Marge, tieferer Zinsdeckungsgrad und negativer FCF) und andererseits vor allem aufgrund der unveränderten Tatsache, dass sich mit der Dekotierung von Mediclinic die verfügbaren Informationen über Hirslanden verschlechtert haben und damit die Visibilität deutlich abgenommen hat. So fehlen uns beispielsweise jegliche Informationen über die Höhe der Investitionen in den kommenden Jahren.

Insel Gruppe

ZKB: A+/stabil S&P: –/– Moody's: –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	1'759	1'835	1'833
EBITDA (Mio)	35	-10	46
Reingewinn (Mio)	-80	-112	-91
Funds from operations (Mio)	65	-11	50
Free Cashflow (Mio)	-210	-194	-160
EK-Quote (%)	59.2	51.9	47.3
Net Debt/EBITDA (x)	8.7	n.v.	14.6
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	8.8	n.v.	3.1

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Insel Gruppe

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Zur Insel Gruppe gehören das Universitätsspital Bern und die Standorte in Aarberg, Belp und Riggisberg sowie das Berner Reha Zentrum in Heiligenschwendli. Die Insepsital-Stiftung, eine gemeinnützige privatrechtliche Stiftung nach Art. 80 ff. ZGB mit Sitz in Bern, führt nach Spitalversorgungs- und Universitätsgesetzgebung das «Insepsital, Universitätsspital Bern» über die Insel Gruppe AG, an der sie eine Aktienmehrheit von 99.1% hält. Zudem ist sie Eigentümerin der Immobilien des Insepsitals. Die restlichen 0.9% des Aktienkapitals der Insel Gruppe AG hält der Kanton Bern.

Kerngeschäft: Die Insel Gruppe ist eine in der Schweiz führende Spitalgruppe für universitäre und integrierte Medizin. Der geografische Schwerpunkt liegt im Kanton Bern. Das Einzugsgebiet umfasst jedoch die gesamte Region Espace Mittelland.

Ein wesentlicher Vorteil gegenüber diversen anderen Spitälern mit am CHF-Kapitalmarkt ausstehenden Anleihen ist, dass die Insel Gruppe mit dem Neubau des Hauptgebäudes, des Anna-Seiler-Hauses, ihr wichtigstes Bauprojekt abgeschlossen hat. Der Bau wurde mit der Inbetriebnahme im September 2023 termin- und budgetgerecht abgeschlossen und sollte ab 2024 keine negativen Auswirkungen mehr auf die Geldflussrechnung haben. Die Herausforderung besteht nun darin, dass sich die erwarteten positiven Effekte der neuen baulichen und digitalen Infrastruktur tatsächlich in einer höheren EBITDA-Marge niederschlagen sollen. Negativ wirkt sich vor allem aus, dass die Insel Gruppe, wie andere Spitäler auch, politischen Entscheidungen mit Auswirkungen auf den Gesundheitsmarkt, beispielsweise im Tarifbereich, aber auch

Nettoverschuldung* (CHF Mio) und Gearing (x)



*Negative Werte = Nettofinanzvermögen

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Insel Gruppe

veränderten Bedürfnissen aufgrund medizintechnischer Entwicklungen ausgesetzt ist.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei bb–. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich im GJ 2023 auf nahezu alle Ebenen im von uns erwarteten Rahmen nochmals deutlich verschlechtert. Es ist offensichtlich, dass mit dem derzeitigen operativen Ergebnis die Voraussetzungen für ein Stand-alone-Rating von bb– nicht erfüllt werden. Dieses Rating basiert auf der Annahme, dass sich die bonitätsrelevanten Kennzahlen, insbesondere die operativen Gewinnmargen, wieder verbessern und der Verschuldungsgrad sinkt. In den Tarifverhandlungen mit den Krankenkassen konnten einige Fortschritte erzielt werden. Darüber hinaus ist zu beachten, dass nahezu alle Spitäler in dem Jahr, in dem ein neues Hauptgebäude bezogen wird, eine grössere finanzielle Delle hinnehmen müssen. Entscheidend für unsere Bonitätseinschätzung ist daher die Ergebnisentwicklung im GJ 2024 und in den Folgejahren. Einen ersten Anhaltspunkt wird das Ergebnis des H1 2024 liefern, das von der Einführung des Klinikinformations- und Steuerungssystems «EPIC» geprägt sein wird. Für eine Beibehaltung des Stand-alone-Ratings erwarten wir eine deutliche Steigerung der EBITDA-Marge. Eine Herabstufung des Stand-alone-Ratings um einen bis drei Notches würde bei unverändertem Kantonsrating zu einer Herabstufung des Ratings um einen Notch führen.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 660 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
123075956	1.950%	07.05.2026	250 Mio	-	129371436	2.375%	29.09.2031	125 Mio	-
113296635	0.125%	28.09.2029	150 Mio	-	129371437	2.520%	29.09.2038	135 Mio	-

Quelle: SIX

Kantonsspital Aarau AG

ZKB: AA-/stabil S&P: -/- Moody's: -/-

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	810	848	878
EBITDA (Mio)	39	40	43
Reingewinn (Mio)	-3	-4	-2
Funds from operations (Mio)	38	37	36
Free Cashflow (Mio)	-30	-187	-199
EK-Quote (%)	30.6	33.2	26.3
Net Debt/EBITDA (x)	10.5	9.0	12.9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	14.2	8.7	7.9

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSA AG

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Kantonsspital Aarau AG (KSA AG) ist seit 2004 eine gemeinnützige Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht im vollständigen Besitz des Kantons Aargau. Das KSA, das Spital Zofingen und das KSA im Bahnhof bilden zusammen die KSA-Gruppe. Die Beziehung zwischen dem Kanton Aargau und der Gruppe wird im Spitalgesetz des Kantons geregelt.

2023 war für die KSA-Gruppe ein turbulentes Jahr, geprägt von der Finanzhilfe des Eigentümers Kt. Aargau von CHF 240 Mio, einer Wertberichtigung in gleicher Höhe auf dem Neubau «Dreiklang» sowie zahlreichen personellen Veränderungen in der Geschäftsleitung und im Verwaltungsrat. Im Gegensatz zu verschiedenen anderen Spitälern konnte die KSA-Gruppe den Personalaufwand in Prozenten des Umsatzes mit 62.0% auf Vorjahresniveau halten, sodass die EBITDAR-Marge um lediglich 10 Bp auf 5.0% zurückging. Dabei ist zu berücksichtigen, dass im GJ 2022 noch eine Covid-Entschädigung von CHF 12 Mio im Ertrag enthalten war. Der op. CF sank von CHF 85 Mio auf CHF 25 Mio, was auf die Entwicklung des NWC zurückzuführen ist. Zudem haben sich die Investitionen mit CHF 212 Mio fast verdoppelt, sodass sich der negative FCF von CHF -30 Mio auf CHF -187 Mio erhöht hat. Dieser Mittelabfluss konnte jedoch durch die Zahlung des Kt. Aargau von CHF 240 Mio mehr als kompensiert werden, wodurch sich die adj. Nettoverschuldung um CHF 52 Mio auf CHF 370 Mio reduziert hat. Das «Fitnessprogramm» lief Ende 2023 aus und wurde durch ein vierjähriges «Sanierungsprogramm» abgelöst. Mit diesem will die KSA-Gruppe vor allem durch Prozessoptimierungen die Voraussetzung für eine höhere Profitabilität schaffen.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 360 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
36153290	0.750%	28.05.2032	100 Mio	-	118208684	1.650%	22.05.2037	120 Mio	-
134674285	2.100%	15.05.2034	140 Mio	-					

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSA AG

Die Gruppe hat sich zum Ziel gesetzt, in etwa fünf Jahren eine EBITDA-Marge von 10% zu erwirtschaften. Dies ist unseres Erachtens jedoch nur mit höheren Tarifen und gemeinwirtschaftlichen Leistungen möglich. Der Neubau schreitet termin- und budgetgerecht voran. Mitte 2023 konnte mit dem Innenausbau begonnen werden. Die Inbetriebnahme ist für den 1. Januar 2027 vorgesehen. Der Mittelabfluss für Investitionen in den Neubau belief sich bis Ende 2023 auf CHF 331 Mio. Der erwartete Kostenrahmen für den Neubau liegt unverändert bei CHF 756 Mio. Zu diesen Investitionen kommen weitere Investitionen von rund CHF 25 bis 30 Mio p.a. hinzu. Investitionen in ein neues Klinikinformationssystem sind nicht vorgesehen. Ein positiver FCF erscheint ab dem GJ 2028 realistisch.

Outlook stabil

Unser Stand-alone-Rating liegt bei b+. Wir gehen unverändert im Falle von finanziellen Schwierigkeiten von einer impliziten Garantie mit einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. Aargau aus. Sowohl das Stand-alone-Rating als auch die Unterstützungswahrscheinlichkeit bzw. die implizite Garantie haben von der CHF-240-Mio-Finanzhilfe des Kt. Aargau profitiert. Dennoch haben sich die bonitätsrelevanten Kennzahlen nur leicht verbessert. Mit den hohen Investitionen in den nächsten zwei bis drei Jahren ist mit einer nochmaligen Verschlechterung zu rechnen. Danach könnte eine Trendumkehr zustande kommen, wenn es der KSA-Gruppe gelingt, die Profitabilität wieder zu steigern.

Kantonsspital Baden

ZKB: AA-/stabil S&P: -/- Moody's: -/-

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	460	469	483
EBITDA (Mio)	41	24	24
Reingewinn (Mio)	14	3	0
Funds from operations (Mio)	41	17	17
Free Cashflow (Mio)	-120	-105	-132
EK-Quote (%)	37.2	34.4	32.4
Net Debt/EBITDA (x)	8.2	17.2	22.6
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA) (x)	10.9	4.8	4.1

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSB AG

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Kantonsspital Baden AG (KSB AG) führt das Kantonsspital Baden (KSB) mit gemeinnütziger Zweckbestimmung im Sinne der aargauischen Spitalgesetzgebung. Der Kanton Aargau ist Alleinaktionär.

Kerngeschäft: Der geografische Fokus des KSB liegt auf dem östlichen Teil des Kantons Aargau und dem Limmattal mit insgesamt über 350'000 Einwohnern.

Die KSB AG konnte sich im GJ 2023 dem Branchentrend nicht entziehen und verzeichnete einen Rückgang der operativen Marge. Der Umsatz hingegen stieg YoY um 1.9% auf CHF 469 Mio. Die EBITDAR-Marge sank von 9.3% auf 5.7%, was höhere Sach- und Personalkosten widerspiegelt. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass im EBITDAR 2022 noch eine Entschädigung für Vorhalteleistungen während der Coronapandemie aus dem Jahr 2021 von CHF 9.8 Mio enthalten war. Ohne diese hätte die EBITDAR-Marge im GJ 2022 7.4% betragen. Um dem negativen Margentrend entgegenzuwirken, hat das Management u.a. Kostensenkungen, Prozessoptimierungen und die Erschliessung neuer Geschäftsfelder eingeleitet. Der op. CF stieg dank der Überweisung der im Vorjahr in der Erfolgsrechnung enthaltenen Coronaentschädigung und einer vorteilhafteren Entwicklung des NWC von CHF 25 Mio auf CHF 43 Mio, während die Investitionen nur leicht um CHF 3.4 Mio auf CHF 149 Mio zunahmen. Die adj. Ratio Net Debt/EBITDA stieg aufgrund der höheren Nettoverschuldung, vor allem aber wegen des tieferen EBITDA deutlich von 7.9x auf 15.9x.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 575 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
41361835	0.700%	23.05.2028	150 Mio	-	113193128	0.350%	30.09.2036	125 Mio	-
41361836	1.100%	23.05.2033	150 Mio	-	126684707	2.550%	21.06.2038	150 Mio	-

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSB AG

Die KSB AG hat in den vergangenen Jahren ihren Campus und ihre Immobilien modernisiert. Dazu gehören neben dem Neubau u.a. zwei Partnerhäuser und eine Tagesklinik (Kubus). Die Investitionen dafür belaufen sich auf insgesamt rund CHF 750 Mio. Den Abschluss bildet der Neubau, für den mit Gesamtkosten von rund CHF 600 Mio gerechnet wird. Vor einem Jahr waren wir noch von rund CHF 545 Mio ausgegangen. Der geplante Eröffnungstermin wurde von Herbst 2024 auf Februar 2025 verschoben.

Outlook stabil

Ende April haben wir das Rating von AA- bei stabilem Outlook bestätigt. Allerdings haben wir das Stand-alone-Rating von bb auf bb- gesenkt. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY weiter verschlechtert. In den beiden GJ 2024 und 2025 ist mit weiteren Belastungen zu rechnen. Neben einem weiteren Anstieg der Nettoverschuldung durch die anstehenden Investitionen dürfte auch die operative Marge durch die bevorstehende Eröffnung des neuen Spitalhauptgebäudes und die damit verbundenen Mehrkosten unter Druck bleiben. Ab dem GJ 2026 rechnen wir wieder mit verbesserten Kennzahlen und ab dem GJ 2027 auch mit positiven FCF. Wir gehen weiterhin von einer impliziten Garantie durch den Kanton Aargau mit einer «extrem hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit aus. Unter der Annahme einer unveränderten Unterstützungswahrscheinlichkeit und eines unveränderten Kantonsratings würde auch eine weitere Herabstufung des Stand-alone-Rating um einen Notch keine Ratingrückstufung auslösen.

Kantonsspital Baselland

ZKB: A/stabil S&P: –/– Moody's: –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	457	449	460
EBITDA (Mio)	23	-4	5
Reingewinn (Mio)	2	-25	-17
Funds from operations (Mio)	17	0	3
Free Cashflow (Mio)	-8	-26	-36
EK-Quote (%)	48.3	43.0	32.5
Net Debt/EBITDA (x)	2.6	n.v.	20.8
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	20.6	n.v.	2.1

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSBL

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Das Kantonsspital Baselland (KSBL) ist eine öffentlich-rechtliche Anstalt mit eigener Rechtspersönlichkeit. Alleiniger Träger des KSBL ist der Kanton Basel-Landschaft.

Kerngeschäft: Als Zentrumsspital gewährleistet das KSBL die medizinische Gesundheitsversorgung im stationären und ambulanten Bereich für die Bevölkerung im Baselbiet. Das KSBL besteht aus den Standorten Liestal und Bruderholz sowie dem Ambulanten Zentrum Laufen.

Mit der Strategie «Fokus» haben die Standorte Liestal und Bruderholz unterschiedliche Profile für stationäre und ambulante Leistungen erhalten. Der Standort Laufen wurde in ein ambulantes Gesundheitszentrum transformiert. Mit dessen Inbetriebnahme im März 2024 wurde ein Meilenstein in der Strategieumsetzung erreicht. Das GJ 2023 verlief für das KSBL finanziell unbefriedigend. Bei einem um 1.8% YoY tieferen Betriebsertrag sank die EBITDAR-Marge von 6.0% auf –0.0%. Die Personalaufwandsquote stieg deutlich um 430 Bp auf hohe 71.7%. Das Ergebnis wurde zusätzlich durch eine Restrukturierungsrückstellung von CHF 4.6 Mio belastet, die u.a. auf erwartete zukünftige Kosten für die Schliessung von unrentablen Geschäftsbereichen wie der Augenklinik und der Klinik für Schmerztherapie basierte. Positiv zu vermerken ist, dass die Einführung des neuen Klinikinformationssystems laut Angaben des KSBL reibungslos verlaufen ist. Der Reinverlust betrug CHF 25 Mio. Immerhin konnte der op. CF mit CHF 7.7 Mio im positiven Bereich gehalten werden, was auf den Rückgang des NWC um CHF 7.9 Mio zurückzuführen war. Bei nur leicht gestiegenen Investitionen erhöhte sich der negative FCF von CHF 8.3 Mio auf CHF

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 100 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
118921776	1.700%	24.06.2032	100 Mio	-

Nettoverschuldung* (CHF Mio) und Gearing (x)



* Negative Werte = Nettofinanzvermögen

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSBL

26 Mio. Die liquiden Mittel betragen per Ende 2023 CHF 15 Mio.

Outlook stabil

Anfang Juni haben wir das Rating von A+ auf A gesenkt und den Outlook von positiv auf stabil geändert. Diese Änderungen waren auf zwei Effekte zurückzuführen: Zum einen haben wir das Stand-alone-Rating von bb– auf b+ gesenkt, zum anderen haben wir zuvor den Outlook für den Kt. Basel-Landschaft (BL) mit einem Rating von AA von positiv auf stabil geändert. Hätten wir das Rating des Kt. BL um einen Notch angehoben, hätte dies trotz der Herabstufung des Stand-alone-Ratings um einen Notch auch eine Ratinganhebung des KSBL um einen Notch bedeutet. Wir gehen weiterhin von einer impliziten Garantie mit einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. BL bei finanziellen Schwierigkeiten aus. Das tiefere Stand-alone-Rating reflektiert die deutlich ungenügende operative Marge und die Schwierigkeit, diese im aktuellen Umfeld merklich zu verbessern. Gemäss einer Aussage an der Bilanzmedienkonferenz rechnet das Management mit einem Reinverlust von rund CHF 16 Mio im Jahr 2024. Das KSBL steht im Konkurrenzkampf mit einer Vielzahl von Mitbewerbern. Das Einzugsgebiet des KSBL, die Nordwestschweiz, ist sehr dicht mit Spitälern versorgt. Das ungenügende operative Ergebnis erschwert auch die Realisierung und Finanzierung der geplanten Investitionen an den beiden Standorten Liestal und Bruderholz. Vor einem Jahr rechnete das KSBL mit Investitionen von gegen CHF 600 Mio in den nächsten zehn Jahren.

Quelle: SIX

Kantonsspital St. Gallen

ZKB: AA-/stabil S&P: -/- Moody's: -/-

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	970	1'045	1'096
EBITDA (Mio)	22	27	55
Reingewinn (Mio)	-23	-25	-18
Funds from operations (Mio)	27	23	48
Free Cashflow (Mio)	-52	-124	-95
EK-Quote (%)	27.4	19.8	18.6
Net Debt/EBITDA (x)	18.9	20.0	11.6
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	16.5	5.3	5.4

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSSG

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Das Kantonsspital St. Gallen (KSSG) ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt, die sich zu 100% im Besitz des Kantons St. Gallen befindet. Es handelt sich um einen von vier Spitalverbunden, in denen die öffentlichen Spitäler des Kantons St. Gallen zusammengeschlossen sind.

Kerngeschäft: Das KSSG ist das Zentrumsspital der Ostschweiz. Als eines der grössten Spitäler der Schweiz ist es für die medizinische Grundversorgung der Bevölkerung in den Regionen St. Gallen, Rorschach und Flawil zuständig und stellt die überregionale spezialisierte Zentrumsversorgung für die ganze Ostschweiz sicher.

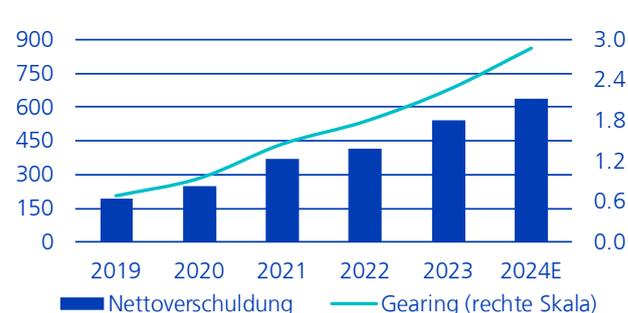
Der Betriebsertrag stieg im GJ 2023 YoY um 7.7% auf CHF 1'045 Mio. Ungefähr die Hälfte des Wachstums ist auf die Übernahme der Geriatrischen Klinik St. Gallen per 1. Januar 2023 zurückzuführen. Die EBITDAR-Marge verbesserte sich leicht um 30 Bp auf 3.4%, während die Personalaufwandsquote im Branchenvergleich nur leicht um 50 Bp auf 61.8% anstieg. Die Ratio Net Debt/EBITDA blieb mit 20x auf einem sehr hohen Niveau. Die EK-Quote sank deutlich von 27.4% auf 19.8%, was auf die Aufnahme von zusätzlichen Anleihen von CHF 350 Mio zurückzuführen ist. Ohne die Umwandlung von CHF 29 Mio Darlehen in Dotationskapital durch den Kanton wäre die EK-Quote sogar auf 17.4% gesunken. Es wurde ein Ergebnisverbesserungsprogramm eingeleitet, das u.a. Einsparungen auf der Personalseite und Prozessverbesserungen vorsieht. Ziel ist eine jährlich wiederkehrende Ergebnisverbesserung von rund CHF 50 Mio. Das KSSG befindet sich mitten im Generationen-Neubauprojekt «come

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 625 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
111822348	0.050%	30.09.2031	125 Mio	-	111822349	0.300%	30.09.2036	150 Mio	-
129022230	2.400%	06.09.2033	175 Mio	-	129022231	2.500%	06.09.2038	175 Mio	-

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSSG

together». Im Frühjahr 2024 wurde Haus 07A in Betrieb genommen. Im Herbst 2024 wird Haus 01 zurückgebaut und anschliessend mit den Tiefbauarbeiten für Haus 07B begonnen. Mit der Inbetriebnahme von Haus 07B im Jahr 2028 und der anschliessenden Aufnahme des Patienten- und des gemeinsamen Notfallbetriebs von Haus 07A und 07B im Jahr 2029 soll das Neubauprojekt «come together» abgeschlossen sein. Im Zeitraum 2024 bis 2033 plant das KSSG Investitionen von rund CHF 880 Mio.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei b+. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY auf tiefem Niveau stabilisiert. Das KSSG steht vor wesentlichen Veränderungen. Die vier Spitalverbunde im Kt. St. Gallen sollen per 1. Januar 2025 zu einer einzigen Spitalorganisation mit den Standorten St. Gallen, Grabs, Uznach und Wil zusammengeführt werden. Die Rechtsform der selbständigen öffentlich-rechtlichen Anstalt soll beibehalten werden. Die vier Spitalverbunde wiesen für 2023 einen Reinverlust von CHF 59 Mio bzw. CHF 99 Mio inkl. a.o. Wertberichtigungen auf den Spitalimmobilien in Grabs und Linth aus (KSSG: CHF -26 Mio). Das KSSG steht damit vor der Herausforderung, die operative Marge deutlich zu verbessern und die drei anderen Spitäler zu integrieren. Die konsolidierten Zahlen der vier Spitalverbunde werden erstmals für das GJ 2025 ausgewiesen werden. Die Fusion wird keine Auswirkung auf die implizite Garantie haben, aber allenfalls auf das Stand-alone-Rating.

Kantonsspital Winterthur

ZKB: AA/stabil **S&P:** –/– **Moody's:** –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	572	603	639
EBITDA (Mio)	8	-18	10
Reingewinn (Mio)	-23	-50	-25
Funds from operations (Mio)	10	-17	11
Free Cashflow (Mio)	-46	-49	-30
EK-Quote (%)	56.0	49.5	44.7
Net Debt/EBITDA (x)	21.9	n.v.	25.0
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA) (x)	24.6	n.v.	16.1

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSW

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Das Kantonsspital Winterthur (KSW) ist – gestützt auf das Gesetz über das Kantonsspital Winterthur (KSWG) – eine Anstalt des kantonalen öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit und Sitz in Winterthur.

Kerngeschäft: Das KSW stellt in der Spitalregion Winterthur die medizinische Grundversorgung sicher und erbringt zusätzlich Leistungen der spezialisierten Versorgung für die umliegenden Regionen.

Das KSW ist das einzige Listenspital im Grossraum Winterthur mit seinen rund 250'000 Einwohnern und verfügt damit über ein Alleinstellungsmerkmal. Im Februar 2022 wurde der Neubau mit über 200 Betten, 7 Operationssälen und 95 Behandlungsräumen bezogen. Im Jahr 2023 wurde ein Grossteil des alten Bettenhauses, eines Hochhauses, rückgebaut.

Das Jahresergebnis 2023 des KSW war nach dem Vorjahr durch einen weiteren starken Rückgang des op. Ergebnisses gekennzeichnet, sodass das Spital einen negativen EBITDAR von CHF 16 Mio ausweisen musste. Der Betriebsertrag stieg YoY um 5.5% auf CHF 603 Mio; dabei stagnierten die ambulanten Erträge bei CHF 211 Mio, während sich die stationären Erträge um 7.3% auf CHF 347 Mio erhöhten. Dennoch blieben die stationären Erträge unter dem vom KSW angestrebten Wert, da die Kapazitäten aufgrund des Fachkräftemangels erst im Laufe des Jahres erhöht werden konnten. Wäre bereits zu Jahresbeginn ein Vollbetrieb möglich gewesen, hätte sich ein Mehrertrag von CHF 16 Mio ergeben. Die Investitionen sind nach Abschluss der Investitionen in den Neubau mit CHF 37 Mio auf den tiefsten Stand seit 2018 gesunken.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 225 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
113193127	0.000%	30.09.2025	100 Mio	-	41904142	0.000%	30.09.2031	125 Mio	-

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSW

Die adj. Nettoverschuldung hat sich dennoch weiter um CHF 47 Mio auf CHF 240 Mio erhöht. Die EK-Quote hat sich deutlich um 650 Bp auf 49.5% reduziert, liegt damit aber immer noch auf einem im Branchenvergleich hohen Niveau.

Mittlerweile arbeitet das KSW dank der Neubesetzung von Stellen in der Pflege wieder auf dem angestrebten Vollbetrieb. Damit sollte ab dem Jahr 2024 wieder ein positiver EBITDAR möglich sein. Auch dank des eingeleiteten Massnahmenpakets zur Effizienzsteigerung strebt das KSW bis in vier Jahren wieder eine EBITDAR-Marge von rund 8% an. Dies ist notwendig, um positive FCF zu erwirtschaften. Diese sind die finanzielle Voraussetzung, um mittelfristig den Bau des zweiten Bettenhauses in Angriff nehmen zu können.

Outlook stabil

Mitte Mai haben wir das Rating von AA+ auf AA herabgestuft und gleichzeitig den Outlook von negativ auf stabil geändert. Der Grund für die Herabstufung ist, dass wir das Stand-alone-Rating um zwei Notches von bb+ auf bb-gesenkt haben. Wir haben diese Herabstufung des Stand-alone-Ratings vorgenommen, weil sich die bonitätsrelevanten Kennzahlen im zweiten Jahr in Folge deutlich und stärker als von uns erwartet verschlechtert haben. Unter der Annahme einer unverändert «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Zürich und eines gleichbleibenden Kantonsratings würde eine Herabstufung des Stand-alone-Ratings um einen zusätzlichen Notch keine weitere Ratingherabstufung auslösen.

Kinderspital Zürich – Eleonorenstiftung

ZKB: AA-/stabil S&P: -/- Moody's: -/-

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	359	348	349
EBITDA (Mio)	32	2	4
Reingewinn (Mio)	-15	-10	24
Funds from operations (Mio)	35	2	34
Free Cashflow (Mio)	-34	-103	-106
EK-Quote (%)	14.8	10.2	11.1
Net Debt/EBITDA (x)	9.5	196.3	140.2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	12.7	0.5	0.6

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Kinderspital

Bonitätsprofil

Stiftungszweck: Die «Kinderspital Zürich – Eleonorenstiftung» (Kispi) betreibt ein Kinderspital zur stationären und poliklinischen Behandlung von Kindern und Jugendlichen. Sie dient auch der wissenschaftlichen Forschung und Entwicklung sowie dem medizinischen Unterricht auf dem Gebiet der Kinderheilkunde sowie der Aus-, Weiter- und Fortbildung von Ärzten, Pflegepersonal und Personen aus anderen Berufen.

Das Kispi besteht seit 1868. Als private, gemeinnützige Stiftung im Sinne von Art. 80 ff. des Schweizerischen Zivilgesetzbuches leistet es mit dem Betrieb des Kinderspitals Zürich seit seiner Gründung einen wesentlichen Beitrag zur Gesundheitsversorgung in der Schweiz und insbesondere im Kanton Zürich.

Gestützt auf einen am 4. Mai 2024 kommunizierten Regierungsratsbeschluss wird das bestehende Kantonsdarlehen um CHF 100 Mio auf CHF 250 Mio erhöht und soll über eine Laufzeit von 25 Jahren verzinst und amortisiert werden. Neben der Zusicherung einer Subvention von max. CHF 35 Mio für das Jahr 2024 wird der Regierungsrat auf Antrag der Eleonorenstiftung und aufgrund eines rollenden Finanzreportings sowie unter Berücksichtigung der vom Kanton an die finanzielle Unterstützung geknüpften Bedingungen über eine weitere Subvention von max. CHF 25 Mio im Jahr 2025 entscheiden. Dieser Beschluss ist positiv zu werten, weil er dem Spital die notwendige Liquidität zur Aufrechterhaltung des Betriebs sichert.

Das Jahresergebnis des Kispi fiel 2023 deutlich schlechter aus als im GJ 2022. Die EBITDAR-Marge sank von 10.1% auf 1.9%, wobei der Personalaufwand in Prozenten des

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Kinderspital

Umsatzes von 64.2% auf 71.6% deutlich anstieg, u.a. belastet durch temporäre Mehrkosten im Zusammenhang mit dem bevorstehenden Umzug in den Neubau. Spenderertrag und Fördergelder, die das Ergebnis jeweils verzerren können, blieben mit CHF 36 Mio unverändert. Für den Neubau sind bis Ende 2023 Spendererträge von fast CHF 100 Mio eingegangen. Von der geplanten Investitionssumme für den Neubau von rund CHF 760 Mio (ursprünglich CHF 625 Mio) waren per Ende 2023 noch Mittelabflüsse von CHF 195 Mio offen. Hinzu kommen Investitionen in ein neues Klinikinformationssystem. Nach dieser Investitionsphase sollten die Investitionen für einige Jahre bei maximal CHF 10 Mio p.a. zu liegen kommen und dann auch positive FCF generiert werden können. Die EK-Quote ist um weitere 460 Bp auf 10.2% gesunken. Noch Ende 2020 lag sie bei 40.9%. Sie litt dann 2021 und 2022 stark unter Wertberichtigungen auf das im Bau befindliche Spitalgebäude.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating haben wir bei b belassen. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich 2023 weiter verschlechtert. Besonders negativ ist der substanzielle Rückgang der operativen Marge. Im GJ 2024 ist kaum mit einer Verbesserung zu rechnen, da es durch den Umzug in den Neubau geprägt sein wird. Wir gehen unverändert von einer impliziten Garantie mit «extrem hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Zürich aus. Diese Einschätzung wurde durch die jüngste finanzielle Unterstützung untermauert.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 300 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
32621391	0.250%	28.07.2028	200 Mio	-	32621395	0.750%	28.07.2036	100 Mio	-

Quelle: SIX

Luzerner Kantonsspital

ZKB: AA-/positiv S&P: --/– Moody's: --/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	1'153	1'214	1'240
EBITDA (Mio)	73	68	71
Reingewinn (Mio)	2	2	2
Funds from operations (Mio)	71	60	69
Free Cashflow (Mio)	14	-70	-141
EK-Quote (%)	52.3	49.9	41.5
Net Debt/EBITDA (x)	2.6	3.9	5.5
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	18.3	25.0	17.7

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LUKS

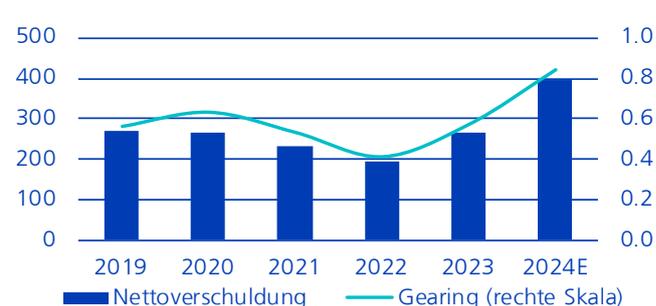
Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Mitte 2021 wurde die selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt Luzerner Kantonsspital (LUKS) in eine gemeinnützige Aktiengesellschaft mit dem Kanton Luzern als Alleinaktionär umgewandelt. Gleichzeitig übernahm die LUKS AG 60% der Aktien der Spital Nidwalden AG, die ebenfalls 2021 in eine AG umgewandelt worden war. Die LUKS-Gruppe umfasst fünf Spitäler in drei Kantonen: Luzern, Sursee und Wolhusen im Kanton Luzern, Stans im Kanton Nidwalden, Montana im Kanton Wallis. Letzteres Spital wird allerdings noch 2024 für CHF 13 Mio an die Swiss Medical Network (Aevis Victoria) verkauft.

Kerngeschäft: Die LUKS-Gruppe hat den Auftrag, die Bevölkerung des Kantons Luzern und der Zentralschweiz mit qualitativ hochstehenden medizinischen Leistungen zu versorgen. Das Leistungsspektrum umfasst sowohl die Grundversorgung als auch die spezialisierte und hochspezialisierte Medizin sowie weitere Dienstleistungen im Gesundheitsbereich.

Die Geschäftsentwicklung der LUKS war im GJ 2023 im Branchenvergleich stabil. Zwar stieg die adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 3.2x auf 4.3x, dies ist aber der mit Abstand tiefste Verschuldungsgrad der 15 von uns abgedeckten Spitäler. Die LUKS-Gruppe befindet sich in einer Phase umfangreicher Investitionen. Das grösste laufende Projekt ist der Neubau Kinderspital/Frauenklinik mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund CHF 350 Mio und einer geplanten Inbetriebnahme im Herbst 2026. Bis Ende 2023 wurden dafür CHF 70 Mio in der Geldflussrechnung verbucht. In Wolhusen beginnen 2024 die Arbeiten für einen Neubau mit einem geplanten Investitionsvolumen von rund CHF 170 Mio, der das heutige sanierungsbedürftige

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LUKS

Gebäude ersetzen wird. Für weitere Projekte, das neue Spital am Standort Sursee und das ambulante Zentrum in Luzern, sind die Planungsarbeiten im Gang. Für den Neubau des stationären Zentrums in Luzern (Bettenhaus) wird das Betriebskonzept erarbeitet. Insgesamt rechnet das LUKS mit Investitionen von ca. CHF 2.2 Mrd (inkl. Medizintechnik, IT, Mobilien etc.) bis 2036. Nach der Übernahme einer Mehrheitsbeteiligung von 60% am Spital Nidwalden (SpiNW) im Jahr 2021 wurde am 1. Mai 2023 eine Absichtserklärung für eine Verbundlösung zwischen dem Kantonsspital Obwalden (KSOW) und der LUKS-Gruppe unterzeichnet. Es ist angedacht, dass beim KSOW wie beim SpiNW die Immobilien beim Standortkanton verbleiben und das LUKS in rund fünf Jahren eine Mehrheitsbeteiligung von ebenfalls rund 60% am operativen Betrieb übernimmt. Voraussetzung dafür ist die Umwandlung der Rechtsform des KSOW in eine AG.

Outlook positiv

Das Stand-alone-Rating liegt wie im Vorjahr bei bb. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich 2023 gegenüber dem Vorjahr verschlechtert, sind jedoch im Branchenvergleich moderat. Das zukünftige Stand-alone-Rating wird u.a. von der Entwicklung des Verschuldungsgrades abhängen und diese wiederum von der Höhe der erzielten EBITDA-Marge. Der positive Outlook reflektiert den positiven Outlook im Rating des Kantons Luzern. Bei einem unveränderten oder bis zu zwei Notches tieferen Stand-alone-Rating würde eine Ratinghochstufung beim Kanton ceteris paribus auch zu einer Ratinghochstufung des LUKS um einen Notch führen.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 300 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
39863334	0.625%	25.09.2028	150 Mio	-	134674296	2.100%	21.06.2034	150 Mio	-

Quelle: SIX

See-Spital

ZKB: BB+/stabil S&P: –/– Moody's: –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	144	147	150
EBITDA (Mio)	8	8	9
Reingewinn (Mio)	3	-7	-3
Funds from operations (Mio)	5	6	7
Free Cashflow (Mio)	-21	-11	-7
EK-Quote (%)	35.4	33.6	33.1
Net Debt/EBITDA (x)	10.5	12.2	11.1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	5.1	5.1	5.6

Quellen: Zürcher Kantonalbank, See-Spital

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, See-Spital

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Das See-Spital mit Sitz in Horgen und Betriebsstätten in Horgen und Kilchberg ist eine privatrechtliche Stiftung im Sinne von Artikel 80 ff. des schweizerischen Zivilgesetzbuches.

Stiftungszweck: Die Stiftung bezweckt die Sicherstellung der gesetzlich vorgeschriebenen Spitalversorgung insbesondere in den Gemeinden des Bezirks Horgen im Einklang mit dem Gesundheitsgesetz.

Die EBITDAR-Marge 2023 sank YoY lediglich um 20 Bp auf 5.9%, was angesichts des allgemeinen Branchenumfelds, der Schliessung des Operationsbetriebs in Kilchberg und der erst im September 2022 erfolgten Inbetriebnahme des Neubaus (Trakt D) eine respektable Leistung ist. Im Oktober 2024 sollen die Infrastrukturbauten des Projekts NEO in Horgen abgeschlossen werden. Dafür sind noch Investitionen von rund CHF 13 Mio vorgesehen, die grösstenteils 2024 anfallen.

Outlook stabil

Mitte April haben wir das Rating von BBB– auf BB+ bei weiterhin stabilem Outlook herabgestuft, was auf die Senkung des Stand-alone-Ratings von bb auf bb– zurückzuführen ist. Wir gehen für den Fall finanzieller Schwierigkeiten unverändert von einer impliziten Garantie durch die finanzstarken Gemeinden des Bezirks Horgen mit einer «moderat hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit aus. Diese Annahme der Unterstützungswahrscheinlichkeit erachten wir weiterhin als angemessen – auch nach dem «Fall GZO» und trotz der Aussage des Stiftungsratspräsidenten des See-Spitals im Geschäftsbericht 2023 («Dies gilt besonders für Spitäler wie das See-Spital, wo nicht die

Gemeinde oder der Staat dahintersteht und das Defizit ausgleicht.»). Das See-Spital, das sich seit der Schliessung des Operationsbetriebs in Kilchberg auf den Standort Horgen konzentriert, ist für die Spitalversorgung der Gemeinden rund um Horgen von grosser Bedeutung, und wir gehen davon aus, dass sich die Bevölkerung einer finanziellen Unterstützung bei einer allfälligen Abstimmung im Bedarfsfall wohl nicht verschliessen würde. Allerdings handelt es sich um eine Stiftung, und die Gemeinden sind somit nicht am Spital beteiligt. Auch gäbe es im Falle eines finanziellen Stressszenarios unseres Wissens keinen festgelegten Schlüssel, gemäss dem die finanzielle Last auf die einzelnen Gemeinden verteilt würde. Dies könnte zu politischen und juristischen Auseinandersetzungen führen. Für das tiefere Stand-alone-Rating gibt es zwei Hauptgründe. Erstens haben die Unwägbarkeiten angesichts des allgemein anspruchsvollen Branchenumfelds mit der ungenügenden Tarifsituation zugenommen. Dies erschwert die Aufgabe, nach Abschluss der Bauinvestitionen die erforderlichen FCF zu erwirtschaften und das Stand-alone-Rating nach der Investitionsphase wieder in das Ratingsegment bb zurückzuführen. Zweitens dürfte mit dem «Fall GZO» die Refinanzierung für die Regionalspitäler schwieriger werden (Anleihe von CHF 100 Mio wird am 3. Juli 2026 zur Rückzahlung fällig), was auch zu höheren Finanzierungskosten führen könnte. Auch wird das See-Spital Investitionen in ein Klinikinformationssystem tätigen müssen. Ein Nachteil bleibt der geringe Umsatz des See-Spitals.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 100 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
37347697	1.250%	03.07.2026	100 Mio	-

Quelle: SIX

Spital Emmental

ZKB: BBB/stabil S&P: –/– Moody's: –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	204	216	224
EBITDA (Mio)	13	9	12
Reingewinn (Mio)	2	-3	0
Funds from operations (Mio)	19	9	10
Free Cashflow (Mio)	15	10	3
EK-Quote (%)	33.2	35.0	34.7
Net Debt/EBITDA (x)	5.4	7.1	4.8
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	8.2	4.5	5.4

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spital Emmental

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Spital Emmental AG (SE AG) ist ein regionales Spitalzentrum im Alleineigentum des Kantons Bern. Das Aktionärsverhältnis des Kantons zu den regionalen Spitalzentren wird in der Eignerstrategie des Kantons geregelt.

Kerngeschäft: Medizinische Grundversorgung für die Region Emmental, Kanton Bern; Listenspital des Kantons Bern

Die Gesellschaft wurde per 28. Juni 2023 von «Regionalspital Emmental AG» in «Spital Emmental AG» umfirmiert. Die Spital Emmental AG (SE AG) mit den beiden Standorten Burgdorf und Langnau musste 2023 wie fast alle Spitäler einen Rückgang bei der operativen Marge hinnehmen, konnte aber zum dritten Mal in Folge einen positiven FCF ausweisen. Der Betriebsertrag stieg YoY um 5.9% auf CHF 216 Mio, wovon 3.7% auf organisches Wachstum und 2.2% auf Akquisitionseffekte (Gastroenterologie am SE) zurückzuführen waren. Die EBITDAR-Marge sank um 240 Bp auf 4.4%. Die Personalaufwandsquote ist wie bei den meisten anderen Spitalern gestiegen – bei der SE AG um 70 Bp auf 62.6%. Der op. CF sank um CHF 4.4 Mio auf CHF 14 Mio. Da die Investitionen mit CHF 4.3 Mio auf tiefem Niveau verblieben, konnte dennoch ein FCF von CHF 10 Mio erwirtschaftet werden. Damit konnte die adj. Nettoverschuldung weiter abgebaut werden. Sie sank um CHF 11 Mio auf CHF 68 Mio. Durch die Reduktion der Finanzverbindlichkeiten – die fällig gewordene Anleihe von CHF 75 Mio wurde durch eine Anleihe mit einem Nominalwert von CHF 55 Mio ersetzt – nahm die Bilanzsumme um CHF 18 Mio auf CHF 188 Mio ab. Basierend auf dem vom Kanton Bern vorgegebenen «4+»-Regionen-Modell, gemäss dem aus den heutigen

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 55 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
125592444	3.000%	16.04.2027	55 Mio	-

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spital Emmental

7 Spitalregionen «4+»-Spitalregionen (das Plus steht für den «Jura Bernois») werden, muss die SE AG eng mit der Spital Region Oberaargau AG (SRO AG) zusammenarbeiten. Die konkrete Umsetzung und auch ob dies mittel- oder langfristig zu einer Fusion führen wird, ist noch offen. Auf Anfang Jahr wurde der Rettungsdienst zusammengelegt. Erfreulich ist, dass die SE AG auch in den kommenden Jahren in der Lage sein dürfte, positive FCF zu erwirtschaften und damit die Nettoverschuldung weiter abzubauen. Die bisher grösste geplante Investition der nächsten Jahre, die Sanierung des Operationstraktes in Langnau, wird nicht realisiert. Die Operationen werden ab Herbst 2024 am Standort Burgdorf konzentriert.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt unverändert bei bb-. Mitte April 2024 haben wir jedoch unsere Annahme zur Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Bern in einer möglichen finanziellen Stresssituation von «extrem hoch» auf «sehr hoch» reduziert, was zu einer Ratingherabstufung von A+ auf BBB geführt hat. Bei einem unveränderten Kantonsrating würde eine Höherstufung des Stand-alone-Ratings um einen Notch auch zu einer Höherstufung des Ratings um einen Notch führen, ebenso wie eine Herabstufung des Stand-alone-Ratings um einen Notch zu einer Herabstufung des Ratings um einen Notch führen würde. Bei anhaltend positiven FCF ist eine Höherstufung des Stand-alone-Ratings wahrscheinlicher als eine Herabstufung. Für eine Höherstufung ist jedoch u.a. eine Verbesserung der operativen Margen erforderlich.

Quelle: SIX

Spitalverband Limmattal

ZKB: A+/stabil S&P: --/– Moody's: --/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	226	226	234
EBITDA (Mio)	24	16	21
Reingewinn (Mio)	3	-5	0
Funds from operations (Mio)	18	13	18
Free Cashflow (Mio)	2	7	3
EK-Quote (%)	20.8	21.4	21.0
Net Debt/EBITDA (x)	10.4	14.8	11.3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	5.9	4.1	5.6

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitalverband Limmattal

Bonitätsprofil

Kerngeschäft: Der Spitalverband Limmattal (SVL) bezweckt die integrierte Gesundheitsversorgung der Bevölkerung durch den Betrieb des Spitals Limmattal mit einem Akutspital und einem Pflegezentrum, einem Rettungsdienst sowie vor- und nachgelagerten medizinischen, pflegerischen und therapeutischen Angeboten unter Berücksichtigung der regionalen und überregionalen gesundheitspolitischen Entwicklung sowie durch die Erfüllung des zugehörigen Bildungsauftrages. Sitz des Zweckverbandes ist Schlieren.

Im GJ 2023 stagnierten die Erträge YoY bei CHF 226 Mio. Wie bei den meisten Spitälern ist die EBITDAR-Marge auch beim SVL deutlich um 330 Bp auf 7.3% gesunken. Dies ist vor allem auf den Anstieg der Personalaufwandsquote um 260 Bp auf 65.6% zurückzuführen. Dennoch weist der SVL damit weiterhin die höchste EBITDAR-Marge der 14 von uns abgedeckten öffentlichen Spitälern auf. Der op. CF sank um 26% auf CHF 17 Mio. Dank Investitionen von lediglich CHF 10 Mio resultierte dennoch ein FCF von CHF 6.8 Mio. Entsprechend sank die Nettoverschuldung um diesen Betrag auf CHF 243 Mio. Seit dem Höchststand im Jahr 2019 hat sich die Nettoverschuldung um CHF 36 Mio reduziert. Aufgrund des tieferen EBITDA stieg die Ratio Net Debt/EBITDA dennoch von 10.4x auf 14.8x. Die Refinanzierung der Ende November 2023 fällig gewordenen Anleihe von CHF 100 Mio erfolgte mit einem Festdarlehen von CHF 70 Mio. Somit hat der SVL noch eine Anleihe von CHF 120 Mio mit einer Laufzeit bis 15. Mai 2025 ausstehen. Insgesamt beliefen sich die Finanzverbindlichkeiten per Ende 2023 auf CHF 277 Mio.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 120 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
27658109	0.550%	15.05.2025	120 Mio	-

Anteil Einwohnerzahl am Spitalverband Limmattal*



*per Ende 2023

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Spitalverband Limmattal

Outlook stabil

Positiv zu vermerken ist, dass der SVL die Grossinvestitionen für den Neubau des Akutspitals und des Pflegezentrums in Schlieren abgeschlossen hat. Der SVL erneuert derzeit die gesamte Informations- und Kommunikations-technologie-Infrastruktur. Im Zentrum steht dabei die Erneuerung des Klinikinformationssystems (KISIM). Dadurch werden die Investitionen 2024 und 2025 wieder etwas höher ausfallen, dennoch ist ein positiver FCF auf niedrigem Niveau realistisch.

Ende Mai 2024 haben wir das Rating von A+ bestätigt, jedoch den Outlook von negativ auf stabil angehoben. Das Finanzrisikoprofil hat keinen Einfluss auf die Ratingeinstufung des SVL, da dieser nach unserem Verständnis über eine explizite Garantie der öffentlichen Hand verfügt. Gemäss Art. 60 der Statuten haften die Verbandsgemeinden im Verhältnis ihrer Einwohnerzahl für die Verbindlichkeiten. Die Spanne reicht dabei von der Gemeinde Aesch mit 1'696 Einwohnern per Ende 2023 und einem von uns berechneten Haftungsanteil von 1.8% bis zur Stadt Dietikon mit 28'092 Einwohnern und einem Anteil von 30%. Die Statuten sehen keine Solidarhaftung vor. Die Verbandsgemeinden können unter Wahrung einer dreijährigen Kündigungsfrist auf das Ende eines Kalenderjahres aus dem Verband austreten. Unser Rating stützt sich daher auf die Bonität der schwächsten Mitgliedsgemeinde(n), die wir mit A+ bewerten. Die Outlookverbesserung auf stabil basiert auf einer aktualisierten Einschätzung der Ratings der elf Verbandsgemeinden.

Quelle: SIX

Stiftung Kantonsspital Graubünden

ZKB: AA-/stabil **S&P:** -/- **Moody's:** -/-

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	472	516	536
EBITDA (Mio)	30	28	37
Reingewinn (Mio)	10	2	8
Funds from operations (Mio)	31	26	38
Free Cashflow (Mio)	-59	-49	-56
EK-Quote (%)	44.0	39.8	35.0
Net Debt/EBITDA (x)	6.6	9.8	9.1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA) (x)	45.6	13.5	9.7

Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSGR

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) ist eine selbständige Stiftung des privaten Rechts gemäss Artikel 80 ff. des Schweizerischen Zivilgesetzbuches

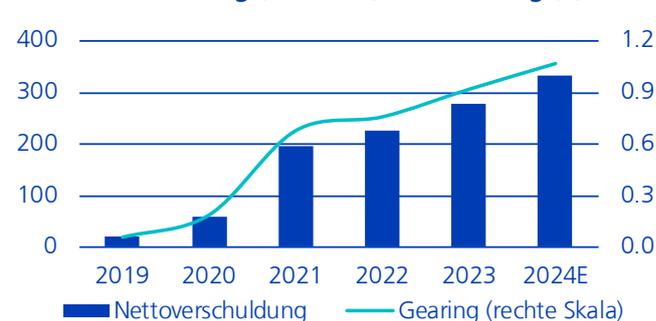
Stiftungszweck: Die Stiftung hat den Zweck, für eine bedarfsgerechte, wirtschaftliche und qualitativ hochstehende medizinische Grund- und Zentrumsversorgung der Spitalregion Churer Rheintal, des übrigen Kantonsgebiets sowie des erweiterten Einzugsgebiets zu sorgen.

Am 1. Januar 2023 wurde das Spital Walenstadt im Kanton St. Gallen in die Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) integriert. Die Integration verlief nach Angaben des KSGR erfolgreich und reibungslos. Damit verfügt das KSGR neben den drei Standorten in Chur (Hauptstandort, Fontana, Kreuzspital) über einen vierten Standort. Hinzu kommen die beiden Standorte St. Moritz und Fläsch der Klinik Gut AG. Die Akquisition widerspiegelt sich in der Steigerung des Betriebsertrages YoY um 9.4% auf CHF 516 Mio, wobei die stationären Erträge um 12% und die ambulanten Erträge um 9.8% zunahmen. Bereits im Vorjahr (+15%) war die Ertragsentwicklung durch eine Akquisition, damals war es die Klinik Gut, positiv beeinflusst worden. Im GJ 2023 hätte sich auch ohne die Akquisition des Spitals Walenstadt eine positive Umsatzentwicklung ergeben. Bei der operativen Margenentwicklung konnte sich das KSGR dem allgemeinen Branchentrend nicht entziehen. Die EBITDAR-Marge ging von 9.0% auf 6.6% zurück. Sie liegt damit aber immer noch auf einem im Branchenvergleich überdurchschnittlichen Niveau. Zudem ist zu berücksichtigen, dass das Ergebnis durch die Integration des Spitals Walenstadt und den Neubau der Klinik

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 130 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
111822340	0.150%	08.07.2030	130 Mio	-

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, KSGR

Gut in St. Moritz-Bad (Eröffnung im Dezember 2023) belastet wurde. Mit dem Wegfall dieser beiden Faktoren strebt das KSGR im GJ 2024 eine Verbesserung der EBITDAR-Marge an.

Outlook stabil

Teil 2 des Bauprojekts «SUN» schreitet planmässig voran. Die Rohbauarbeiten laufen seit Herbst 2022 und werden derzeit abgeschlossen. Die Fertigstellung von Teil 2 des Bauprojekts «SUN» ist für Ende 2026 geplant. Der Betrieb soll Anfang 2027 aufgenommen werden. In den nächsten zehn Jahren sind Investitionen von rund CHF 550 Mio geplant, davon rund CHF 90 Mio im GJ 2024. In der Investitionssumme von CHF 550 Mio ist auch die vorgesehene Sanierung der Frauenklinik Fontana enthalten, für die es aber noch keine konkreten Pläne gibt. Das Stand-alone-Rating liegt bei bb. Die bonitätsrelevanten Finanzkennzahlen haben sich YoY verschlechtert, wir erwarten diesbezüglich jedoch eine Stabilisierung in den nächsten zwei Jahren. Ab dem GJ 2028 erscheinen nachhaltig positive FCF wieder realistisch. Wir gehen unverändert von einer impliziten Garantie durch den Kanton Graubünden mit einer «extrem hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit aus. Unter der Annahme einer unveränderten Unterstützungswahrscheinlichkeit und eines unveränderten Kantonsratings ist eine Ratingrückstufung trotz des erwarteten weiteren Anstiegs der Nettoverschuldung in den nächsten Jahren schon deshalb wenig wahrscheinlich, weil wir sonst das Stand-alone-Rating um drei Notches herabstufen müssten.

Quelle: SIX

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024E
Betriebsertrag (Mio)	1'511	1'578	1'603
EBITDA (Mio)	61	32	41
Reingewinn (Mio)	-22	-49	-43
Funds from operations (Mio)	70	33	32
Free Cashflow (Mio)	-78	-95	-171
EK-Quote (%)	56.7	50.3	43.9
Net Debt/EBITDA (x)	5.8	13.8	13.9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA) (x)	43.3	6.3	5.7

Quellen: Zürcher Kantonalbank, USZ

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Das UniversitätsSpital Zürich (USZ) ist – gestützt auf das Gesetz über das UniversitätsSpital Zürich (USZG) – eine Anstalt des kantonalen öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit und Sitz in Zürich.

Kerngeschäft: Gesamtes Spektrum der spezialisierten und hochspezialisierten Medizin sowie der Grundversorgung mit Ausnahme der klassischen Psychiatrie und der Kinderheilkunde. Das USZ ist im Kanton Zürich die erste Anlaufstelle für komplexe und schwere Krankheitsfälle. Als regionales und nationales Zentrumsspital für universitäre Medizin leistet das Krankenhaus auch einen wichtigen Beitrag zur schweizerischen Gesundheitsversorgung.

Insbesondere im H1 2023 musste das USZ wie bereits im H2 2022 aufgrund des Fachkräftemangels Bettenschließungen vornehmen, was die Profitabilität erneut belastete. Die EBITDAR-Marge sank gegenüber dem Vorjahr um 200 Bp auf 3.6%, was hauptsächlich auf den höheren Personalaufwand zurückzuführen war. Die Personalaufwandsquote stieg von 61.1% auf 62.4%. Die adj. Ratio Net Debt/EBITDA erhöhte sich v.a. aufgrund des tieferen EBITDA von 6.2x auf 11.3x. Die EK-Quote reduzierte sich deutlich um 630 Bp auf immer noch hohe 50.3%.

Im GJ 2024 dürften die Investitionen deutlich auf über CHF 200 Mio ansteigen. Die Infrastruktur des USZ bedarf einer umfassenden Gesamterneuerung mit einem Investitionsvolumen in den nächsten zehn Jahren von rund CHF 1.7 Mrd. Hinzu kommen Investitionen von rund CHF 300 Mio für die Digitalisierung des Betriebs. Besonders belastend ist, dass derzeit jährlich rund CHF 60 bis 80 Mio

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, USZ

in die Sanierung der Altbauten investiert werden müssen. Dabei sind auch Auflagen des Denkmalschutzes zu erfüllen. Der Kanton Zürich prüft zurzeit, ob er sich finanziell daran beteiligen wird. Noch 2024 soll mit den Neubauarbeiten für das Bauprojekt «Campus MITTE1|2» begonnen werden. Darin werden u.a. das neue Notfallzentrum mit über 250 Betten, wovon 94 Intensivpflegeplätze sind, sowie Operationssäle untergebracht. Der Bezug ist für 2031 geplant. Für dieses Bauvorhaben sind Investitionen von rund CHF 950 Mio vorgesehen. Diese Zahl hat sich gegenüber früheren Aussagen um CHF 150 Mio erhöht. Davon sind CHF 100 Mio auf die Teuerung und CHF 50 Mio auf Mehrkosten für die Ausstattung (Medizintechnik, Informatik etc.) zurückzuführen. Für die Einführung eines neuen Klinikinformationssystems wird dieses Jahr die Submission durchgeführt.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei bb–. Wir gehen unverändert von einer impliziten Garantie des Kt. Zürich mit einer «extrem hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit aus. Das Stand-alone-Rating wird durch die geplanten hohen Investitionen in den kommenden Jahren belastet. Nach Abschluss des Bauvorhabens «Campus MITTE1|2» werden weitere hohe Investitionen folgen. Das Stand-alone-Rating könnte ohne Auswirkung auf das Rating um einen Notch reduziert werden. Das künftige Stand-alone-Rating wird u.a. davon abhängen, wie sich das operative Ergebnis entwickelt und ob und in welchem Umfang sich der Kanton Zürich an der Sanierung der Altbauten beteiligt.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 420 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
39863344	0.550%	28.09.2028	120 Mio	-	137390443	1.650%	26.09.2036	150 Mio	-
137390442	1.500%	27.09.2032	150 Mio	-					

Quelle: SIX

Offenlegungen und Disclaimer

Die in diesem Bericht angegebenen Kurse entsprechen den Schlusskursen des Vortags, sofern keine anderen Angaben gemacht werden. Die Angaben zu Preisen und Verfügbarkeit der Finanzinstrumente sind unverbindlich und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die vollständigen rechtlichen Hinweise zu Emittenten ausserhalb der Schweiz (keine Kotierung in der Schweiz) finden Sie in der letzten veröffentlichten Unternehmensstudie zum jeweiligen Emittenten.

Die Funktionsbezeichnung der verantwortlichen Finanzanalysten lautet «Equity Research Analyst» (Aktien) oder «Credit Research Analyst» (Obligationen), sofern in diesem Bericht keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

Es besteht keine unmittelbare Abhängigkeit zwischen der Vergütung der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten einerseits und den Wertpapierdienstleistungen, anderen Geschäften oder Handelsgebühren der Zürcher Kantonalbank und ihrer Gruppengesellschaften andererseits. Die variable Vergütung der Finanzanalysten ist abhängig vom Gesamtergebnis der Zürcher Kantonalbank und richtet sich damit auch nach der Gesamtprofitabilität der Zürcher Kantonalbank. Ein Teil des Gesamtergebnisses wird durch Investmentbanking-Aktivitäten generiert. Aus diesem Grund kann die Entschädigung der Finanzanalysten als indirekt von diesem Bericht abhängig betrachtet werden.

Erklärung der Finanzanalysten

Die aufgeführten Finanzanalysten, die für den Inhalt des vorliegenden Berichts verantwortlich sind, bestätigen, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten ausschliesslich und zuverlässig ihre persönlichen Ansichten zu den Unternehmen wiedergeben und dass sie diesen Bericht eigenständig und unabhängig, auch von der Zürcher Kantonalbank, erstellt haben. Da die persönlichen Ansichten der Finanzanalysten voneinander abweichen können, ist es möglich, dass die Zürcher Kantonalbank Publikationen erstellt hat oder erstellen wird, die mit den hier dargestellten Informationen nicht übereinstimmen und/oder zu anderen Schlussfolgerungen kommen.

Die Finanzanalysten erklären, dass sie keine Beziehungen zu Personen unterhalten, die mit dem Emittenten verbunden sind, und dass sie zum Emittenten oder einer Person oder Gesellschaft, die die Interessen des Emittenten vertritt, keine geschäftlichen Beziehungen pflegen und keine Vergütung für erbrachte Dienstleistungen erhalten. Die Finanzanalysten und die Mitglieder ihres Haushalts halten in ihren persönlichen Anlageportfolios weder direkt noch indirekt mehr als 5% ihres persönlichen Nettovermögens in Wertpapieren, die von dem/den in diesem Bericht analysierten Emittenten begeben wurden, noch sind sie persönlich am Erwerb, Verkauf oder Handel solcher Wertpapiere auf dem Markt beteiligt. Weder die Finanzanalysten noch die Mitglieder der Haushalte der Finanzanalysten sind leitende Angestellte, Organe oder Beiratsmitglieder der in diesem Bericht analysierten Unternehmen.

Die für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten erklären hiermit, dass kein Teil ihrer Vergütung direkt oder indirekt mit einer bestimmten hierin dargelegten Empfehlung oder Ansicht oder mit der Preisfestsetzung eines der hierin besprochenen Wertpapiere verbunden war, ist oder sein wird.

Eigengeschäfte der Finanzanalysten

Sofern der hauptverantwortliche Finanzanalyst direkt oder indirekt Wertpapiere eines Emittenten hält, werden nachfolgend Datum und Preis des letzten Erwerbs aufgeführt.

- Equity-Research-Analysten: Novartis (18.09.2016), Roche (06.03.2014), Sandoz (04.10.2023)
- Credit-Research-Analysten: Bell Food Group (18.08.2015), Emmi (01.11.2007), SGS (21.09.2015)

Mitwirkung an Kapitalmarkttransaktionen

Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an folgenden Kapitalmarkttransaktionen mitgewirkt:

Allreal, Amag Leasing AG, Baloise, BancaStato, Barry Callebaut, BC Neuchâteloise, BNP Paribas S.A., Burckhardt Compression, Calida Group, Carlo Gavazzi, Cembra Money Bank, Coop, CPH Group, Döttikon ES, EFG International, Emmi Finanz AG, ENAG, Ez Gem. Wohnbauträger (EGW), Galenica, GAM Holding, Geberit, Givaudan, Glarner KB, Helvetia Schweizerische Versicherungsgesellschaft AG, Helvetia Swiss Property Fund, Hilti, Holcim, Implenja, Insel Gruppe, IWB, Julius Bär, Kanton Bern, Kanton Tessin, Kanton Zürich, Kantonsspital Aarau, Kantonsspital Baden, Kantonsspital St. Gallen, Kenova, Kinderspital Zürich, Kraftwerke Oberhasli, Laliq Group, LLB, Lonza Swiss Finanz AG, Luzerner Kantonsspital, Luzerner KB, Medartis, Meier Tobler, Meyer Burger, Mobimo, Münchener Hypothekbank, Municipality Finance Plc, Nant de Drance SA, Nestlé, Novartis, OC Oerlikon, Partners Group, Pfandbriefzentrale, Phoenix Mecano, PSP, R&S Group, Raiffeisen Schweiz, Rhätische Bahn (RhB), Schweizer Lebensvers. und Rentenanstalt, SGS, Sika, St. Galler KB, Stadler Rail, Stadt Bern, Stadt Biel, Stadt Gené, Stadt Lausanne, Stadt Lugano, Stadt Zürich, StarragTornosGr, Stiftung PWG, Swiss Life, Swiss Pr St Fin, Swisscom, Swissgrid, Temenos, UBS AG (London Branch), UBS Group, Valiant, Viseca, Walliser KB, WWZ, Zürcher Kantonalbank, Zurich Insurance Group

Beteiligungen der Zürcher Kantonalbank

- Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Viseca Payment Services SA und über 5% an der BC du Jura.
- Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Pfandbriefzentrale) und refinanziert einen Teil ihres Hypothekengeschäfts über die Pfandbriefzentrale. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend der Pfandbriefzentrale auswirken.

Verhältnis zum Kanton Zürich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts des Kantons Zürich. Die Rahmenbedingungen ihrer Organisation und Geschäftstätigkeit werden vom Gesetz über die Zürcher Kantonalbank und von den sich daraus ergebenden Reglementen vorgegeben. Der Kantonsrat des Kantons Zürich hat die Oberaufsicht über die Zürcher Kantonalbank und ist dabei u.a. zuständig für die Wahl der Mitglieder des Bankrats und des Bankpräsidiums sowie für die Abnahme der Jahresrechnung und des Geschäftsberichts der Zürcher Kantonalbank. Der Kanton Zürich haftet für alle Verbindlichkeiten der Zürcher Kantonalbank, soweit deren eigene Mittel nicht ausreichen. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend des Kantons Zürich bzw. der von diesem emittierten Finanzinstrumenten auswirken können.

Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen der Zürcher Kantonalbank

Im Falle von Nettokaufpositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von steigenden Kursen. Im Falle von Nettoverkaufspositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von fallenden Kursen. Die Zürcher Kantonalbank hält folgende Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen von mindestens 0.5% des Aktienkapitals der nachfolgend bezeichneten Unternehmen:

- Nettokaufpositionen: BC du Jura
- Nettoverkaufspositionen: Keine

Offenlegung von grossen Krediten

Offengelegt werden grosse Kredite, für die eine bilaterale Offenlegungsvereinbarung zwischen dem Kreditnehmer und der Zürcher Kantonalbank als Kreditgeberin vorliegt und wo entsprechend die Möglichkeit besteht, dass dem Finanzanalysten diese Geschäftsbeziehung bekannt ist. Andere Kreditbeziehungen unterliegen dem Bankkundengeheimnis, und es existieren innerhalb der Zürcher Kantonalbank «Chinese Walls», die verhindern, dass der Finanzanalyst Kenntnis von solchen Geschäftsbeziehungen hat.

Die Zürcher Kantonalbank hat aktuell Kredite an folgende Emittenten ausstehend: Arbonia, Ascom, Bossard, Dormakaba, Feintool, Julius Bär, Komax, Nant de Drance SA, Partners Group, PSP, Rieter, Siegfried, Stadler Rail, Swiss Prime Site, Swiss Reinsurance Co., Swisscom, u-blox

Paid Equity Research

Die Zürcher Kantonalbank erstellt Research im Rahmen des «Stage-Programms» der SIX Swiss Exchange (<https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/equity/services-for-equity-issuers/stage-program-de.pdf>). Hierfür wird die Zürcher Kantonalbank von der SIX Swiss Exchange finanziell entschädigt; der durch die Zürcher Kantonalbank mit Researchpublikationen abgedeckte Emittent entrichtet ein Entgelt an die SIX Swiss Exchange.

Folgende Unternehmen werden aktuell mit «Paid Equity-Research» im Rahmen des «Stage-Programms» durch die Zürcher Kantonalbank abgedeckt: Addex Therapeutics, Basilea, Cicor, CPH Group, HIAG, Ina Invest AG, Orascom Development, Orell Füssli, Romande Energie, SF Urban Properties AG, StarragTornosGr, Titlis Bergbahnen, Warteck Invest, Zug Estates

Offenlegung weiterer Interessenkonflikte

Ganz allgemein können sich Interessenkonflikte daraus ergeben, dass die Zürcher Kantonalbank im Rahmen ihrer üblichen Unternehmenstätigkeit ein Interesse daran hat, bestehende Geschäftsbeziehungen zum Emittenten (soweit vorhanden) auszubauen und neue Geschäftsbeziehungen einzugehen.

Eine Beschreibung der Regelungen und Informationsschranken zum Umgang mit Interessenkonflikten ist unter <https://www.zkb.ch/de/rechtliches/handelsgeschaef/handel-kapitalmarkt.html> einsehbar.

Sofern Beiträge in diesem Bericht durch Organisationseinheiten erstellt wurden, die nicht den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (nachfolgend «die Richtlinien») genannt, herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile vermerkt. Die vorliegenden rechtlichen Hinweise kommen nur bei jenen Beiträgen zur Anwendung, die als Finanzanalyse im Sinne der Richtlinie qualifizieren.

Die Zürcher Kantonalbank hat Vorkehrungen getroffen, um sicherzustellen, dass:

- Finanzanalysten und andere relevante Personen, die den wahrscheinlichen Zeitplan oder Inhalt einer Finanzanalyse kennen, die für die Öffentlichkeit oder für Kunden nicht zugänglich ist und aus den öffentlich verfügbaren Informationen nicht ohne Weiteres abgeleitet werden kann, persönliche oder im Namen einer anderen Person, einschliesslich der Zürcher Kantonalbank, getätigte Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder mit damit verbundenen Finanzinstrumenten nur als Market-Maker in gutem Glauben und im normalen Verlauf des Market-Making oder in Ausführung eines unaufgeforderten Kundenauftrags nur dann tätigen, wenn die Empfänger der Finanzanalyse ausreichend Gelegenheit hatten, auf diese zu reagieren;
- Finanzanalysten und alle anderen an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten relevanten Personen nur unter aussergewöhnlichen Umständen und mit vorheriger Genehmigung eines Mitarbeiters der Rechtsabteilung oder der Compliance-Funktion der Zürcher Kantonalbank ein den aktuellen Empfehlungen zuwiderlaufendes persönliches Geschäft mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen;
- eine physische Trennung zwischen den an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten Finanzanalysten und anderen relevanten Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren können, gegeben ist;
- die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen keine Anreize von Personen annehmen, die ein wesentliches Interesse am Gegenstand der Finanzanalysen haben;

– die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen Emittenten keine für sie günstige Analyse versprechen;
 – Emittenten, relevanten Personen mit Ausnahme von Finanzanalysten und sonstigen Personen nicht gestattet ist, den Entwurf dieser Finanzanalyse auf die Korrektheit der darin dargestellten Sachverhalte oder einen anderen Zweck hin zu überprüfen, wenn der Entwurf eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthält, es sei denn, es geht darum, die Einhaltung der rechtlichen Pflichten durch die Zürcher Kantonalbank zu kontrollieren.

Liste aller Empfehlungen der letzten 12 Monate

Eine Liste aller Berichte und der darin enthaltenen Empfehlungen, die in den vergangenen 12 Monaten über irgendeinen Emittenten oder ein Finanzinstrument verbreitet wurden, kann unter <https://zkb-finance.mdgms.com> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das Finanzinfos+ Portal haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Ratingverteilung der Unternehmen im Schweizer Researchuniversum

– Absolute Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 64; Marktgewichten 98; Untergewichten 13)
 – Prozentuale Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 36.57%; Marktgewichten 56.00%; Untergewichten 7.43%)
 – Kunden mit IB-Dienstleistungen pro Kategorie (Übergewichten 65.63%; Marktgewichten 61.22%; Untergewichten 46.15%)
 Die Übersicht wird jeweils zum Quartalsanfang aktualisiert und gibt aktuell den Stand zu diesem Zeitpunkt wieder: 30.06.2024

Relevante Aktien- und Immobilienfondsumstufungen der letzten 12 Monate

Autoneum	Graubündner KB	Sonova
01.07.2024 von Untergewichten auf Marktgewichten	15.12.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	06.08.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten
BC de Genève	Investis	Straumann
15.12.2023 von keine Einstufung auf Übergewichten	07.06.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten	04.03.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
Comet	Kühne + Nagel	Swisscom
22.05.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten	30.10.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	14.05.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
Dätwyler	Mobimo	Temenos
30.04.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten	21.03.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten	26.07.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten
Glarner KB	Partners Group	Zug Estates
15.12.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	26.09.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	21.06.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
		07.12.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten

Relevante Bond-Rating-/Outlook-Änderungen der letzten 12 Monate

ABB	Genève Aéroport	Kühne + Nagel
22.07.2024 von A-/stabil auf A-/positiv	21.03.2024 von BBB+/positiv auf A-/stabil	19.12.2023 von NR auf A/stabil
Allreal	Georg Fischer	OC Oerlikon
11.03.2024 von BBB-/negativ auf BBB/stabil	21.11.2023 von BBB-/negativ auf BBB/stabil	29.02.2024 von BBB-/stabil auf BBB-/negativ
Alpiq	Glarner KB	Repower
01.03.2024 von BBB/stabil auf BBB/positiv	21.05.2024 von AA+/negativ auf AA/stabil	11.04.2024 von BBB/stabil auf BBB+/stabil
Aryzta	Grande Dixence	Schaffhauser KB
11.10.2023 von BB-/positiv auf BB/positiv	01.03.2024 von BBB/stabil auf BBB/positiv	21.05.2024 von AA+/positiv auf AAA/stabil
19.08.2024 von BB/positiv auf BB+/stabil	GZO Spital Wetzikon	See-Spital
Autoneum	05.04.2024 von BBB-/stabil auf CC/negativ	15.04.2024 von BBB-/stabil auf BB+/stabil
20.03.2024 von BB-/stabil auf BB-/positiv	15.05.2024 von CC/negativ auf C/negativ	Spital Emmental
Basellandschaftliche KB	HIAG	15.04.2024 von A+/stabil auf BBB/stabil
21.05.2024 von AA/positiv auf AA/stabil	15.03.2024 von BBB-/stabil auf BBB-/positiv	Spitalverband Limmattal
BC de Genève	Insel Gruppe	28.05.2024 von A+/negativ auf A+/stabil
21.05.2024 von A+/negativ auf A+/stabil	08.12.2023 von NR auf A+/stabil	Stiftung PWG
Burckhardt Compression	IWB	19.03.2024 von NR auf AA-/stabil
05.06.2024 von BB+/positiv auf BBB-/stabil	25.06.2024 von NR auf AA+/stabil	Swisscom
Cembra Money Bank	Kanton Basel-Landschaft	13.02.2024 von A-/stabil auf A-/positiv
26.02.2024 von A-/negativ auf A-/stabil	17.05.2024 von AA/positiv auf AA/stabil	26.03.2024 von A-/positiv auf A-/stabil
Credit Suisse AG	Kanton Genf	Temenos
09.02.2024 von A/negativ auf A/stabil	17.05.2024 von AA-/negativ auf AA-/stabil	24.04.2024 von BB+/negativ auf BB+/stabil
Ermli	Kantonsspital Baselland	UBS AG
08.07.2024 von A-/stabil auf A-/negativ	06.06.2024 von A+/positiv auf A/stabil	09.02.2024 von A/negativ auf A/stabil
Eurofima	Kantonsspital Winterthur	UBS Group
29.05.2024 von AA+/negativ auf AA/stabil	16.05.2024 von AA+/negativ auf AA/stabil	09.02.2024 von BBB+/negativ auf BBB+/stabil
Flughafen Zürich	Kudelski	Viseca
12.03.2024 von A/stabil auf A/positiv	23.02.2024 von B/negativ auf B-/negativ	03.10.2023 von NR auf A/stabil
Galderma Group		
27.08.2024 von NR auf BBB-/stabil		

Faktencheck

Zwecks Überprüfung der faktischen Aspekte kann die Zürcher Kantonalbank diesen Bericht vor dessen Veröffentlichung in einer redigierten, auf die Fakten beschränkten Fassung dem Emittenten und anderen Dritten zukommen lassen. Dabei werden weder Einstufungen noch Kursziele oder andere zentrale Einschätzungen kommuniziert oder thematisiert.

Erläuterung der Einstufungen

Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «Kaufen», «Halten» oder «Verkaufen», sondern nur relative Einstufungen («Übergewichten», «Marktgewichten», «Untergewichten») gegenüber einer Benchmark. Bei Schweizer Aktien ist die Benchmark der Swiss Performance Index (SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtrendite (Total Return), die sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtrendite erwartet. Die Angabe «Restricted» zeigt an, dass aus rechtlichen Gründen die Abgabe von Einschätzungen zum entsprechenden Titel vorübergehend eingestellt wurde, wobei nicht ausgeschlossen ist, dass sich eine vorübergehende Einstellung über einen längeren Zeitraum erstreckt oder sogar zur definitiven Einstellung der Abdeckung führt.

Methodik

Die grundlegenden methodischen Analyse- und Bewertungsansätze, die vom Research der Zürcher Kantonalbank bei der Erstellung ihrer Publikationen berücksichtigt bzw. verwendet werden, finden Sie unter <https://zkb-finance.mdgms.com/media/files/Research-Methodik.pdf>. Es handelt sich bei dieser Finanzanalyse zu Schweizer Aktiengesellschaften, Schweizer Immobilienfonds und Schweizer Emittenten um primäres Research (d.h., die zugrunde liegenden Informationen können direkt vom Emittenten stammen).

Sofern nichts anderes erwähnt wird, basieren die Empfehlungen und Einstufungen auf einer Fundamentalanalyse. Auf der Grundlage der veröffentlichten und allenfalls adjustierten Zahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung, Cashflowrechnung etc.) und des Branchen- und Marktumfelds erstellen die Finanzanalysten Prognosen. Zur Anwendung kommen Bewertungsmethoden wie Discounted Cashflow, Bewertungsvergleiche im historischen Kontext, im Vergleich zu Konkurrenten oder Unternehmen in vergleichbaren Sektoren/Märkten oder Sum-of-the-Parts-Bewertungen.

Eine Vielzahl von Faktoren kann Einfluss auf den Geschäftsverlauf haben und dazu führen, dass die effektive Entwicklung von der ursprünglichen Prognose abweicht. Dazu gehören Wechselkursschwankungen, Veränderungen im Management, konjunkturelle Einflüsse, regulatorische Änderungen, Konkurrenzsituation, technische Probleme mit Produkten, Nachfrageveränderungen, Probleme mit Inputstoffen/Rohstoffen, Fusionen und Akquisitionen etc. Diese Aufzählung ist nicht abschliessend. Entsprechend können die Einstufung und das relative Kurspotenzial jederzeit aufgrund neuer verfügbarer Informationen ändern.

Aktualisierung

Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Schätzungen und Prognosen stellen die aktuellen Sichtweisen und Meinungen der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich daher ohne Vorankündigung ändern. Berichte über Emittenten oder Finanzinstrumente werden grundsätzlich, und solange nichts anderes vermerkt ist, anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen oder beim Bekanntwerden von kurs- oder ratingrelevanten Informationen vom Research der Zürcher Kantonalbank aktualisiert. Ob und wann eine Aktualisierung erfolgt, steht im alleinigen Ermessen der Zürcher Kantonalbank. Diese ist nicht verpflichtet, den vorliegenden Bericht zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen. Ein fester Aktualisierungszyklus ist nicht vorgesehen. Wird die Abdeckung eines Emittenten beendet, informiert die Zürcher Kantonalbank die Research-Empfänger schriftlich.

Quellenangabe

Die Informationen in diesem Bericht stammen aus verschiedenen Quellen, die unseres Erachtens zuverlässig sind. Grundsätzlich stammen alle Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen. Sofern dies nicht der Fall ist (etwa wenn die Zürcher Kantonalbank Informationen direkt vom Emittenten erhalten hat), enthält der Bericht einen entsprechenden Vermerk.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Zürcher Kantonalbank untersteht der prudenziellen Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

Diverse rechtliche Hinweise

Der vorliegende Bericht dient ausschliesslich Informationszwecken. Er stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie dar und sollte auch nicht als solcher verstanden werden; der Empfänger ist für eine eigenständige Beurteilung verantwortlich. Die in diesem Bericht erörterten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Dieser Bericht berücksichtigt nicht die Anlageziele, die finanzielle Situation oder die spezifischen Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen aus rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher oder anderer Sicht zu prüfen.

Dieser Bericht ist kein Prospekt und kein Basisinformationsblatt. Er wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank gibt jedoch weder eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung ab, noch übernimmt sie eine Garantie für den Inhalt, insbesondere nicht für die Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Richtigkeit der Informationen. Die Zürcher Kantonalbank lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, eine vollständige Darstellung oder Zusammenfassung der darin erwähnten Wertpapiere, Märkte oder Entwicklungen zu bieten.

Sofern es sich bei einem Bericht lediglich um eine Zusammenfassung einer Researchpublikation handelt, stehen weiterführende Informationen zur jeweiligen Gesellschaft in Form der «Daily Market Opinion» oder von Studien zur Verfügung. Bezüglich dieser zusätzlichen Informationen wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Kundenbetreuer.

Wenn ein Finanzinstrument auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann sich eine Änderung der Wechselkurse nachteilig auf den Kurs oder den Wert des Finanzinstruments oder die daraus erzielten Erträge auswirken, und Anleger, die auf der Grundlage dieses Berichts eine Anlage tätigen, tragen das Währungsrisiko. Die Erträge aus Finanzinstrumenten können schwanken, da deren Kurs oder Wert entweder direkt oder indirekt steigen oder fallen kann. Vergangene Performance ist kein Indikator für zukünftige Performance. Der Kurs von Wertpapieren kann sowohl steigen als auch sinken. Infolgedessen erhalten Anleger möglicherweise den ursprünglich investierten Betrag nicht zurück. Wechselkursveränderungen können den Wert von Anlagen sowohl vergrössern als auch reduzieren.

Die Verbreitung und/oder Vervielfältigung dieses Berichts oder von Teilen davon ist untersagt, es sei denn, es liegt diesbezüglich eine schriftliche Vereinbarung mit der Zürcher Kantonalbank vor. Zusätzliche Informationen zu den in diesem Bericht behandelten Finanzinstrumenten sind auf Anfrage erhältlich.

Verwendung im Ausland

Dieser Bericht richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Bonitätseinschätzungen (Ratings) der Zürcher Kantonalbank sind ausschliesslich für die Verbreitung in der Schweiz zugelassen.

Zusätzliche Informationen für Kunden im Vereinigten Königreich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine unabhängige öffentlich-rechtliche Einrichtung, die nach Schweizer Recht und dem Recht des Kantons Zürich gegründet wurde und tätig ist und über eine Schweizer Banklizenz verfügt. Sie hat keinen ständigen Geschäftssitz im Vereinigten Königreich und unterliegt nicht dem Financial Services and Markets Act 2000. Der Schutz, den das britische Regulierungssystem bietet, gilt nicht für die Empfänger von Informationen oder Unterlagen, die von der Zürcher Kantonalbank zur Verfügung gestellt werden, und Entschädigungen im Rahmen des Financial Services Compensation Scheme werden nicht gewährt. Die ZKB Securities (UK) Ltd., Mutual House, 70 Conduit Street, London W1S 2GF, United Kingdom («ZKB Securities»), gegründet in England und Wales als Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Companies Act 2006 mit der Firmennummer 12488177, ist von der Financial Conduct Authority beaufsichtigt und autorisiert mit der Firmenreferenznummer 922650 und befugt, Research im Vereinigten Königreich zu vertreiben.

Sofern die ZKB Securities diesen Bericht nicht selbst verbreitet, genehmigt sie ihn im erforderlichen Umfang als finanzielle Vertriebsförderung für die Zwecke von Abschnitt 21 des Financial Services and Markets Act 2000 und in Übereinstimmung mit dem Conduct of Business Sourcebook im Financial Conduct Authority Handbook. Dieser Bericht ist nur zur Verteilung an geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden bestimmt. Die Zürcher Kantonalbank handelt nicht mit Retailkunden; sollten solche diesen Bericht erhalten, sollten sie ihn und seinen Inhalt ignorieren.

Jeglicher Kontakt mit Finanzanalysten, Brokern oder anderen Mitarbeitenden der Zürcher Kantonalbank muss direkt über die Zürcher Kantonalbank erfolgen und nicht über Büros oder Mitarbeitende von mit der Zürcher Kantonalbank verbundenen Unternehmen in Grossbritannien.

Eine Zusammenfassung der Weisung der ZKB Securities zum Umgang mit Interessenkonflikten finden Sie auf <https://www.zkb.co.uk>.

Zusätzliche Informationen für US-Personen

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten von Auerbach Grayson & Company LLC («AGC»), einem bei der U.S. Securities and Exchange Commission registrierten Broker-Dealer und Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority und der Securities Investor Protection Corporation, vertrieben. AGC übernimmt die Verantwortung für diesen Bericht im Sinne des US-Rechts.

US-Personen, die diesen Bericht erhalten und eine Transaktion mit einem in diesem Bericht erwähnten Wertpapier tätigen möchten, sollten sich mit AGC unter +1 212 557 4444 in Verbindung setzen. Dieser Bericht ist, wenn er von der Zürcher Kantonalbank von ausserhalb der Vereinigten Staaten verteilt wird, ausschliesslich zur Verteilung an «major U.S. institutional investors» gemäss Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung bestimmt.

Weder AGC noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, einschliesslich ihrer Mitarbeitenden, besitzen 1% oder mehr irgendeiner Kategorie der Aktien der in diesem Bericht analysierten Unternehmen. Darüber hinaus haben weder AGC noch die mit ihr verbundenen Unternehmen (a) in den letzten 12 Monaten ein öffentliches Wertpapierangebot für die jeweiligen Emittenten durchgeführt; (b) in den letzten 12 Monaten eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten erhalten; noch erwarten sie (c), innerhalb der nächsten 3 Monate eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten zu erhalten, oder beabsichtigen, eine solche einzufordern.

AGC hat zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Berichts keine Market-Making-Aktivitäten in den Wertpapieren der betreffenden Emittenten ausgeübt.

Copyright © 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.