

Schweizer Spitäler

«Cash is King» gilt auch für die Spitäler
Fokus Fixed Income | 28. August 2025

Diese Branchenstudie befasst sich mit den Spitälern, 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:

«Fall GZO AG» wirft weiterhin einen Schatten auf den Spitalsektor

- Das Segment der Spitäler am CHF-Kapitalmarkt ist immer noch von der Tatsache überschattet, dass die GZO AG ihre 2024 fällig gewordene Anleihe über CHF 170 Mio bis heute nicht zurückbezahlt hat.
- Im Vergleich zum selben Zeitpunkt im Vorjahr haben sich die Spreads der Spitalanleihen nur wenig verändert. Die Investoren beurteilen Spitalanleihen derzeit vorsichtiger, als es unsere Fundamentalratings vorgäben.

Operative Margen leicht verbessert, aber nach wie vor zu niedrig

- Die durchschnittliche EBITDAR-Marge der 15 von uns abgedeckten Spitäler hat sich im GJ24 YoY leicht von 4.2% auf 5.6% verbessert. Damit bleibt sie aber ungenügend. Das Hauptproblem ist weiterhin, dass die Spitäler die höheren Kosten nicht wie in anderen Branchen durch höhere Preise bzw. Tarife ausgleichen können.
- Die beiden grossen bevorstehenden Änderungen in der Finanzierung der Spitalleistungen sind die Ablösung des aktuell gültigen ambulanten Tarifsystems Tarmed durch Tardoc ab dem 1. Januar 2026 sowie die Einführung der Einheitlichen Finanzierung (Efaz) ab dem Jahr 2028. Beide Reformen, insbesondere Efaz, werden finanzielle Auswirkungen auf die Spitäler haben.

Angespannte Finanzlage manifestiert sich auch im hohen Verschuldungsgrad

- Die Verschuldungsgrade der Spitäler, gemessen an der Kennzahl Net Debt/EBITDA, sind weiterhin sehr hoch.
- Von zentraler Bedeutung sind die Free Cashflows. Um nachhaltig Schulden abzubauen bzw. Reserven aufzubauen, müssen sich die Free Cashflows verbessern.

Bisherige Ratingänderungen im Jahr 2025

- Wir haben eine Ratingänderung vorgenommen und die LUKS Gruppe von AA-/positiv auf AA/stabil hochgestuft, da das Rating des Kantons Luzern angehoben wurde. Mit der KSA AG und der KSB AG basierten zwei der drei vorgenommenen Outlookverbesserungen auch auf dem Kantonsrating. Einzig die Outlookverbesserung für die Insel Gruppe von negativ auf stabil basierte auf der Stand-alone-Betrachtung des Spitals. Im Kontrast zu den positiven Rating-/Outlookanpassungen stehen die vorgenommenen Anpassungen der Stand-alone-Ratings. Für die fünf Spitäler KSB AG, KSBL, KSGR, LUKS Gruppe und USZ haben wir das Stand-alone-Rating jeweils um einen Notch gesenkt.



Branchenstudie

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

Quelle: ZKB

Neubau Kantonsspital Baden



Quelle: KSB (Copyright KSB)

Analyst:

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

Inhaltsverzeichnis

1	Beruhigung im Jahr eins nach dem «Fall GZO AG»	5
2	15 Spitäler in Kürze	6
2.1	GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG).....	6
2.2	Hirslanden	6
2.3	HOCH Health Ostschweiz (HOCH).....	6
2.4	Insel Gruppe	7
2.5	Kantonsspital Aarau AG (KSA AG)	7
2.6	Kantonsspital Baden AG (KSB AG)	7
2.7	Kantonsspital Baselland (KSBL).....	8
2.8	Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR).....	8
2.9	Kantonsspital Winterthur (KSW).....	8
2.10	Kinderspital Zürich (Kispi).....	8
2.11	Luzerner Kantonsspital (LUKS Gruppe)	9
2.12	See-Spital	9
2.13	Spital Emmental AG (SE AG)	10
2.14	Spitalverband Limmattal (SVL).....	10
2.15	UniversitätsSpital Zürich (USZ)	10
3	Übersicht über die Spitäler der Schweiz	11
3.1	Spitallandschaft Schweiz.....	11
3.2	Rückgang der Pflageage, 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	Es gibt dennoch Veränderungen in der Spitallandschaft	13
3.4.2	Partnerschaft im Jurabogen zwischen Krankenkasse, Spital und Kanton	14
3.4.3	Unterschiedliche Subventionierung der Spitäler je nach Kanton	14
3.4.4	Die von der Politik vorgegebenen Spielregeln können sich jederzeit ändern	15
3.5	Bevorstehende Finanzierungsänderungen der Spitalleistungen	15
3.5.1	Einheitliche Finanzierung ambulanter und stationärer Leistungen (Efas)	15
3.5.2	Neue Tarifstruktur für ambulante Leistungen ab 2026.....	17
3.6	Anteil der halbprivat und privat versicherten Patienten unter Druck	18
4	Spitäler und Finanzen	18
4.1	Spitäler mit allgemein tiefer Rentabilität	18
4.2	EBITDAR-Marge der Spitäler hat sich 2024 leicht verbessert.....	19
4.3	Ursachen der Finanzprobleme der Spitäler.....	21
4.3.1	Tarifanpassungen nur unzureichend möglich	21
4.3.2	Steigende Personalkosten	22
4.3.3	Andere belastende Faktoren	23
4.4	Vermehrt ausserordentliche finanzielle Unterstützung durch die öffentliche Hand	23
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 zwei Emissionen von Spitalern im laufenden Jahr	27
5.3	Ausstehende Anleihen müssen refinanziert werden.....	27

6	Analyse von Finanzkennzahlen der 15 von uns abgedeckten Spitäler	28
6.1	Wieder höheres Umsatzwachstum	28
6.2	Trotz Verbesserungen weiterhin zu niedrige EBITDAR-Margen	29
6.2.1	Personalkosten sind der mit Abstand grösste Kostenblock	30
6.3	Erneut nur wenige Spitäler mit einem Reingewinn	30
6.4	Rückgang der Investitionen auf das Niveau von 2021/2022	30
6.5	Der Free Cashflow ist von zentraler Bedeutung	32
6.6	Nettoverschuldung	33
6.7	Unverändert sehr hohe Verschuldungsgrade	34
6.8	Stark unterschiedliche Eigenkapitalquoten	35
6.9	Zinsdeckungsgrad gewinnt wieder etwas an Aussagekraft	36
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	Bonitätseinschätzung	45
8.1	Ausblick Spitäler insgesamt	45
8.1.1	Leichte Verbesserung bei den EBITDAR-Margen	45
8.1.2	Hohe Verschuldungsgrade	45
8.1.3	Finanzieller Druck auf den Spitälern bleibt hoch	45
8.1.4	Auswirkungen der beiden grossen Reformen	46
8.1.5	Eine Trendumkehr bei den Stand-alone-Ratings ist nicht abzusehen	46
8.2	Rating- bzw. Outlookänderungen	47
9	Überblick Finanzkennzahlen	47
10	Profile der Spitäler	54
	GZO Spital Wetzikon	55
	Hirslanden 56	
	HOCH Health Ostschweiz	57
	Insel Gruppe	58
	Kantonsspital Aarau	59
	Kantonsspital Baden	60
	Kantonsspital Baselland	61
	Kantonsspital Winterthur	62
	Kinderspital Zürich – Eleonorenstiftung	63
	Luzerner Kantonsspital	64
	See-Spital	65
	Spital Emmental	66
	Spitalverband Limmattal	67
	Stiftung Kantonsspital Graubünden	68
	UniversitätsSpital Zürich	69

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Neubau Kinderspital Zürich.....	11
Abbildung 2: Entwicklung Anzahl Spitäler sowie Betten und Beschäftigte pro Spital 2000 bis 2023.....	12
Abbildung 3: Krankenhausbetten pro 1'000 Einwohner je Kanton im Jahr 2022*.....	12
Abbildung 4: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall nach Kanton für das Jahr 2022 (in CHF)*.....	15
Abbildung 5: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall nach Kanton für das Jahr 2022.....	15
Abbildung 6: Anteil der halbprivat und privat versicherten stationären Patienten (%).....	18
Abbildung 7: Anteil der zusatzversicherten Patienten (%) in Bezug zur durchschnittlichen EBITDAR-Marge 2020-24.....	18
Abbildung 8: Ausgewählte Spitäler – EBITDAR-Margen 2024 und 2023 sowie Umsatz 2024.....	20
Abbildung 9: Plakathinweis am bisherigen Standort: «Umzug Kinderspital Zürich».....	23
Abbildung 10: Anzahl Spitalemittenten mit Gesamtvolumen am CHF-Kapitalmarkt.....	26
Abbildung 11: Ausstehende Spitalanleihen nach Fälligkeitsjahr (CHF Mio).....	27
Abbildung 12: Umsatzentwicklung 2023 vs. 2022 und 2024 vs. 2023.....	28
Abbildung 13: Personalaufwandsquote 2022-2024 (%).....	30
Abbildung 14: Investitionsvolumen 2024–2027E nach Spitälern (CHF Mio).....	31
Abbildung 15: Kumuliertes Investitionsvolumen im Verhältnis zum kumulierten operativen Cashflow 2020–2024 (x).....	31
Abbildung 16: Kumulierter Free Cashflow 2023–2028E (CHF Mio).....	32
Abbildung 17: Entwicklung nicht adj. Nettoverschuldung 2024–2027E (CHF Mio).....	33
Abbildung 18: Verhältnis adj. Nettoverschuldung 2024 und 2027E zur Summe des operativen Cashflows 2022–2027E (x).....	34
Abbildung 19: Eigenkapitalquote 2024 und 2027E (%).....	35
Abbildung 20: EBITDA/Zinsaufwand 2024 und 2026E (x).....	36
Abbildung 21: Kantonsspital Winterthur Hybrid OP.....	37
Abbildung 22: Current Ratio und Quick Ratio 2024 und 2025E.....	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: EBITDAR-Marge 2019–2026E (%).....	29
Tabelle 3: Nicht adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA 2022–2027E (x).....	35
Tabelle 4: Entwicklung der Spreads ausstehender Spitalanleihen.....	40
Tabelle 5: Ratingmatrix unter der Annahme einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	42
Tabelle 6: Ratingmatrix unter der Annahme einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	43
Tabelle 7: Ratingmatrix unter der Annahme einer «moderat hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung.....	44
Tabelle 8: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2019.....	48
Tabelle 9: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2022.....	49
Tabelle 10: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2023.....	50
Tabelle 11: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2024.....	51

1 Beruhigung im Jahr eins nach dem «Fall GZO AG»

Noch immer steht das Segment der Spitäler am CHF-Kapitalmarkt im Schatten der Tatsache, dass die GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG) ihre am 12. Juni 2024 fällige Anleihe über CHF 170 Mio bis heute nicht zurückbezahlen konnte. Die Saga der GZO AG hat seither viele Kapitel dazubekommen, und noch immer ist das Ende ungewiss. Die Spitäler stehen seither unter viel intensiverer Beobachtung von Politik und Medien. Am CHF-Kapitalmarkt ist die offensichtlichste Auswirkung, dass die Spreads für die Spitäler seither auf einem höheren Niveau liegen. Erfreulich ist hingegen, dass trotz des Zahlungsausfalls der GZO AG im Jahr 2024 sieben verschiedene Spitäler Anleihen emittiert haben. Im laufenden Jahr haben mit der KSA AG und dem KSW bislang zwei Spitäler eine Anleihe emittiert. 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. Durch den «Fall GZO AG» hat die Unsicherheit bezüglich der angenommenen Unterstützungswahrscheinlichkeiten zugenommen. Gleichzeitig hat die implizite bzw. explizite Garantie der Gebietskörperschaften dadurch nochmals an Bedeutung gewonnen. Diverse Spitäler profitierten denn auch von einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch die Gebietskörperschaften.

Trotz des «Falls GZO AG» gab es diverse Anleihensemissionen im Spitalsegment

Die Stand-alone-Ratings der Spitäler stehen weiterhin unter Druck. Zwar hat sich die durchschnittliche operative Marge der Krankenhäuser 2024 gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert – vor allem dank leicht höherer Tarife, aber auch dank Kosteneinsparungsmassnahmen –, sie liegt aber weiterhin deutlich im ungenügenden Bereich. Die durchschnittliche EBITDAR-Marge (EBITDAR = earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, and rent costs) ist bei den 15 von uns abgedeckten Spitälern im Jahr 2024 gegenüber dem Vorjahr von 4.2% auf 5.6% angestiegen. Trotz der höheren EBITDA sind die Verschuldungsgrade der Spitäler gemessen an der Kennzahl Net Debt/EBITDA weiterhin sehr hoch. Auch die Zinsdeckungsgrade sind trotz des unverändert niedrigen Zinsniveaus sehr tief, was auf eine ungenügende Schuldtragfähigkeit hinweist. In den Pressemitteilungen der Spitäler und in der Medienberichterstattung wird in erster Linie auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung eingegangen. Von zentraler Bedeutung ist allerdings die Höhe des Free Cashflow (FCF). Ohne einen positiven FCF können keine Schulden abgebaut werden bzw. keine Mittel für zukünftige Investitionen geschaffen werden. Derzeit sind die FCFs aber auf einem zu tiefen Niveau, um nachhaltig Schulden abzubauen bzw. Reserven aufzubauen. Die angespannte Finanzsituation manifestiert sich auch in der Verschlechterung der Bilanzrelationen. So sank die durchschnittliche Eigenkapitalquote der von uns abgedeckten Spitäler (ohne GZO AG) seit 2019 kontinuierlich von 48% auf 32%. Der Investitionsbedarf bleibt branchenweit hoch. Ohne eine ausreichende finanzielle Ausstattung ist die Investitionsfähigkeit gefährdet.

Die Stand-alone-Ratings der Spitäler stehen weiterhin unter Druck

Das Hauptproblem der Spitäler ist, dass sie gestiegene Kosten nicht einfach durch höhere Preise bzw. Tarife ausgleichen können, wie es in anderen Branchen der Fall ist. Die Tarife sind nicht das Ergebnis von Angebot und Nachfrage, sondern von Verhandlungen mit den Krankenkassen, die auf politischen Prozessen basieren. Teuerungsbedingte Kostensteigerungen werden erst mit Verzögerung und nur zum Teil in den Tarifen berücksichtigt. Auf den ersten Blick wirken sich (zu) tiefe Tarife kostendämpfend auf die Krankenkassenprämien aus. Allerdings muss die Deckungslücke schlussendlich doch von der Öffentlichkeit übernommen werden: Wenn nicht die Prämienzahler für die Gesundheitskosten aufkommen, dann eben die Steuerzahler.

Die Tarifsituation stellt für die Spitäler nach wie vor eine grosse Herausforderung dar

2 15 Spitäler in Kürze

Nachstehend geben wir einen kurzen Überblick Über die Aspekte, die neben der allgemeinen operativen Entwicklung bei den 15 von uns abgedeckten Spitälern in nächster Zeit von zentraler Bedeutung sind.

2.1 GZO AG Spital Wetzikon (GZO AG)

Im «Fokus Fixed Income» Über die Schweizer Spitäler vom 30. August 2024 gingen wir im Detail darauf ein, wie es dazu kam, dass die am 12. Juni 2024 fällig gewordenen Anleihe nicht fristgerecht zurückbezahlt werden konnte.

Die Zustimmung aller Aktionärgemeinden stellt eine grosse Hürde dar, die Zustimmung der Gläubiger eine noch grössere

Die GZO AG befindet sich seit dem 19. Dezember 2024 in definitiver Nachlassstundung, die maximal zwei Jahre dauern kann. Der Verwaltungsrat wurde im April komplett neu besetzt. Die operative Sanierung der GZO AG ist an sich schon eine grosse Herausforderung, die weitaus grössere bleibt jedoch die finanzielle Sanierung. Das Sanierungskonzept sieht eine Erhöhung des Eigenkapitals durch die Gemeinden um CHF 50 Mio vor. In allen 12 Aktionärgemeinden werden die Stimmberechtigten darüber befinden können, ob sich die Gemeinde entsprechend den heutigen Beteiligungsverhältnissen an der Sanierung beteiligen soll. Die Exekutiven der beiden Gemeinden Rüti – mit einem Aktienanteil von 13.4% nach Wetzikon (25.5%) zweitgrösste Aktionärin der GZO AG – und Bubikon (3.1%) empfehlen ihren Stimmberechtigten im Gegensatz zu den anderen zehn Gemeinden, den Antrag abzulehnen. Als erste Gemeinden haben Fischenthal (2.6%), Grüningen (3.3%) und Seegräben (1.4%) im Juni mit grosser Mehrheit der Kapitalerhöhung zugestimmt. In allen anderen Gemeinden findet am 30. November eine Urnenabstimmung statt. Die weitaus grössere Hürde ist jedoch die Zustimmung der Gläubiger zum umstrittenen Schuldenschnitt von derzeit geplanten 65% bis 70%. Der neue VR-Präsident hat angedeutet, dass es bezüglich der Höhe des Schuldenschnitts noch Spielraum für Anpassungen geben könnte. Am 8. September 2025 findet eine ausserordentliche Gläubigerversammlung nach SchKG 295b statt. Im Frühjahr 2026 soll dann die Gläubigerversammlung mit der Abstimmung Über den ordentlichen Nachlassvertrag folgen.

2.2 Hirslanden

Hirslanden hat noch eine Anleihe mit einem Restbetrag von CHF 46 Mio ausstehen, die am 25. Februar 2026 fällig wird. Angesichts der aktuellen Kommunikation von Hirslanden gehen wir nicht davon aus, dass sich das Unternehmen Über den Anleihenmarkt refinanzieren wird. Seit der Dekotierung der Hauptaktionärin Mediclinic im Jahr 2023 haben sich die verfügbaren Informationen Über Hirslanden verschlechtert und damit die Transparenz deutlich abgenommen. Es fehlt seitdem im Geschäftsbericht eine qualitative schriftliche Einschätzung des Managements zum Geschäftsjahr sowie eine Einschätzung zum Ausblick.

Die Refinanzierung der letzten noch ausstehenden Anleihe dürfte Hirslanden kaum Über den Anleihenmarkt vornehmen

2.3 HOCH Health Ostschweiz (HOCH)

Die vier St. Galler Spitalverbunde «Kantonsspital St. Gallen (KSSG)», «Spitalregion Rheintal Werdenberg Sarganserland», «Spital Linth» und «Spitalregion Fürstenland Toggenburg» wurden per 1. Januar 2025 zu HOCH Health Ostschweiz zusammengeführt. Das fusionierte Unternehmen erwirtschaftete 2024 einen Umsatz von CHF 1.4 Mrd und schloss das Geschäftsjahr mit einem Reinverlust von CHF -0.8 Mio ab.

Detaillierte konsolidierte Zahlen für HOCH liegen erst mit dem Abschluss für das GJ25 vor

Das Minus hätte um Sondereffekte bereinigt CHF -25 Mio betragen. Die EBITDA-Marge inkl. Sondereffekte lag bei 6.1% (Vj: 1.2%). Detailliertere Zahlen liegen für HOCH nicht vor bzw. werden erst mit dem Abschluss für das GJ25 veröffentlicht. Unser Stand-alone-Rating beruht deshalb noch auf den Zahlen des KSSG. An der Einschätzung der Unterstützungswahrscheinlichkeit durch den Kanton St. Gallen werden wir aufgrund des Zusammenschlusses keine Änderung vornehmen. Die Systemrelevanz des Spitals hat sich für den Kanton durch die Fusion tendenziell weiter erhöht.

2.4 Insel Gruppe

Ein wesentlicher Vorteil gegenüber diversen anderen grösseren Spitälern mit ausstehenden Anleihen am CHF-Kapitalmarkt ist, dass die Insel Gruppe ihr wichtigstes Bauprojekt, den Neubau des Hauptgebäudes (Anna-Seiler-Haus), abgeschlossen hat. Im 2H24 konnte die Insel Gruppe – anders als noch im 1H24 befürchtet – eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielen. Die eingeleiteten Kostensenkungs- und Digitalisierungsmassnahmen sollten sich in Zukunft positiv auf das Ergebnis auswirken, auch wenn die Herausforderungen weiterhin gross sind. Im 1H25 konnte die Insel Gruppe an die Ergebnisverbesserung des 1H24 anknüpfen und eine EBITDA-Marge von 10.1% (Vj: -0-8%) erzielen. Es ist realistisch, dass die Insel Gruppe im laufenden GJ25 erstmals seit 2019 wieder einen positiven FCF erwirtschaften kann. Ein positiver FCF in den kommenden Jahren ist von zentraler Bedeutung, damit die Nettoverschuldung von CHF 579 Mio (nicht adj.) bzw. CHF 723 Mio (adj.) per Ende 2024 wieder reduziert werden kann.

Es ist realistisch, dass die Insel Gruppe im GJ25 erstmals seit 2019 wieder einen positiven FCF erwirtschaftet

2.5 Kantonsspital Aarau AG (KSA AG)

Die KSA AG befindet sich mitten in ihrem Neubauprojekt in Aarau. Die Inbetriebnahme ist für den 1. Januar 2027 vorgesehen. Der erwartete Kostenrahmen beträgt unverändert CHF 756 Mio. Der Mittelabfluss für die Investitionen in den Neubau belief sich bis Ende 2024 auf CHF 450 Mio. Neben den Investitionen in den Neubau liegen die übrigen Investitionen bei rund CHF 30–35 Mio p.a. Es ist wichtig, dass die Investitionen der KSA AG in diesem Rahmen bleiben. Aufgrund des hohen Investitionsvolumens in den nächsten drei Jahren und der damit zu erwartenden hohen negativen FCF dürfte der Verschuldungsgrad bis 2027 wieder deutlich ansteigen. Spätestens ab dem Geschäftsjahr 2029 müsste die KSA AG in der Lage sein, positive FCFs zu erwirtschaften.

Für den Neubau in Aarau sind bis 2027 nochmals hohe Investitionen erforderlich

2.6 Kantonsspital Baden AG (KSB AG)

Nach sechsjähriger Bauzeit bezog das KSB Ende Februar seinen Neubau. Die Vorbereitungen für den Umzug haben Spuren in der Rechnung 2024 hinterlassen. Anfang April hatten wir das Stand-alone-Rating um einen Notch auf b+ gesenkt. Gründe hierfür waren u.a. der hohe Verschuldungsgrad und der niedrige Zinsdeckungsgrad in Verbindung mit der Erwartung, dass der FCF für weitere zwei Geschäftsjahre – wenn auch auf deutlich niedrigerem Niveau – negativ bleiben würde. Mit der Inbetriebnahme des Neubaus ist der grösste Unsicherheitsfaktor weggefallen. Die operative Marge sollte im GJ24 den Tiefpunkt erreicht haben und sich in den nächsten Jahren kontinuierlich verbessern. Ab 2027 dürften sich die Investitionen in der Grössenordnung von rund CHF 20 Mio p.a. bewegen und damit positive FCF ermöglichen.

Die operative Marge sollte im GJ24 ihren Tiefpunkt erreicht haben

2.7 Kantonsspital Baselland (KSBL)

Beim KSBL sind die Finanzkennzahlen trotz einer leichten Verbesserung im GJ24 gegenüber dem Vorjahr auf einem tiefen Niveau geblieben. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der bevorstehenden grossen Investitionen von rund CHF 1.3 Mrd in den nächsten 20 Jahren zu berücksichtigen. Wie dem Geschäftsbericht 2024 zu entnehmen ist, rechnet das KSBL für weitere drei Jahre mit einer sehr tiefen operativen Marge aufgrund erwarteter Initialkosten für das Ergebnisverbesserungsprogramm. Das KSBL steht vor der wegweisenden Entscheidung, ob das Spital auch zukünftig mit den beiden Standorten Liestal und Bruderholz weitergeführt wird oder ob diese zugunsten eines neuen Zentrumsspitals aufgegeben werden. Der VR des KSBL geht davon aus, dass der Variantenentscheid 2026 vom Landrat (Parlament) und allenfalls vom Volk gefällt wird. Aus Sicht der Obligationäre ist positiv, dass dem Regierungsrat bewusst ist, dass das KSBL zur Finanzierung der notwendigen Investitionen auf die finanzielle Unterstützung des Kantons angewiesen ist.

Das KSBL steht vor einer wegweisenden Entscheidung: Soll das Spital auch in Zukunft mit den beiden Standorten Liestal und Bruderholz weitergeführt werden? Oder sollen diese zugunsten eines neuen Zentrumsspitals aufgegeben werden?

2.8 Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR)

Der zweite Teil des Bauprojekts «SUN» schreitet plan- und budgetgemäss voran. Er soll Ende 2026 abgeschlossen sein. Anfang 2027 soll der Betrieb im neuen Gebäude aufgenommen werden. Dadurch sollten zusätzliche Synergieeffekte entstehen. In den nächsten zehn Jahren sind Investitionen von rund CHF 500 Mio geplant, davon rund CHF 100 Mio im GJ25. Eine neue Immobilienstrategie ist in Erarbeitung und soll Ende 2025 dem Verwaltungsrat vorgestellt werden. Die Unterhaltsinvestitionen liegen bei rund CHF 20 Mio p.a. Die Nettoverschuldung dürfte bis zum GJ27 weiter ansteigen, ab dem GJ28 scheinen positive FCFs realistisch zu sein.

Die Nettoverschuldung dürfte bis zum GJ27 weiter ansteigen. Ab dem GJ28 sind positive FCFs realistisch

2.9 Kantonsspital Winterthur (KSW)

Mit der Ergebnisverbesserung im GJ24 haben sich die bonitätsrelevanten Kennzahlen leicht verbessert, befinden sich aber weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Um das gegenwärtige Stand-alone-Rating von bb– zu erhalten, sind deutlich bessere Kennzahlen erforderlich, vor allem ein positiver FCF. Die Anzeichen stehen gut, dass das KSW solche erreichen wird. Die Investitionen dürften in den nächsten Jahren leicht über CHF 30 Mio p.a. liegen, was zu positiven FCF führen sollte. Grössere Investitionen sind erst wieder Anfang der 2030er-Jahre zu erwarten. 2025 dürfte die Rechnung des KSW von wahrscheinlichen Tarifanpassungen im stationären Bereich und damit verbundenen Rückerstattungen für vergangene Jahre profitieren. Hinsichtlich der Unterstützungswahrscheinlichkeit durch den Kanton Zürich ist folgende Passage im Geschäftsbericht 2024 interessant: «Der Kanton sieht aktuell von einer Abgeltung der ungedeckten Immobilienkosten an das KSW ab, weil es die aktuelle finanzielle Lage des KSW nicht erfordert ... Um die tariflich nicht gedeckten Kosten zur Finanzierung des ausgewiesenen Investitionsstaus tragen zu können, wird das KSW falls erforderlich auf den Kanton zugehen, damit eine Finanzierungslösung geprüft werden kann.»

Grössere Investitionen sind erst wieder Anfang der 2030er-Jahre zu erwarten

2.10 Kinderspital Zürich (Kispi)

Anfang November 2024 hat das Kispi seinen Betrieb am neuen Standort aufgenommen. Im Umzugsjahr gerät die operative Marge von Spitälern in der Regel unter Druck, u.a. weil zusätzliche Personalkosten anfallen. Dies war im GJ24 im Kispi der Fall. Nur dank des hohen Spendenertrags konnte der EBITDAR mit CHF 13 Mio im positiven Bereich gehalten werden. Da 2025 noch offene Rechnungen von rund CHF 50 Mio aus dem Neubau zu begleichen sind, wird der FCF nochmals deutlich negativ ausfallen.

Die Finanzlage des Kispi ist angespannt

len. Ab dem GJ26 könnte der FCF positiv sein, was aber eine Verbesserung der operativen Marge voraussetzt. Das Ziel muss daher sein, so schnell wie möglich einen positiven EBITDA auch ohne Spendenerträge und Fördergelder zu erwirtschaften. Von der Tarifseite sollte zumindest eine leichte Unterstützung kommen, obwohl die Tarife für Kinderspitäler auch weiterhin noch weniger genügen als für allgemeine Akutspitäler. Ende Juni gab es diverse kritische Medienartikel zur Finanzlage des Kispi, das im 1H25 deutliche Verluste erwirtschaftet haben soll. Das Kispi äusserte sich nicht zu diesen Angaben. Zumindest im Normalfall veröffentlicht das Kispi unterjährig kein Update zur finanziellen Lage.

Das Stand-alone-Rating liegt bei b. Es widerspiegelt die angespannte finanzielle Lage des Kispi. Eine Rückstufung des Stand-alone-Ratings um einen Notch hätte keine Auswirkung auf das Rating, solange wir an der «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Zürich festhalten und dessen Rating bei AAA bleibt. Eine Rückstufung des Stand-alone-Ratings um zwei Notches hätte aber eine Rückstufung des Ratings um sechs Notches auf BBB– zur Folge. Dabei halten wir uns an die Ratingmethodik von S&P. Die Annahme der «extrem hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit wird zurzeit durch diverse Faktoren unterstützt. Dazu gehören die erneute a.o. Subventionszahlung von CHF 25 Mio im GJ25 und auch, dass das Kispi 2025 nochmals ein Darlehen von CHF 50 Mio aus der im letzten Jahr beschlossenen Erhöhung des Kantondarlehens beziehen kann. In diesem Sinne ist es auch positiv zu werten, dass der Regierungsrat im Januar 2025 beschlossen hat, dass der Kanton die Entwicklung des Spitals in den nächsten Jahren eng begleitet. Aufgrund der aktuellen finanziellen Lage des Kispi und der damit verbundenen Risiken hat der Kanton wieder zwei Vertreter in den Stiftungsrat des Kispi entsandt, nachdem er dort seit 2015 nicht mehr vertreten war.

2.11 Luzerner Kantonsspital (LUKS Gruppe)

Die LUKS Gruppe ist derzeit in verschiedene Infrastrukturprojekte involviert, was einen hohen Investitionsbedarf zur Folge hat. In Luzern ist die Inbetriebnahme des Neubaus Kinderspital/Frauenklinik für Herbst 2026 vorgesehen. Beim neuen ambulanten Zentrum wird die weitere Planung mit dem Vorprojekt vorangetrieben. Die Inbetriebnahme ist für 2031 vorgesehen. Am Standort Wolhusen soll bis 2028 ein Neubau entstehen. In Sursee ist wiederum ein Spitalneubau bis 2031 geplant. Für das Spital Nidwalden sind in den nächsten Jahren zwei Bauprojekte geplant: der Neubau des ambulanten Zentrums sowie die Sanierung und Optimierung des Bestandsgebäudes. Die LUKS Gruppe rechnet von 2025 bis 2036 mit Investitionen von rund CHF 2.0 Mrd.

Es besteht ein hoher Investitionsbedarf für verschiedene Bauprojekte

2.12 See-Spital

Für das See-Spital stand das GJ24 ganz im Zeichen des Abschlusses der Umbau- und Renovationsarbeiten im Trakt B, in dem u.a. die Frauenklinik, die Physio- und die Ergotherapie untergebracht sind. Damit hat das See-Spital im November 2024 die letzte Etappe des Neubaus abgeschlossen. Seit der Schliessung des Operationsbetriebs am Standort Kilchberg per Ende 2022 fokussiert sich das See-Spital auf den Standort Horgen. Das See-Spital steht in den kommenden Jahren vor der Herausforderung, positive FCF zu erwirtschaften, um die Nettofinanzverbindlichkeiten abzubauen. Dies erscheint angesichts der geplanten Investitionen für Instandhaltungen von rund CHF 4 Mio p.a. realistisch. Hinzu dürften in den nächsten Jahren noch Investitionen für IT-Projekte kommen. Anfang 2026 wird das See-Spital von einem Mittelzufluss in noch immer nicht kommunizierter Höhe aus dem Verkauf des Areals in Kilchberg profitieren. Das

Das See-Spital steht vor der Herausforderung, seine im Juli 2026 zur Rückzahlung fällige Anleihe über CHF 100 Mio zu refinanzieren

See-Spital steht vor der Herausforderung, seine im Juli 2026 zur Rückzahlung fällige Anleihe über CHF 100 Mio zu refinanzieren.

2.13 Spital Emmental AG (SE AG)

Die SE AG hat in den letzten vier Jahren einen FCF von insgesamt von CHF 48 Mio erwirtschaftet. Im GJ24 sank die adj. Nettoverschuldung gegenüber dem Vorjahr von CHF 67 Mio auf CHF 60 Mio und die adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 7.1x auf 3.7x – und damit auf den tiefsten Stand seit 2017. Basierend auf dem vom Kanton Bern vorgegebenen «4+-Regionen-Modell», gemäss dem aus den heutigen 7 Spitalregionen 4+ Spitalregionen (das Plus steht für den «Jura Bernois») werden, muss die SE AG künftig eng mit der Spital Region Oberaargau AG zusammenarbeiten. Zwar dürften die Investitionen im Jahr 2025 leicht ansteigen, weil räumliche Umnutzungen vorgenommen werden. Mittelfristig stehen zudem Investitionen in ein neues Klinikinformationssystem an. Wir gehen aber weiterhin von einem positiven FCF in den kommenden Jahren aus, was zu einer weiteren Reduzierung der Nettoverschuldung führen würde. Bereits heute ist der Verschuldungsgrad im Branchenvergleich niedrig.

Auch in den kommenden Jahren gehen wir von positiven FCF aus

2.14 Spitalverband Limmattal (SVL)

Mit einer EBITDAR-Marge von 9.0% erzielte der SVL im GJ24 die höchste Marge aller öffentlichen Spitäler, die Anleihen am CHF-Kapitalmarkt ausstehen haben. Der FCF stieg gegenüber dem Vorjahr um CHF 8.3 Mio auf CHF 15 Mio und fiel damit zum vierten Mal in Folge positiv aus. Die Investitionen werden voraussichtlich v.a. in den Jahren 2025 und 2026 höher ausfallen als 2024, da 2025 ein neues Klinikinformationssystem eingeführt wird und später weitere Investitionen in die Digitalisierung erfolgen. Zugleich dürften noch vorhandene Freiflächen im Spital zur operativen Nutzung ausgebaut werden. Dennoch rechnen wir in diesem Jahrzehnt weiterhin jedes Jahr mit positiven FCF. Eine Ausnahme dürfte lediglich das Jahr sein, in dem die Übernahme des Grundstücks Sandbühl von der Stadt Schlieren für CHF 15 Mio erfolgt. Dies dürfte jedoch frühestens 2027 der Fall sein.

Schuldenabbau dürfte sich fortsetzen

2.15 UniversitätsSpital Zürich (USZ)

Ende Mai haben wir das Stand-alone-Rating von bb– auf b+ herabgestuft. Dies reflektiert den zu niedrigen operativen Cashflow angesichts der hohen geplanten Investitionen von rund CHF 2.0 Mrd – davon ungefähr CHF 300 Mio für die Digitalisierung – in den nächsten zehn Jahren. Allein für die Finanzierung der Neubauten Campus MITTE1 und MITTE2 rechnet das USZ insgesamt mit einem zusätzlichen Bedarf an langfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 820 Mio, wovon CHF 690 Mio basierend auf einem Antrag des Regierungsrates direkt durch den Kanton finanziert werden sollen. Sollte der Kanton die Darlehen zu einem späteren Zeitpunkt teilweise in Dotationskapital umwandeln, könnte sich dies positiv auf das Stand-alone-Rating auswirken. Jedenfalls bestärken die Darlehen unsere Annahme einer impliziten Garantie mit einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Zürich.

Kanton finanziert den Grossteil des anstehenden Finanzbedarfs direkt

3 Übersicht über die Spitäler der Schweiz

3.1 Spitallandschaft Schweiz

Im Jahr 2023 verfügten die 275 statistisch erfassten Spitäler der Schweiz an insgesamt 596 Standorten über 37'926 Betten, die bei 1.48 Mio stationären Hospitalisierungen zu 85% ausgelastet waren (*Tabelle 1*). Gemäss dem BFS handelt es sich bei 101 Spitälern (37%) um allgemeine Krankenhäuser, wovon 44 der Zentrumsversorgung und 57 der Grundversorgung dienen. 174 Spitäler bzw. 63% waren Spezialkliniken (Psychiatrie: 49, Rehabilitation/Geriatrie: 51, andere: 74). Zwischen 2013 und 2023 ist die Anzahl der Standorte von 573 auf 596 gestiegen, während die Anzahl der Standorte mit stationären Betten im selben Zeitraum von 445 auf 387 gesunken ist. Die stationäre Behandlung dauerte im Jahr 2023 durchschnittlich 8.1 Tage und kostete pro Patient und Tag CHF 1'805.

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 25% tiefer als im Jahr 2023. Während die stationären Fälle zwischen 2013 und 2023 um 7.5% zunahmen, stieg in diesem Zeitraum die Zahl der ambulanten Konsultationen mit 46% deutlich stärker an. Dies unterstreicht die Verlagerung von stationären zu ambulanten Behandlungen. Gemäss dem BFS verursachte der ambulante Spitalbereich im Jahr 2023 Kosten von CHF 10.2 Mrd gegenüber CHF 21.3 Mrd im stationären Bereich.

Abbildung 1: Neubau Kinderspital Zürich



Quelle: ZKB

Tabelle 1: Spitalsektor Schweiz im Überblick

	2013*	2022	2023
Anzahl erfasste Spitäler	293	278	275
Anzahl Standorte	573	595	596
Anzahl Standorte ambulant	522	551	554
Anzahl Standorte stationär	445	393	387
Anzahl erfasste Betten	37'836	37'970	37'926
Anzahl Beschäftigte (VZA)	148'363	180'818	185'775
Ambulante Konsultationen (Mio)	15.7	23.2	23.0
Stationäre Fälle (Mio)	1.38	1.47	1.48
Pflegetage (Mio)	12.7	11.7	11.8
Bettenbelegung (%)	92	84	85
Durchschnittliche Aufenthaltsdauer (Tage)	9.4	8.1	8.1
Betriebskosten stationär pro Fall (CHF)	12'516	13'898	14'395
Betriebskosten stationär pro Tag (CHF)	1'357	1'740	1'805

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

Quelle: ZKB, BFS

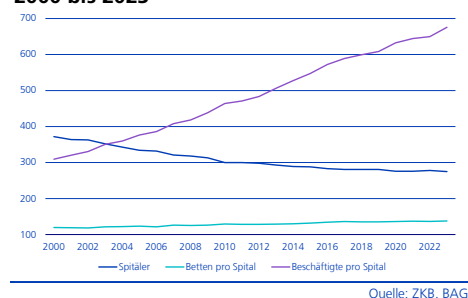
3.2 Rückgang der Pflegetage, aber Zunahme der Beschäftigtenzahl pro Spital

Die Zahl der Pflegetage ist zwischen 2000 und 2023 um 20% auf 11.8 Mio gesunken (seit 2015 zählt das BFS allerdings den Austrittstag nicht mehr mit). Hauptgrund für den Rückgang der Anzahl 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 2023 um 17% auf 37'926 gesunken, obwohl die Bevölkerung im gleichen Zeitraum um 23% gewachsen ist.

Einerseits deutlicher Rückgang der Pflegetage, andererseits deutliche Zunahme Beschäftigtenzahl pro Spital

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Anzahl Spitäler sowie der Anzahl Beschäftigte und Betten pro Spital für den Zeitraum 2000 bis 2023. Während die Zahl der Spitäler in diesem Zeitraum um 26% abgenommen hat, ist die Anzahl Betten pro Spital um 15% von 120 auf 138 gestiegen. Die Zahl der Beschäftigten, gemessen in Vollzeit-äquivalenten (VZÄ) in den Spitälern, stieg zwischen 2000 und 2023 markant um 61% auf 185'775 an. Bezogen auf den Personalbestand pro Spital entspricht dies einer starken Zunahme von 119%. Allein gegenüber dem Jahr 2022 betrug die Zunahme 4%. 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 2023 (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 8.1 gesunken. Interessant wird sein, wie sich der Trend zur Digitalisierung auf den Personalbestand auswirkt.

Abbildung 2: Entwicklung Anzahl Spitäler sowie Betten und Beschäftigte pro Spital 2000 bis 2023



3.3 Deutliche Unterschiede in der Spitaldichte zwischen den Kantonen

2023 standen in der Schweiz 4.2 Spitalbetten pro 1'000 Einwohner zur Verfügung. Zwischen den Kantonen gab es dabei grosse Unterschiede (Abbildung 3). Während es im Kanton Basel-Stadt 11.3 Betten pro 1'000 Einwohner waren, waren es in den Kantonen Appenzell-Innerrhoden, Nidwalden, Obwalden und Uri weniger als zwei.

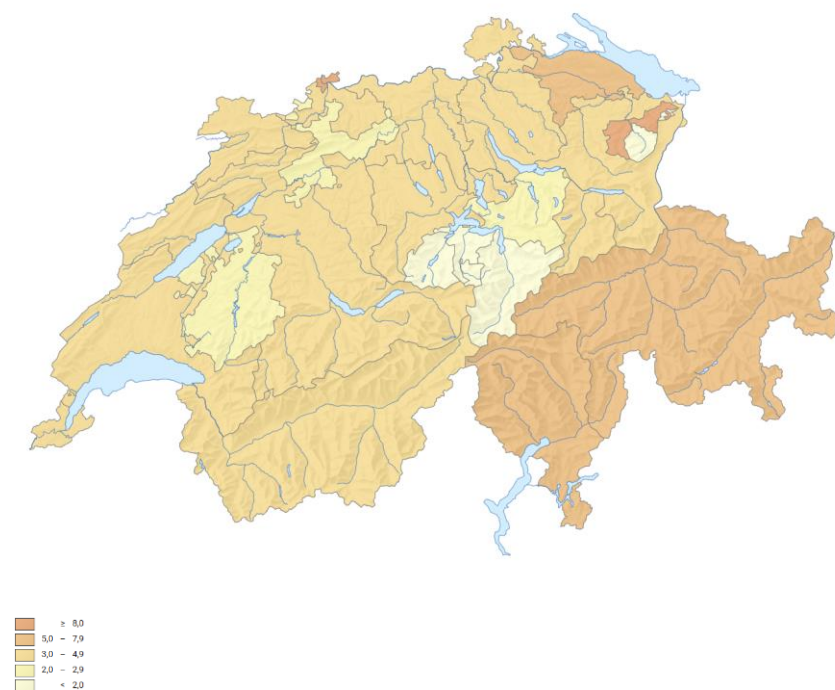
Spitalbetten pro 1'000 Einwohner:

Schweiz: 4.2

Basel-Stadt: 11.3

Appenzell-Innerrhoden: 1.2

Abbildung 3: Krankenhausbetten pro 1'000 Einwohner je Kanton im Jahr 2023*



*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. Der Föderalismus ist eine der Stärken der Schweiz. Es wäre jedoch vorteilhaft, wenn das Spitalangebot regional besser aufeinander abgestimmt würde. Insbesondere die kleineren Spitäler sollten sich stärker spezialisieren und überkantonale Verbünde zusammenarbeiten, um in ihren Spezialgebieten höhere Fallzahlen zu erreichen. In diesem Sinne ist es auch erfreulich, dass die Spitalplanung nicht mehr in jedem Fall an den Kantonsgrenzen haltmacht, wenngleich die positiven Beispiele nicht mehr tafrisch sind. So haben die Kantone Waadt und Wallis mit dem Spital Riviera-Chablais eine interkantonale Einrichtung geschaffen, die im Jahr 2019 die vier bisherigen Akutspitäler von Vevey, Montreux, Aigle und Monthey ersetzte. Ein weiteres Beispiel ist die Fusion der Kantonsspitäler Nidwalden und Luzern per Mitte 2021. Mittelfristig dürfte auch das Kantonsspital Obwalden folgen. Im Januar 2023 hat die Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) das St. Galler Spital Walenstadt übernommen. Es gibt allerdings auch Gegenbeispiele. Eines davon ist die 2019 an der Urne gescheiterte Fusion des Kantonsspitals Baselland (KSBL) mit dem Universitätsspital Basel (USB). Auch die jüngsten Bestrebungen der beiden Halbkantone, bei den Spitalinvestitionen enger zusammenzuarbeiten, verliefen aufgrund von Uneinigigkeiten im Sand. 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.

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 definiert, 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.

Quelle: ZKB, Krankenkassen, Comparis

3.4.1 Es gibt dennoch Veränderungen in der Spitallandschaft

In den letzten zwölf Monaten standen zwei Transaktionen in der Schweizer Spitallandschaft im Fokus: Ende 2024 wurde bekannt gegeben, dass die Privatklinikgruppe Swiss Medical Network (SMN) das öffentliche Spital Zofingen von der Kantonsspital Aarau AG (KSA AG) übernimmt. Im Zuge dieser Transaktion wurde die KSA AG mit einem Anteil von 3.6% strategischer Aktionär der SMN und ist nun durch ihren Verwaltungsratspräsidenten, Dr. Daniel Lüscher, im Verwaltungsrat der SMN vertreten. Beim im Juli 2025 bekannt gewordenen Verkauf der Basler St. Claraspital AG an das Universitätsspital Basel (USB) ist es umgekehrt: Ein öffentliches Spital übernimmt eine Privatklinik. Das Claraspital gehörte dem Kloster Ingenbohl. Aufgrund der zunehmenden Überalterung seiner Gemeinschaft hat sich das Kloster Ingenbohl entschlossen, eine neue Trägerschaft für das Claraspital zu suchen. Dank dieses Erwerbs kann das USB auf den Bau eines «Klinikums 3» verzichten, der rund CHF 150 Mio gekostet hätte. Auch sonst gibt es zunehmend Schnittstellen zwischen privaten und öffentlichen Spitälern. So hat Hirslanden jüngst die Zusammenarbeit mit dem Spital Männedorf verstärkt und eine Zusammenarbeit mit dem Kantonsspital Glarus angekündigt. Gescheitert ist hingegen die geplante Übernahme des Spitals Oberengadin durch das

Neuer Krankenkassenverband Prio Swiss will in der Spitalplanung mitreden

KSGR. In diversen Gemeindeabstimmungen der elf Trägergemeinden des Spitals Oberengadin wurde gegen diesen Zusammenschluss zweier öffentlicher Spitäler gestimmt. Die Finanzprobleme des Spitals Oberengadin sind damit allerdings nicht gelöst. Trotzdem gab es in der Zusammenarbeit zwischen den Spitälern auch Fortschritte zu verzeichnen. Ein Beispiel ist die – wohl als Folge des «Fall GZO AG» – geplante engere Zusammenarbeit der Spitäler Männedorf, Uster und Zollikerberg. Eine neue Entwicklung ist, dass die Krankenkassen versuchen, ihren Einfluss in der Spitalplanung geltend zu machen. So hat der neue Krankenkassenverband Prio Swiss Mitte Juli beim Bundesverwaltungsgericht Beschwerde gegen die kürzlich beschlossene Spitalplanung des Kantons Schwyz im Bereich der Akutsomatik eingelegt. Dies wird von der Politik zumindest teilweise als Angriff der Krankenkassen auf die Souveränität der Kantone bei der Spitalplanung aufgefasst.

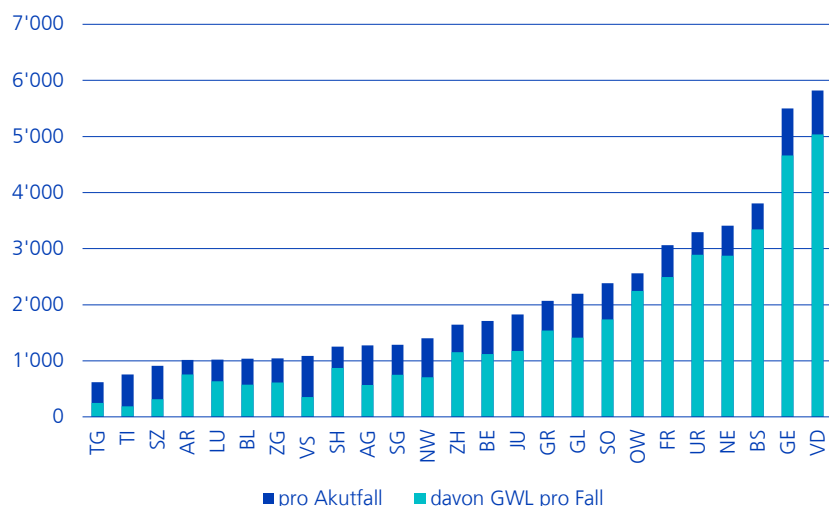
3.4.2 Partnerschaft im Jurabogen zwischen Krankenkasse, Spital und Kanton

Eine andere Vorgehensweise, die es zu beobachten gilt, wählte die Gesundheitsorganisation Réseau de l'Arc. Für den Kanton Bern ist Réseau de l'Arc wichtig, um die medizinische Grundversorgung auch in Randregionen sicherzustellen. Am Réseau de l'Arc sind die Partner Krankenkasse Visana, Klinikgruppe Swiss Medical Network (SMN, die der börsenkotierten Aevis gehört) und Kanton Bern zu gleichen Teilen beteiligt. Die Gesundheitsorganisation Réseau de l'Arc ist 2022 aus dem ehemaligen Hôpital du Jura bernois entstanden. Mit dem Versicherungsprodukt «VIVA-Gesundheitsplan» wollen die drei Partner die Herausforderungen im Gesundheitswesen angehen und eine bezahlbare medizinische Versorgung bei hoher Qualität sicherstellen. Im Zentrum des neuen Versorgungsmodells steht der Erhalt der Gesundheit der Mitglieder. Gemäss Réseau de l'Arc soll die Pauschalfinanzierung pro Mitglied eine Abkehr von den heutigen Anreizen zur Nutzung möglichst vieler und teurer Behandlungen ermöglichen und die im heutigen System vorherrschenden divergierenden Interessen von Leistungserbringern und Leistungsträgern in der Réseau de l'Arc Gesundheitsorganisation zusammenführen. Das Netzwerk strebt nichts weniger als einen Paradigmenwechsel im Schweizer Gesundheitswesen an.

3.4.3 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 (*Abbildungen 4 und 5*). 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.

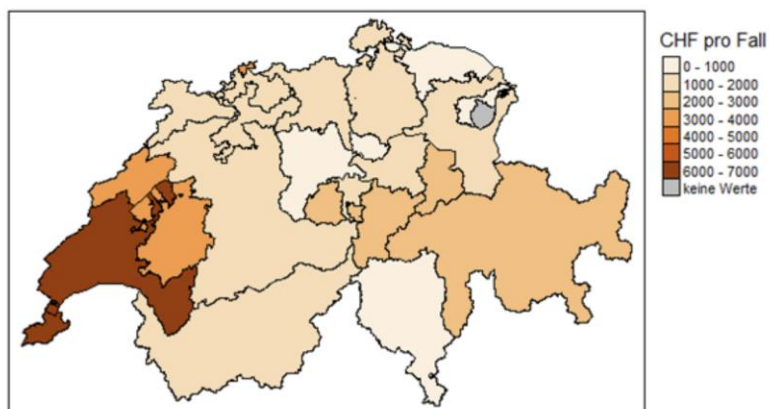
Abbildung 4: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall mit Anteil gemeinschaftlicher Leistungen (GWL) nach Kanton für das Jahr 2022 (in CHF)*



*ohne Kanton Appenzell-Innerrhoden aufgrund der Spitalschliessung

Quelle: Universität Basel/Basel Center for Health Economics, ZKB

Abbildung 5: Gesamtsubventionen Spitäler pro Akutfall nach Kanton für das Jahr 2022



Quelle: Universität Basel/Basel Center for Health Economics

3.4.4 Die von der Politik vorgegebenen Spielregeln können sich jederzeit ändern

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, wodurch sich auch die finanziellen Grundlagen der Spitäler erheblich verändern können. Änderungen sind sowohl im regulatorischen Umfeld des Gesundheitswesens als auch bei den Tarifsystemen jederzeit möglich und können zu Vor- oder Nachteilen für Investoren führen.

3.5 Bevorstehende Finanzierungsnderungen 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.

Efas – die wichtigste Reform im Schweizer Gesundheitswesen seit Jahren

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.

Im November 2024 haben die Schweizer Stimmbürgerinnen und Stimmbürger die Änderung des Bundesgesetzes über die Krankenversicherung (KVG) bzw. einheitliche Finanzierung der Leistungen (Efas) mit einem Ja-Stimmenanteil von 53% angenommen. Damit werden neu alle Gesundheitsleistungen (ambulant, stationär und Pflege), die von der obligatorischen Krankenversicherung gedeckt sind, einheitlich finanziert. Die Kantone werden mindestens 26.9% und die Krankenkassen höchstens 73.1% der Kosten übernehmen. Umstritten war insbesondere der Einbezug der Pflegeleistungen. Da die Kantone und Krankenkassen neu alle Leistungen gemeinsam und im gleichen Verhältnis finanzieren, steigt der Anreiz, die jeweils medizinisch sinnvollste und kostengünstigste Behandlung zu fördern. Mit der einheitlichen Finanzierung dürfte sich die Verlagerung von stationären hin zu den kostengünstigeren ambulanten Leistungen beschleunigen. Die bisherige Regelung hatte zur Folge, dass gemäss den offiziellen Abstimmungsunterlagen der Bundeskanzlei in der Schweiz knapp 20% der Eingriffe im Jahr 2021 ambulant durchgeführt wurden, während dieser Anteil in Deutschland und Österreich bei rund 30%, in Italien bei rund 40% und in Frankreich und weiteren Ländern wie Dänemark oder Schweden sogar bei über 50% lag. Efas tritt im Akutbereich auf den 1. Januar 2028 in Kraft – die Pflegeleistungen werden vier Jahre später in die einheitliche Finanzierung integriert.

Die forcierte Verlagerung zur ambulanten Behandlung findet Zustimmung bei den Schweizer Stimmbürgerinnen und Stimmbürgern

Der Spitalverband H+ unterstützte die Efas-Vorlage, da diese einen dringend notwendigen Schritt darstelle, um die Ambulantisierung im Gesundheitswesen voranzutreiben. In einer Medienmitteilung im Vorfeld der Abstimmung schrieb der Verband, dass «bei der Annahme der Vorlage zur einheitlichen Finanzierung der Druck auf die ambulanten Tarife gelöst und der Weg zu einer kostendeckenden Tarifierung geebnet wird, ohne dass die Prämienlast für die Versicherten steigt». Trotz der Zustimmung des Spitalverbandes H+ hat die Reform aus heutiger Sicht für die Spitäler einen Makel. Mit der heutigen Tarifstruktur sind ambulante Behandlungen für die Spitäler noch weniger lukrativ als stationäre, weil der Kostendeckungsgrad tiefer ist.

Die für die Spitäler positive Variante ist, dass die ambulanten Tarife so angepasst werden, dass sie – wie vom Spitalverband H+ erwartet – kostendeckend sind oder mindestens zum gleichen Kostendeckungsgrad wie die stationären Behandlungen erbracht werden können. Bei dieser Variante hätten die Spitäler auch selbst einen finanziellen Anreiz, den Anteil der ambulanten Behandlungen zu erhöhen. Die negative Variante ist, dass der Kostendeckungsgrad nicht ausreichend angepasst wird und ambulante Behandlungen für die Spitäler weiterhin finanziell weniger lukrativ wären als stationäre Behandlungen. 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.

Damit auch die Spitäler einen finanziellen Anreiz haben, die Verlagerung von stationär zu ambulant voranzutreiben, muss der Kostendeckungsgrad für ambulante Behandlungen mindestens demjenigen für stationäre Behandlungen entsprechen

3.5.2 Neue Tarifstruktur für ambulante Leistungen ab 2026

Unabhängig von Efas werden die ambulanten Tarife reformiert. 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 Taxpunktwerten, 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.

Tarmed wird am 1. Januar 2026 durch die neue Einzelleistungstarifstruktur Tardoc sowie eine Tarifstruktur mit ambulanten Pauschalen ersetzt

Tarmed wird am 1. Januar 2026 nun durch die neue Einzelleistungstarifstruktur Tardoc sowie eine Tarifstruktur mit ambulanten Pauschalen ersetzt. Der Bundesrat hatte an seiner Sitzung vom 30. April 2025 das neue Gesamttarifsystem für ambulante ärztliche Leistungen genehmigt, nachdem die Tarifpartner – Versicherer und Leistungserbringer – mehr als zehn Jahre lang darüber verhandelt hatten. Die Genehmigung ist bis zum 31. Dezember 2028 befristet, damit die nach der Einführung des neuen Systems noch notwendigen Anpassungen vorgenommen werden können. Bei der Tarifstruktur Tardoc handelt es sich um die gesamtschweizerisch einheitliche Einzelleistungstarifstruktur für ambulante ärztliche Leistungen, die knapp 1'400 Tarifpositionen umfasst. Mit einer Einzelleistungstarifstruktur kann grundsätzlich jede einzelne erbrachte Leistung separat abgerechnet werden. Der Wert einer Leistung wird in Taxpunkten ausgewiesen. Diese werden für die ärztliche Leistung (AL) und für die Infrastruktur- und Personalleistung (IPL) separat ermittelt und dann aufsummiert. Die Tarifstruktur für ambulante Pauschalen ist das gesamtschweizerisch einheitliche Tarifsysteem für die Vergütung der pauschalierten ambulanten Behandlungen. Der Katalog der ambulanten Pauschalen enthält rund 300 ambulante Pauschalen (Fallgruppen). Fallgruppen sollen sowohl hinsichtlich der medizinischen Leistungserbringung als auch der Kosten möglichst homogen sein.

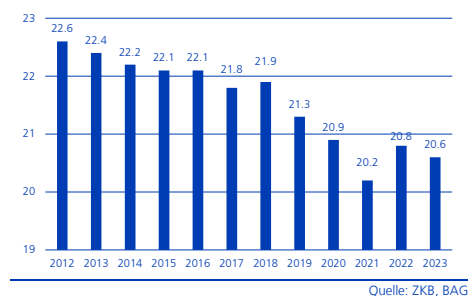
Da die Ablösung des Tarifsystems an sich kostenneutral erfolgen soll, dürfte es Gewinner und Verlierer geben. Die Reform dürfte allerdings vorübergehend zu einem erhöhten administrativen Aufwand führen. Die Spitäler erwarten aufgrund der Umstellung, dass sich die Rechnungsstellungen Anfang des Jahres 2026 vorübergehend verzögern und der Liquiditätsbedarf dadurch temporär steigt. Das Ausmass des zusätzlichen Liquiditätsbedarf hängt davon ab, in welchem Umfang die Krankenkassen den Spitälern diesbezüglich entgegenkommen. Konkret zur Umstellung geäußert hat sich das USZ. In seinem Geschäftsbericht 2023 hat es darauf hingewiesen, dass erste Simulationen darauf hindeuten, dass das neue Tarifsysteem nicht zu einer finanziellen Verbesserung führen wird. Im Geschäftsbericht 2024 stand nun, dass das USZ erhebliche negative Auswirkungen auf die Rentabilität erwartet, die auf die gleichzeitige Einführung von ambulanten Fallpauschalen zurückzuführen seien.

Die Spitäler erwarten aufgrund der Umstellung, dass sich die Rechnungsstellungen Anfang des Jahres 2026 vorübergehend verzögern und der Liquiditätsbedarf dadurch temporär steigt

3.6 Anteil der halbprivat und privat versicherten Patienten unter Druck

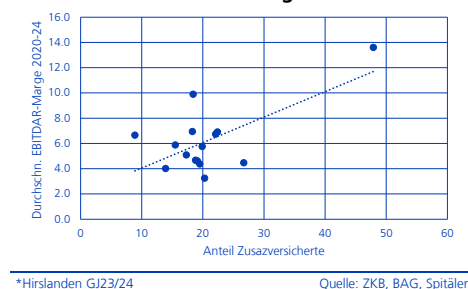
Ob ein Spital einen Gewinn erwirtschaftet oder einen Verlust verzeichnet, kann u.a. von der Anzahl der halbprivat oder privat versicherten Patienten abhängen. Dabei haben die Spitäler unterschiedliche Ausgangslagen. Liegt ein Spital in einer wohlhabenden Region, ist der Anteil der halbprivat oder privat 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 2023 gemäss den vom BAG publizierten Werten von 22.6% auf 20.6%. 2023 fiel dieser Anteil gegenüber 2022 wiederum um 20 Bp tiefer aus. Wie aus *Abbildung 6* ersichtlich ist, lag der Anteil im Jahr 2021 allerdings sogar bei 20.2%. Es scheint sich hierbei allerdings um einen Ausreisser zu handeln, eventuell als Auswirkung der Coronapandemie. Davon abgesehen ist seit 2012 ein kontinuierlicher Abwärtstrend zu beobachten, der sich in den letzten Jahren sogar beschleunigt zu haben scheint. 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 infrage gestellt wird. Zudem werden heute auch grundversicherte Patienten vermehrt in Ein- oder Zweibettzimmern untergebracht, womit ein Vorteil der Zusatzversicherten verloren geht.

Abbildung 6: Anteil der halbprivat und privat versicherten stationären Patienten (%)



Angesichts der Bedeutung der halbprivat und privat versicherten Patienten für die Rentabilität eines Spitals ist es nicht verwunderlich, dass die Spitäler, auch die öffentlichen, 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 Wetttrüben, 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 7: Anteil der Zusatzversicherten Patienten 2024* (%) im Verhältnis zur durchschnittlichen EBITDA-Marge 2020-24



Allerdings ist der Einfluss des Anteils der Zusatzversicherten auf die Profitabilität auch begrenzt. Wie *Abbildung 7* zeigt, gäbe es ohne die Privatklinik Hirslanden, die einen hohen Anteil an Zusatzversicherten aufweist und die höchste EBITDA-Marge erzielt, keine Korrelation zwischen dem Anteil der Zusatzversicherten im Jahr 2024 und der durchschnittlichen EBITDA-Marge 2020–2024 der von uns abgedeckten 15 Krankenhäuser.

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. Zwar zeigt die Entwicklung der Patientenzahlen aus demografischen Gründen einen positiven Trend. Allerdings kämpft die Branche mit niedrigen Margen – ein Trend, der sich in den letzten Jahren verschärft hat. Angesichts stetig steigender Krankenkassenprämien ist der politische Druck auf die Leistungserbringer hoch. Fallkostenpauschalen und ambulante Tarife

Viele Spitäler haben in den letzten Jahren von der Substanz gelebt

stehen deshalb unter Druck. Der Trend zur Verlagerung von stationären zu ambulanten Behandlungen belastet die Spitäler zusätzlich finanziell. Ein Problem dabei ist, dass die Infrastruktur teilweise noch so ausgerichtet ist, dass ambulante Eingriffe zu ambulanten Tarifen in einer für stationäre Behandlungen ausgelegten Infrastruktur durchgeführt werden. Laut dem Verband Zürcher Krankenhäuser lag beispielsweise 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 % (neuere Zahlen liegen nicht vor). Der Spitalverband H+ bezifferte die Unterfinanzierung im spitalambulantem Bereich Anfang 2025 sogar auf 25 %. Die Krankenkassen zweifeln solche Zahlen zur Unterdeckung allerdings an. Fakt ist jedoch: 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 ihren Kantonsspitalern in ihrer Eignerstrategie als langfristiges 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 Steuern anfallen und die Zinskosten in der Regel höher sind.

4.2 EBITDAR-Marge der Spitäler hat sich 2024 leicht verbessert

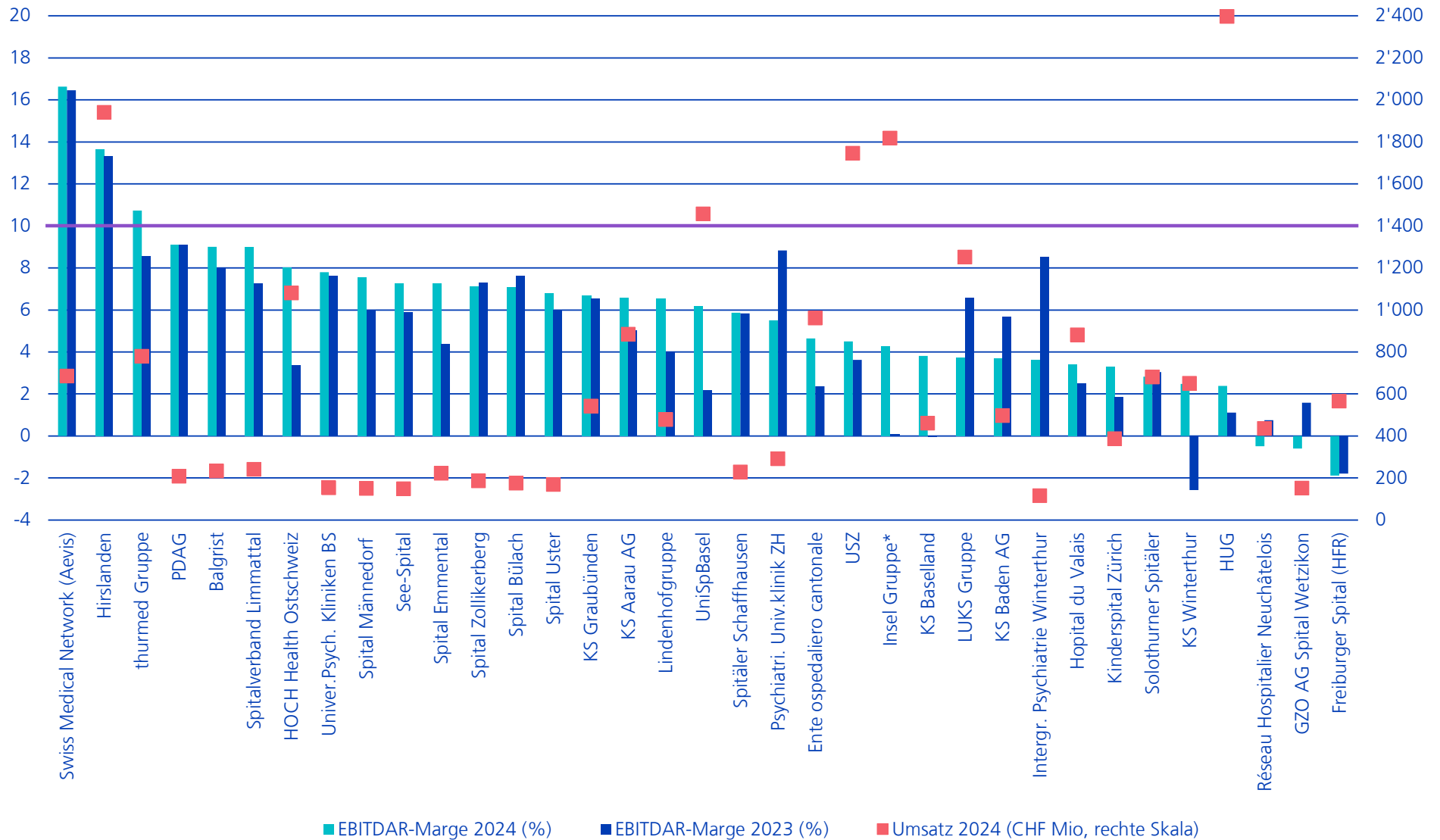
Nachdem sich die EBITDAR-Marge der Schweizer Spitäler im Vorjahr deutlich verschlechtert hatte, verbesserte sie sich im Jahr 2024 leicht. Die durchschnittliche EBITDAR-Marge der 35 von uns diesbezüglich analysierten Spitäler verbesserte sich von 5.0 % auf 5.8 %. In den Jahren 2022 und 2021 hatte sie allerdings noch bei 7.4 % bzw. 8.1 % gelegen. Die Marge ist also immerhin wieder in die Nähe der 6.0 % gekommen, die sie im Coronajahr 2020 erreicht hatte. Die Spitäler profitierten 2024 neben den Kosteneinsparungsmassnahmen von den vorgenommenen Tarifierpassungen. Allerdings kommen diese angesichts der Kostensteigerungen der vergangenen Jahre zu spät und sind nicht ausreichend, was sich in den EBITDAR-Margen der Krankenhäuser widerspiegelt. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die operative Marge 2025 aufgrund von Tarifierpassungen nochmals verbessern wird. Wie aus *Abbildung 8* ersichtlich ist, konnten sich 25 der 35 analysierten Spitäler im Jahr 2024 verbessern. Im Vorjahr gelang dies lediglich 4 Instituten. Die höchste EBITDAR-Marge erzielten auch 2024 die beiden Privatspitalgruppen SMN mit 16.6 % und Hirslanden mit 13.6 %. Mit der thurmed-Gruppe übertraf lediglich ein öffentliches Spital die 10 %-Marke. Dies stellt immerhin eine leichte Verbesserung gegenüber dem Vorjahr dar, als die Psychiatrischen Kliniken Zürich mit 9.1 % die höchste Marge der öffentlichen Spitäler erzielten. Im Jahr 2022 erreichten noch 9 der 35 Spitäler die Marke von 10 %. Mit der GZO AG, dem Freiburger Spital und der Réseau Hospitalier Neuchâtelais wiesen 2024 3 Spitäler eine negative EBITDAR-Marge aus. Im Jahr 2023 waren es mit dem Kantonsspital Winterthur und dem Freiburger Spital 2 Krankenhäuser.

Lediglich 2 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 Spitalern 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 8: Ausgewählte Spitäler – EBITDAR-Margen 2024 und 2023 sowie Umsatz 2024



* ohne Swiss GAAP FER 28 – Effekt

Quelle: ZKB, Spitäler

4.3 Ursachen der Finanzprobleme der Spitäler

Viele Schweizer Spitäler befinden sich in einer finanziellen Schieflage. An dieser Aussage gibt es nichts zu rütteln. Kurz gesagt basieren die finanziellen Probleme der Schweizer Spitäler in erster Linie auf zu niedrigen Tarifen aufgrund ungenügender Tarifierhöhungen und steigenden Kosten.

4.3.1 Tarifierhöhungen 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 Spitalern und zur notwendigen Effizienzsteigerung im schweizerischen Gesundheitswesen beitragen.

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 haben die Tarifpartner auszugleichen.

Ein Lichtblick ist, dass sich die operativen Margen der Spitäler im Geschäftsjahr 2024 im Durchschnitt wieder leicht verbessert haben. Dies ist v.a. auf vorgenommenen Tarifierhöhungen zurückzuführen. Auch im Jahr 2025 dürften die operativen Margen der Spitäler von höheren Tarifen profitieren. Ab 2026 stehen neben der Entwicklung der stationären Tarife auch die Auswirkungen der Ablösung von Tarmed durch Tardoc, ergänzt mit Pauschalen bei den ambulanten Tarifen, im Fokus. Wie in *Kapitel 3.5.2* erläutert, sollte die Ablösung dieses Tarifsystems kostenneutral erfolgen. Ein viel grösserer Unsicherheitsfaktor bezüglich der Auswirkungen auf die operativen Margen ist dann die Einführung der Efas am 1. Januar 2028. Unabhängig von diesen Reformen wird der politische Druck auf die Leistungserbringer angesichts der stetig steigenden Krankenkassenprämien hoch bleiben. Einerseits wird es nicht einfach sein, die Tarife zu erhöhen, da dies wiederum zu höheren Krankenkassenprämien führen würde. Andererseits kann es aber nicht im Interesse der Politik sein, dass die Spitäler in grössere finanzielle Schwierigkeiten geraten.

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 (Diagnosis-Related Groups), das dem betreffenden Fall zugeteilt ist, mit der Baserate. Letztere wird durch die Tarifpartner (Versicherer und Leistungserbringer) festgelegt. Das Fallpauschalensystem steht unter Aufsicht der SwissDRG AG, die für die Festlegung der stationären Tarifstrukturen verantwortlich 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.

Quelle: ZKB, Krankenkassen, Comparis, Verband Zürcher Krankenhäuser

Leicht höhere operative Margen im Jahr 2024 sind ein Lichtblick

Im März 2024 hat der Kanton St. Gallen eine Standesinitiative eingereicht, in der gefordert wird, dass die erbrachten Leistungen in der Tarifstruktur für Spitäler – insbesondere für versorgungsrelevante Spitäler, die Leistungsaufträge für regionale End- und Maximalversorgung wahrnehmen sowie umfassende Vorhalteleistungen sicherstellen – im Durchschnitt kostendeckend vergütet werden. Es soll auch ein Mechanismus vorgesehen werden, der die Anpassung der Tarife an die Teuerung berücksichtigt. Im Juni 2025 hat der Ständerat diese Standesinitiative abgelehnt. Begründet wurde die Ablehnung u.a. damit, dass bereits diverse Anliegen hängig sind, die die finanzielle Lage der Spitäler stabilisieren sollen. Der Entscheid des Nationalrats steht noch aus. Interessant ist, dass die bürgerliche Seite das Begehren mehrheitlich abgelehnt hat, während die linke Seite dafür war. Wir hätten das Gegenteil erwartet. Können die öffentlichen Spitäler ihre finanziellen Probleme aufgrund zu tiefer Tarife nicht selbst lösen, ist die Chance insbesondere bei den systemrelevanten Spitälern sehr gross, dass Direktzahlungen von der Staatskasse zu den Spitälern fliessen. Dies hätte eine Verschiebung von einer Belastung pro Kopf via Krankenkassenprämien hin zu den Steuern mit der damit einhergehenden Steuerprogression zur Folge – eine Verlagerung, die aus linker Sicht nicht unerwünscht sein muss, während sie eigentlich der bürgerlichen Sichtweise widersprechen müsste.

Standesinitiative des Kantons St. Gallen für kostendeckende Tarife wurde im Ständerat abgelehnt

4.3.2 Steigende Personalkosten

Auf der Kostenseite belasten in erster Linie die steigenden Personalkosten. Sie machen rund zwei Drittel der gesamten Kosten eines Krankenhauses aus. Insbesondere im GJ23 sind die Personalkosten stark angestiegen. Ausgelöst wurde dieser Anstieg durch die allgemeine Teuerung und den Fachkräftemangel. Letzterer hat sich durch die Coronapandemie, die demografische Entwicklung und die veränderten Anforderungen an das Arbeitsumfeld weiter verschärft. Auch die zahlreichen Medienberichte während der Pandemie über den Fachkräftemangel in den Krankenhäusern mit den entsprechenden negativen Begleiterscheinungen dürften einen selbstverstärkenden Effekt gehabt haben. Die Spitäler sahen 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 mussten mit Temporärpersonal besetzt werden, was die Personalkosten zusätzlich erhöht hat. Aufgrund des Personalmangels mussten verschiedene Spitäler vor allem im Jahr 2022 zumindest vorübergehend die Bettenzahl reduzieren, was die Rentabilität zusätzlich belastet hat. Inzwischen hat sich die Situation wieder etwas beruhigt. Der Fachkräftemangel hat sich zumindest vorübergehend wieder etwas entschärft. Auch die Inanspruchnahme von Temporärpersonal konnte aus diesem Grund reduziert werden. Im Kanton Zürich entstand um das Temporärpersonal sogar ein Konflikt: Nachdem der Verband der Zürcher Krankenhäuser (VZK) im Februar 2025 mitgeteilt hatte, dass seine Mitglieder ab Sommer 2025 auf temporäres Pflegepersonal verzichten würden, reichte Swisstaffing, der Verband der Temporärbranche, im April bei der Wettbewerbskommission (Weko) eine Anzeige ein: Darin behauptete er, die Zürcher Spitäler hätten eine kartellrechtlich unzulässige Absprache getroffen. Daraufhin veröffentlichte der VZK eine Medienmitteilung, in der er mitteilte, dass es keinen gemeinsamen Beschluss gebe, auf den Einsatz von Temporärpersonal zu verzichten. Der VZK gebe auch keine Weisungen oder Empfehlungen zum Umgang mit Temporärpersonal ab.

Personalkosten machen rund zwei Drittel der gesamten Kosten eines Krankenhauses aus

Auch wenn sich die Personalaufwandsquote der Spitäler 2024 tendenziell wieder etwas reduziert hat, wird den Spitälern der Fachkräftemangel aufgrund der demografischen Entwicklung mittel- bis langfristig weiter zu schaffen machen. Auch die Umsetzung der im November 2021 von Volk und Ständen angenommenen Initiative «Für

eine starke Pflege (Pflegeinitiative)» dürfte den Spitälern zusätzliche Kosten verursachen. Im Mai 2025 hat der Bundesrat zwei Gesetzesvorlagen dazu zuhanden des Parlaments verabschiedet.

4.3.3 Andere belastende Faktoren

Neben den zu knappen Tarifen und den steigenden Personalkosten gibt es auch diverse andere Faktoren, die die Spitäler finanziell belasten. Auf der Einnahmeseite gehört der Rückgang des Anteils der finanziell lukrativen halbprivat und privat Versicherten dazu. Da die einzelnen Spitäler versuchen, den Rückgang der Zusatzversicherten in ihrem Haus zu begrenzen, hat sich der Wettbewerb um die Zusatzversicherten verschärft. Auf Druck der Finanzmarktaufsicht (Finma) und des Preisüberwachers müssen Krankenzusatzversicherer seit Januar 2025 sicherstellen, dass die Abrechnungen für Zusatzkosten nachvollziehbar und nicht ungerechtfertigt hoch sind. Belastend für die Krankenhäuser ist auch, dass die Vorhalteleistungen zum Teil ungenügend vergütet werden. Die politisch gewollte Verlagerung von stationär zu ambulant bringt dem Gesundheitswesen insgesamt Einsparungen, belastet aber die Spitäler finanziell, weil die ambulanten Tarife noch weniger kostendeckend sind als die stationären. Mit der Einführung von Efas wird sich dieser Trend verstärken. Ein Problem ist dabei auch, dass ambulante Eingriffe in Strukturen vorgenommen werden, die auf stationäre Behandlungen ausgerichtet sind. Ohne eine Anpassung der ambulanten Tarife dürfte sich die finanzielle Situation der Krankenhäuser weiter verschärfen.

Auf der Kostenseite stehen viele Schweizer Spitäler insbesondere vor der Herausforderung, mit der Einführung von elektronischen Patientendossiers, Telemedizin und anderen digitalen Lösungen die Effizienz und Qualität der Versorgung zu verbessern. Dies belastet zumindest kurzfristig die operativen Margen. Teurere medizinische Geräte und Anpassungen, die nötig sind, um für den Trend zur Ambulantisierung gerüstet zu sein, führen ebenfalls zu höheren Kosten. Das Gleiche gilt für den immer höheren administrativen Aufwand aufgrund laufend neuer Regulierungen. Die Teuerung erhöht zudem das Risiko von Kostenüberschreitungen bei laufenden Spitalbauprojekten. Die höheren Zinsspreads verteuern die Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten. Die durchgeführten oder noch bevorstehenden Grossinvestitionen in eine neue Infrastruktur verursachen ausserdem hohe Abschreibungen und Zinskosten.

4.4 Vermehrt ausserordentliche finanzielle Unterstützung durch die öffentliche Hand

Spätestens seit der Ankündigung der KSA AG im November 2022, beim Regierungsrat des Kantons Aargau ein Gesuch um finanzielle Unterstützung in Höhe von CHF 240 Mio einzureichen, wird die angespannte bzw. ungenügende finanzielle Situation der Schweizer Spitäler in den Medien breit diskutiert. Die Gesuche des Kispi und der GZO AG um finanzielle Unterstützung durch den Kanton Zürich und vor allem die Ablehnung des Gesuchs der GZO AG haben diese Berichterstattung befeuert.

Die KSA AG, die GZO AG und das Kispi sind nicht die einzigen Spitäler, die in jüngster Zeit den Staat um finanzielle Unterstützung ersuchen mussten. So haben die Stimmberechtigten des Kantons St. Gallen im Juni 2023 drei kantonale Vorlagen zur finanziellen Unterstützung ihrer kantonalen Spitäler angenommen. Im Frühling 2024 stimmten alle zehn Aktionärgemeinden des Spitals Uster einer Kapitalerhöhung von

Abbildung 9: Plakathinweis am bisherigen Standort: «Umzug Kinderspital Zürich»



Quelle: ZKB

Über die angespannte Finanzlage der Spitäler wird in den Medien ausführlich berichtet

CHF 33 Mio zu. 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 im Frühling 2024 Vorlagen zur finanziellen Unterstützung von Spitälern gutgeheissen. Im Kanton Basel-Stadt betraf dies das Universitätsspital Basel (USB), 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.

Im laufenden Jahr setzt sich dieser Trend fort. So erhielt das Kisp im Kanton Zürich eine weitere Subventionszahlung von CHF 25 Mio. Zudem kündigte der Regierungsrat an, dass die notwendigen Fremdmittel für das USZ künftig grösstenteils durch den Kanton Zürich aufgenommen und dem USZ mit einer zusätzlichen Marge von 25 Bp als Darlehen zur Verfügung gestellt werden sollen. Zudem ist geplant, die Finanzierung anstelle von Darlehen auch als direkte Dotationskapitalerhöhungen durchzuführen bzw. die Darlehen spätestens nach Abschluss des Geschäftsjahres, in dem die Inbetriebnahme der Neubauten MITTE1 und MITTE2 erfolgt, in Dotationskapital umzuwandeln. Im Kanton Basel-Landschaft hat der Landrat dem KSBL im Mai 2025 ein nachrangiges Darlehen von CHF 150 Mio mit einem Zinssatz von 1.5% gewährt. Der Regierungsrat ist sich bewusst, dass das KSBL zur Finanzierung der notwendigen Infrastruktur auf eine zusätzliche finanzielle Unterstützung des Kantons angewiesen sein wird. Im Kanton Wallis will die Kantonsregierung dem Spital Wallis zusätzlich zu den bereits zugesagten CHF 400 Mio eine Bürgschaft von CHF 294 Mio gewähren. Am 28. September entscheiden die Stimmberechtigten der Aktionärsgemeinden des Spitals Männedorf darüber, ob sie dem Spital Sicherheiten in der Höhe von maximal CHF 70 Mio genehmigen wollen.

Die staatliche Unterstützung öffentlicher Spitäler wird zum Teil auch übertrieben dramatisch dargestellt. Wenn ein privates Unternehmen mit begrenzten finanziellen Mitteln grosse Investitionen tätigt, wird dabei häufig auch eine Kapitalerhöhung erwartet bzw. durchgeführt. Selbstverständlich sollte ein öffentliches Spital seine Investitionen über die Laufzeit mit seinen Einnahmen finanzieren können. Wurde es allerdings mit veralteter Infrastruktur und ungenügender finanzieller Ausstattung in die finanzielle Unabhängigkeit entlassen – wie es zumindest teilweise geschehen ist –, ist es nicht überraschend, dass die Investitionen nur mit einer ausserordentlichen finanziellen Unterstützung durch die Gebietskörperschaften finanziert werden können. Dies gilt insbesondere, wenn der Kostendeckungsgrad der Spitäler – wie derzeit in der Grundversicherung – aufgrund der zu niedrigen Tarife bei unter 100% liegt. Die Politik steht diesbezüglich in der Verantwortung. Wenn die Verantwortung für die Finanzierung der Spitalinfrastruktur weiterhin primär bei den Spitälern und nicht wie früher bei den Kantonen und Gemeinden liegen soll, sind Tarifierpassungen unumgänglich. Dies 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. Davon abgesehen, ist jedoch eine vorausschauende Kapitalzuführung der verantwortlichen Gebietskörperschaft an ihr Spital jedenfalls die bessere Entscheidung als eine überstürzte finanzielle Notunterstützung zu einem späten Zeitpunkt. Es ist unabdingbar, dass die Spitalverantwortlichen – neben allem anderen, was in ihrer Macht steht – mit den öffentlichen Eigentümern proaktiv Gespräche führen, um bei einer zu niedrigen Kapitalausstattung Möglichkeiten zur Verbesserung zu erörtern. Auch private Spitäler können, wie das

Auch im laufenden Jahr setzt sich der Trend zur ausserordentlichen finanziellen Unterstützung der Spitäler fort

Eine vorausschauende Kapitalzuführung durch die öffentliche Hand ist die bessere Strategie als eine überstürzte finanzielle Notunterstützung

Beispiel Hirslanden zeigt, auf ausserordentliche finanzielle Unterstützung angewiesen sein. Bei der Hirslanden-Gruppe wurde im GJ23/24 ein konzerninternes Darlehen in Höhe von CHF 846 Mio in Eigenkapital umgewandelt und im GJ24/25 eine Einzahlung der Alleinaktionärin Mediclinic von CHF 90 Mio in die Kapitaleinlagereserve getätigt. Es ist uns jedoch klar, dass ausserordentliche Finanzhilfen das Überleben eines Spitals kurz- und mittelfristig sichern, aber oft keine nachhaltige Lösung zur Verbesserung der finanziellen Situation sind.

Für die Spitäler ist es zweifellos von Vorteil, dass die Finanzen der Kantone derzeit im Allgemeinen gesund sind. Problematisch könnte es jedoch werden, wenn grössere Sparprogramme zur Regel würden und die Spitäler gleichzeitig staatliche Unterstützung nachfragten. Einen Vorgeschmack darauf, was in diesem Fall passieren könnte, gibt das Beispiel des Kantons Waadt. Angesichts der Defizite im Staatshaushalt plant der Regierungsrat ab 2026 Budgetkürzungen im Gesundheitssektor. Dies würde auch die gemeinwirtschaftlichen Leistungen für Spitäler betreffen.

Eine solide Finanzlage der Kantone ist essenziell, um eine ausserordentliche Finanzhilfe für die Spitäler zu gewährleisten

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 Krankenhäuser ihre finanzielle Situation durch Effizienzsteigerungen oder Kooperationen verbessern. Zudem könnten die finanziellen Probleme wohl etwas gemildert werden, wenn die Spitäler die Spezialisierung stärker vorantreiben würden. Dabei sollten die Kantonsgrenzen kein Hindernis darstellen. Zudem dürfte es helfen, die Strukturen an den steigenden Anteil ambulanter Behandlungen anzupassen. Auch bauliche Erneuerungen oder Investitionen in die Digitalisierung können dazu beitragen. Das Hauptproblem bleibt jedoch bestehen: Die Tarife sind zu tief, um eine genügend hohe operative Marge zu erwirtschaften.

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

Es ist legitim und liegt im – zumindest kurzfristigen – Eigeninteresse der Krankenkassen, sich gegen höhere Tarife zu wehren. Die Politik ihrerseits scheut sich hingegen mehrheitlich, den Wählern reinen Wein einzuschenken und ihnen höhere Krankenkassenprämien zu erklären. Diese wären nötig, wenn die Spitaltarife so angehoben würden, dass die Mehrheit der Spitäler wieder eine ausreichend hohe operative Marge erzielen könnte. Seit der KVG-Revision per Anfang 2012 sollten sich die Spitäler selbst finanzieren. Dieses Ziel wird jedoch unterlaufen, wenn die Kantone einzelne Spitäler selektiv und direkt finanziell unterstützen.

Leistet die öffentliche Hand 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 Steuerprogression erfolgt. Die Kosten des Schweizer Gesundheitswesens werden dadurch aber nicht gesenkt. Ein weiteres Problem der Subventionierung durch Steuergelder ist die damit verbundene Wettbewerbsverzerrung, vor allem wenn unklar ist, welche Kriterien massgebend sind, damit ein Spital mit welchen Mitteln unterstützt wird.

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 Psychiatrischen Dienste Aargau AG (PDAG AG) hat ihre Anleihe inzwischen wieder zurückbezahlt und keine Anleihen mehr ausstehen. Die verbleibenden elf Betreiber haben zurzeit öffentliche Anleihen von insgesamt CHF 3.4 Mrd ausstehen. Hinzu kommen die ausstehenden Anleihen des Kispis von CHF 300 Mio, des See-Spitals von CHF 100 Mio, der Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) von CHF 260 Mio und der Insel Gruppe von CHF 910 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 ist zudem noch eine Anleihe des privaten Spitalbetreibers Hirslanden mit einem noch ausstehenden Betrag von CHF 46 Mio kotiert. Zwei weitere private Spitalbetreiber, die Aevis 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 Aevis Victoria entfielen.

Das Spitalsegment verfügt damit, wie *Abbildung 10* zeigt, über ein ausstehendes Anleihenvolumen von CHF 5.1 Mrd, was einem Anteil von 1.0% 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 5.1 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
- HOCH Health Ostschweiz
- Kantonsspital Winterthur
- UniversitatsSpital Zürich

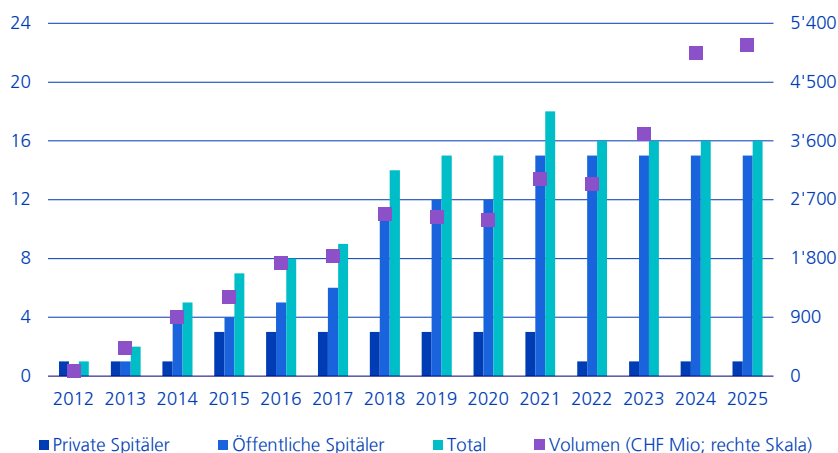
Stiftungen:

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

Zweckverband:

- Spitalverband Limmattal

Abbildung 10: Anzahl Spitalemittenten mit Gesamtvolumen am CHF-Kapitalmarkt



Quelle: ZKB, Bloomberg

5.2 Bisher zwei Emissionen von Spitälern im laufenden Jahr

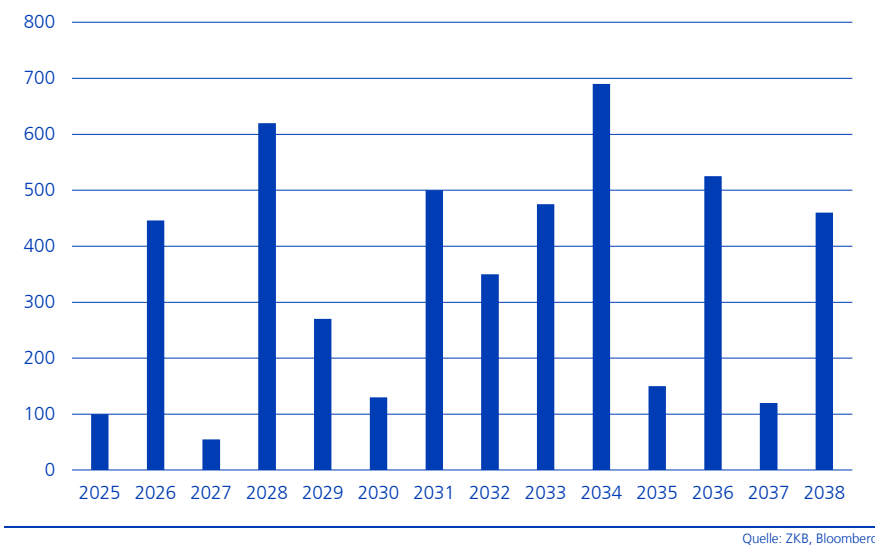
Die letzte Debütanleihe am CHF-Kapitalmarkt erfolgte 2022 mit dem KSBL. Seitdem stagniert die Anzahl der Spitäler mit ausstehenden Anleihen. Gleichzeitig ist das ausstehende Volumen der Spitalanleihen gestiegen. Per Ende 2024 betrug die Zunahme gegenüber dem Stand von Ende 2022 CHF 1.4 Mrd oder 68%. Im Jahr 2024 emittierten sieben verschiedene Spitäler Anleihen – eine erstaunliche Anzahl angesichts des Zahlungsausfalls der GZO AG im gleichen Jahr. Im laufenden Jahr haben mit der KSA AG und dem KSW bislang zwei Spitäler eine Anleihe emittiert. In beiden Fällen betrug der Betrag CHF 150 Mio. Gleichzeitig haben der SVL die letztes Jahr vorzeitig refinanzierte Anleihe über CHF 120 Mio und Hirslanden eine Anleihe mit einem Restbetrag von CHF 59 Mio zurückbezahlt. Somit ist das ausstehende Volumen im laufenden Jahr bislang um CHF 121 Mio auf CHF 5.1 Mrd angestiegen.

5.3 Ausstehende Anleihen müssen refinanziert werden

Die GZO AG ist in Nachlassstundung geraten, weil sie ihre am 12. Juni 2024 fällig gewordene Anleihe nicht zurückbezahlen bzw. refinanzieren konnte. Für praktisch alle der in den nächsten Jahren fällig werdenden Spitalanleihen am CHF-Kapitalmarkt muss eine Anschlussfinanzierungslösung gefunden werden. Die Emittenten werden erst mittel- bis langfristig in der Lage sein, die Anleihen aus eigenen Mitteln zurückzuzahlen, sofern sie eine ausreichend hohe operative Marge und entsprechend positive FCFs erwirtschaften. Aufgrund der schwachen Finanzprofile der Spitäler ist eine Refinanzierung am Markt je nach Systemrelevanz des Spitals nur mit impliziter oder gar expliziter Garantie der verantwortlichen Gebietskörperschaft möglich. Deshalb liegt das Augenmerk der Investoren stärker auf der Ausprägung der Garantie als auf dem Finanzprofil der Spitäler. *Abbildung 11* zeigt das Fälligkeitsprofil der ausstehenden Spitalanleihen. Es gibt keine Konzentration auf einzelne Jahre. Im laufenden Jahr wird lediglich noch eine Anleihe über CHF 100 Mio des KSW zur Rückzahlung fällig. Im Jahr 2026 sind es vier Anleihen der Unternehmen Hirslanden, Insel Gruppe, See-Spital und Spital Männedorf.

Aufgrund der schwachen Finanzprofile der Spitäler ist eine Refinanzierung am Markt je nach Systemrelevanz des Spitals nur mit impliziter oder gar expliziter Garantie der verantwortlichen Gebietskörperschaft möglich

Abbildung 11: Ausstehende Spitalanleihen nach Fälligkeitsjahr (CHF Mio)



6 Analyse von Finanzkennzahlen der 15 von uns abgedeckten Spitäler

Nachfolgend werden einige 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. Ein Spezialfall ist derzeit das HOCH Health Ostschweiz, der Zusammenschluss der vier kantonalen St. Galler Spitalverbünde. Konsolidierte Zahlen für HOCH liegen mit Ausnahme einiger weniger Eckwerte noch nicht vor. Deshalb beruhen alle Zahlen für HOCH noch auf dem KSSG-Stand-alone. Mit Ausnahme der Eigenkapitalquote haben wir die GZO AG in alle Grafiken mit aufgenommen. Uns ist bewusst, dass dies aufgrund der aktuellen Situation nur bedingt sinnvoll ist. Die GZO AG kann nur mit einer veränderten Kapitalstruktur weiterbestehen, was dann alle Kennzahlen deutlich beeinflussen würde.

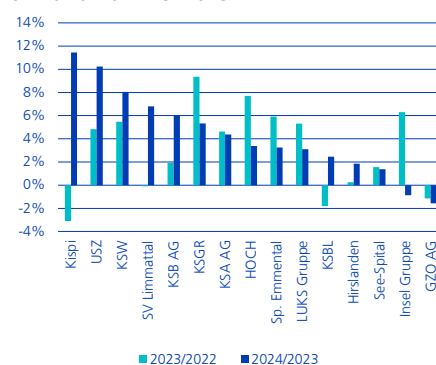
Es ist zu berücksichtigen, dass die Spitäler unterschiedliche Voraussetzungen haben, was den ihnen von der Politik eingeräumten unternehmerischen Handlungsspielraum, die Höhe der Abgeltung gemeinwirtschaftlicher Leistungen, die Art und Weise der Übertragung der Immobilien an die einzelnen Spitäler durch 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. Die Spitäler haben einen enormen Stellenwert für ein intaktes Gesundheitswesen in der Schweiz und leisten damit einen wichtigen Beitrag zur hohen Lebensqualität in der Schweiz. Dennoch ist zu berücksichtigen, dass die Spitalsversorgung insgesamt finanzierbar sein muss und ein intaktes Gesundheitssystem auf finanziell gesunde Spitäler angewiesen ist. Dazu gehört auch, dass die Spitäler ihre Investitionen selbst finanzieren sollten und die dadurch entstehenden Schulden wieder abbauen können.

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

6.1 Wieder höheres Umsatzwachstum

Unterstützt durch die Tarifierhöhungen wiesen die 15 Spitäler im Jahr 2024 kumuliert ein Umsatzwachstum von 4.0% aus. Damit lag die Wachstumsrate minimal über der des Vorjahres von 3.9%. Mit Ausnahme der GZO AG und der Insel Gruppe erzielten diese Spitäler ein Umsatzwachstum. Bei der GZO AG ist der Rückgang mit 1.6% angesichts der Turbulenzen moderat ausgefallen. Bei der Insel Gruppe liegt der Umsatzrückgang von 0.9% in der Schliessung der beiden Spitalstandorte Münsingen und Tiefenau begründet. Wie aus *Abbildung 12* hervorgeht, erzielte das Kispi mit 11% das höchste Umsatzwachstum. Allerdings ist dieser Wert nicht mit dem der anderen Spitäler vergleichbar, da er auf den starken Anstieg der Spendenenerträge und Fördergelder von CHF 36 Mio auf CHF 61 Mio zurückzuführen ist, wozu eine Grossspende von CHF 27 Mio beitrug. Die nächstkleinere Wachstumsrate von 10.2% wies das USZ aus. Auch hier war ein ausserordentlicher Faktor dafür verantwortlich. Ein wesentlicher Teil des Anstiegs ist auf die Übernahme der ZüriPharm AG (ehemalige Kantonsapotheke) zurückzuführen, die der Kanton Zürich als Sacheinlage eingebracht hat. Mit einem Umsatzplus von 7.5% entwickelten sich allerdings auch die mit den stationären Patienten erzielten Erträge stark.

Abbildung 12: Umsatzentwicklung 2023 vs. 2022 und 2024 vs. 2023



Quelle: ZKB, Spitäler

6.2 Trotz Verbesserungen weiterhin zu niedrige EBITDAR-Margen

Wie vor Jahresfrist erwartet, hat sich die EBITDAR-Marge der von uns abgedeckten Spitäler im GJ24 leicht verbessert. Grund dafür waren vor allem die Tarifierhöhungen, aber auch Sondereffekte und durchgeführte Kostensparmassnahmen. Die durchschnittliche EBITDAR-Marge der 15 Spitäler stieg gegenüber dem Vorjahr von 4.2% auf 5.6%. 12 der 15 Spitäler konnten die Margen steigern. Die stärkste Margenverbesserung um 510 Bp gelang dem KSW – allerdings von einem sehr tiefen Niveau aus – von -2.6% auf 2.5%. Eine weitere deutliche Ergebnisverbesserung sollte 2025 möglich sein, u.a. weil sich der Fachkräftemangel entschärft hat und somit die Produktivität durch ein effizienteres Kapazitätsmanagement wieder gesteigert werden kann. Die nächstkleinere Margenverbesserung gelang der HOCH (bzw. dem KSSG Stand-alone) mit einem Anstieg der EBITDAR-Marge um 460 Bp auf 8.0%, wobei darin Sondereffekte, hauptsächlich die Auflösung von Rückstellungen, enthalten waren. Ohne diese Sondereffekte hätte die EBITDAR-Marge bei 6.5% gelegen. Eine rückläufige Marge wiesen die GZO AG, die KSB AG und die LUKS Gruppe auf. Die Gründe waren unterschiedlich. Das GZO AG rutschte aufgrund der ausserordentlichen Situation mit -0.6% leicht in den negativen Bereich ab. Bei der KSB AG war der Margenrückgang hauptsächlich auf höhere Personal- und Sachkosten im Zusammenhang mit den Vorbereitungen für den Umzug in den Neubau zurückzuführen. Bei der LUKS Gruppe litt die EBITDAR-Marge unter Investitionen in den Personalbereich.

Nach einem signifikanten Rückgang in den vergangenen zwei Jahren verzeichnete die durchschnittliche EBITDAR-Marge im Jahr 2024 wieder einen Anstieg

Trotz einer leichten Verbesserung liegt die durchschnittliche EBITDAR-Marge von 5.6% weiterhin deutlich unter der Marge vergangener Jahre. Wie *Tabelle 2* zeigt, lag die durchschnittliche EBITDAR-Marge dieser 15 Spitäler 2019 noch bei 9.2%, wobei sie bei sechs Spitälern im zweistelligen Prozentbereich war. Im Jahr 2024 übertraf nur noch die EBITDAR-Marge von Hirslanden die Marke von 10%. Ohne substanzielle Anpassungen auf der Tarifseite wird es den Spitälern in den nächsten Jahren kaum möglich sein, die EBITDAR-Margen deutlich zu verbessern, sodass wieder das Niveau der Jahre vor 2020 erreicht werden kann. Wir gehen jedoch davon aus, dass Tarifierpassungen und die durchgeführten Kostensenkungsmassnahmen auch 2025 wiederum zu einer Verbesserung der Margensituation führen werden. Für 2026 besteht zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich der Auswirkungen der Ablösung von Tarmed durch Tardoc auf die Profitabilität.

Eine erneute leichte Verbesserung der EBITDAR-Marge scheint 2025 realistisch

Tabelle 2: EBITDAR-Marge 2019–2026E (%)

EBITDAR-Marge	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
GZO AG	11.2	8.5	10.3	9.6	1.6	-0.6	2.2	3.7
Hirslanden	17.0	15.2	15.6	14.7	13.3	13.6	13.8	14.1
HOCH	5.9	3.6	5.0	3.1	3.4	8.0	7.1	8.1
Insel Gruppe*	7.5	5.9	7.3	2.5	0.1	4.3	5.6	7.7
KSA AG	6.4	0.5	8.3	5.1	5.0	6.6	6.9	5.3
KSB AG	10.9	5.7	10.1	9.3	5.7	3.7	6.4	8.5
KSBL	5.5	8.0	4.2	6.0	0.0	3.8	3.9	4.5
KSGR	11.2	4.4	8.0	9.0	6.6	6.7	8.0	5.7
KSW	10.9	6.6	7.9	1.8	-2.6	2.5	9.4	7.1
Kispi	12.2	1.9	5.2	10.1	1.9	3.3	4.9	7.2
LUKS Gruppe	6.2	1.2	9.8	7.4	6.6	3.7	6.5	7.7
See-Spital	9.5	7.1	7.4	6.1	5.9	7.3	7.7	8.3
SE AG	7.0	6.5	8.3	6.8	4.4	7.2	7.5	7.8
SV Limmattal	9.5	11.3	11.3	10.6	7.3	9.0	9.3	9.3
USZ	7.7	3.7	5.9	5.6	3.6	4.5	6.3	6.3
Durchschnitt	9.2	6.0	8.3	7.2	4.2	5.6	7.0	7.4

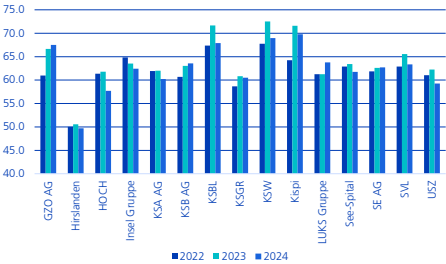
*ohne Swiss GAAP FER 28-Effekt

Quelle: ZKB, Spitäler

6.2.1 Personalkosten sind der mit Abstand grösste Kostenblock

Die Entwicklung der Personalaufwandsquote wurde im GJ23 vor allem durch die allgemeine Teuerung und den Fachkräftemangel, der eine Rekrutierung von teurerem Temporärpersonal erforderlich machte, negativ beeinflusst. Die Personalaufwandsquote der 15 Spitäler hat sich im GJ23 im Durchschnitt um 210 Bp gegenüber dem Vorjahr auf 64.0% erhöht. Dies war somit der Hauptgrund für den damaligen Rückgang der EBITDAR-Marge um 300 Bp. Im GJ24 ist die durchschnittliche Personalaufwandsquote wieder um 140 Bp auf 62.6% zurückgekommen. Die stärksten Rückgänge wiesen, wie aus *Abbildung 13* ersichtlich, das HOCH (bzw. das KSSG) mit 410 Bp und das KSBL mit 380 Bp auf. Im Falle des KSSG wurde die Entwicklung durch die erfolgswirksame Auflösung von Rückstellungen unterstützt, aber auch ohne diesen Effekt wäre die Personalaufwandsquote dank Einsparungen deutlich gesunken. Im Falle des KSBL war die Auslagerung der Pathologie von den Personal- in die Sachkosten ein wesentlicher Grund für den Rückgang. Generell gilt, dass eine Steigerung der EBITDAR-Marge nur schwer zu erreichen ist, wenn der Personalaufwand nicht zurückgeht.

Abbildung 13: Personalaufwandsquote 2022–2024 (%)



Quelle: ZKB, Spitäler

6.3 Erneut nur wenige Spitäler mit einem Reingewinn

Im Vergleich zum GJ23 hat sich der Reingewinn im GJ24 nochmals deutlich verschlechtert. Der kumulierte Reinverlust hat sich von CHF 323 Mio auf CHF 512 Mio erhöht. Hauptverantwortlich hierfür sind die beiden Spitäler GZO AG (CHF –123 Mio) und Hirslanden (CHF –310 Mio). In beiden Fällen wurden hohe a.o. Wertberichtigungen vorgenommen. Wie im Vorjahr erzielten lediglich drei Spitäler einen Reingewinn. Mit dem Kisp, der SE AG und dem SVL handelt es sich dabei um andere Spitäler als im Vorjahr, als es die KSB AG, das KSGR und die LUKS Gruppe waren. Positiv ist immerhin, dass neun der 15 Spitäler auf der Stufe Reingewinn eine Verbesserung gegenüber dem Vorjahr erzielten. Abgesehen von möglichen a.o. Wertberichtigungen dürfte die hohen Investitionen in den nächsten Jahren zu höheren Abschreibungen führen und damit die Reingewinne der Spitäler belasten. Um die Finanzen der Spitäler nachhaltig zu stabilisieren, muss jedoch die Höhe der Verluste insgesamt deutlich reduziert werden. Jeder Verlust wirkt sich in Form eines tieferen Eigenkapitals negativ auf die Bilanzrelationen aus.

Die GZO AG und Hirslanden sind für 85% des kumulierten Verlusts der 15 Spitäler von CHF 512 Mio im GJ24 verantwortlich

6.4 Rückgang der Investitionen auf das Niveau von 2021/2022

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.

Nachdem die kumulierte Investitionssumme der 15 Spitäler im Jahr 2023 deutlich auf CHF 1.50 Mrd angestiegen war, ist sie im Jahr 2024 mit CHF 1.24 Mrd wieder auf das Niveau der Jahre 2021 und 2022 zurückgekommen. Wir hatten vor Jahresfrist mit einem Anstieg auf CHF 1.67 Mrd gerechnet. Im Vorjahr war unsere kumulierte Schätzung noch ziemlich genau. Deutlich tiefer als erwartet fielen im Jahr 2024 die Investitionen u. a. bei der KSA AG, der LUKS Gruppe und dem USZ aus. Im Falle der KSA AG ist der Grund ein späterer Geldabfluss: Der Neubau schreitet termin- und budgetgerecht voran. Bei der LUKS Gruppe und beim USZ wurden Projekte verschoben. Die grössten Investitionen tätigten im GJ24 die drei Spitäler KSA AG (CHF 180 Mio), Hirslanden (CHF 158 Mio) und Kisp (CHF 154 Mio). In den kommenden Jahren rechnen

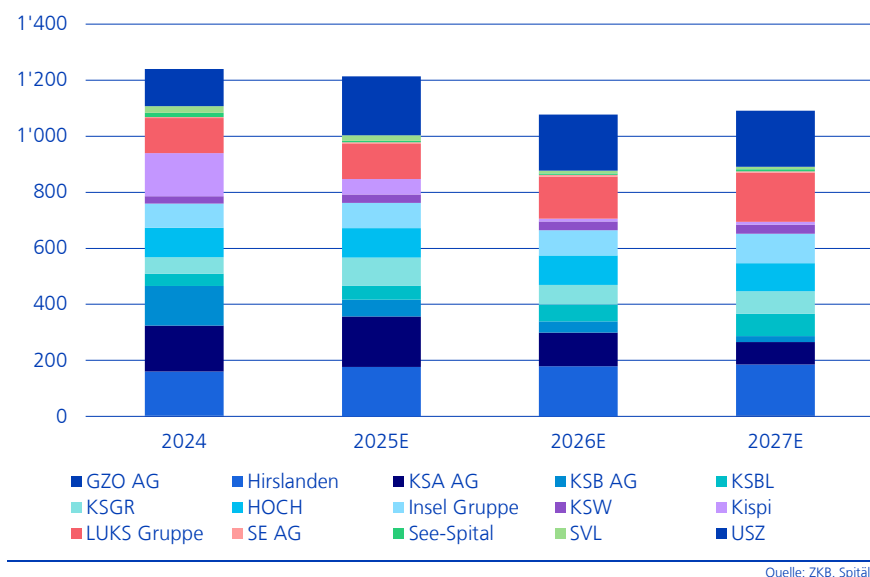
Kumulierte Investitionssumme der 15 Spitäler:

2021	CHF 1'225 Mio
2022	CHF 1'271 Mio
2023	CHF 1'503 Mio
2024	CHF 1'239 Mio
2025E	CHF 1'214 Mio
2026E	CHF 1'078 Mio
2027E	CHF 1'090 Mio

Quelle: ZKB, Spitäler

wir beim Hirslanden, der LUKS Gruppe und dem USZ mit den grössten Investitionssummen. Beim Kispì sind im laufenden GJ noch offene Rechnungen aus dem Neubau von rund CHF 50 Mio zu begleichen, danach sollten die Investitionen nochmals deutlich sinken. Auch bei der KSB AG werden die Investitionen deutlich zurückgehen, nachdem der Neubau Ende Februar 2025 bezogen wurde. *Abbildung 14* veranschaulicht die Höhe der getätigten Investitionen für das Jahr 2024 bzw. die erwarteten Investitionen für die Jahre 2025–2027, aufgeteilt nach Spitälern. Die Erfahrung der letzten Jahre zeigt, dass sich die Investitionen tendenziell etwas verzögern.

Abbildung 14: Investitionsvolumen 2024–2027E nach Spitälern (CHF Mio)

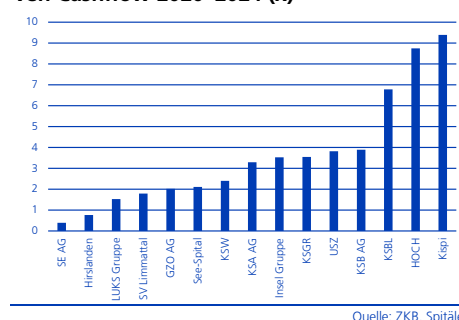


Das Investitionsvolumen der Spitäler ist eindrücklich, wenn, wie in *Abbildung 15* dargestellt, die Investitionen der Periode 2020–2024 ins Verhältnis zum gesamten in dieser Periode erwirtschafteten operativen Cashflow gesetzt werden.

Nur die SE AG und Hirslanden haben über die letzten fünf Jahre einen operativen Cashflow erwirtschaftet, der die Investitionen deckt. Am anderen Ende der Skala liegt das Kispì, bei dem die Investitionen den erwirtschafteten operativen Cashflow um das 9.4-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 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 in verschiedenen Spitälern noch erhebliche Investitionen in Neubau- und Digitalisierungsprojekte anstehen und in allen Spitälern weiterhin Erhaltungsinvestitionen anfallen werden. Zudem ist zu

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

Abbildung 15: Kumuliertes Investitionsvolumen im Verhältnis zum kumulierten operativen Cashflow 2020–2024 (x)



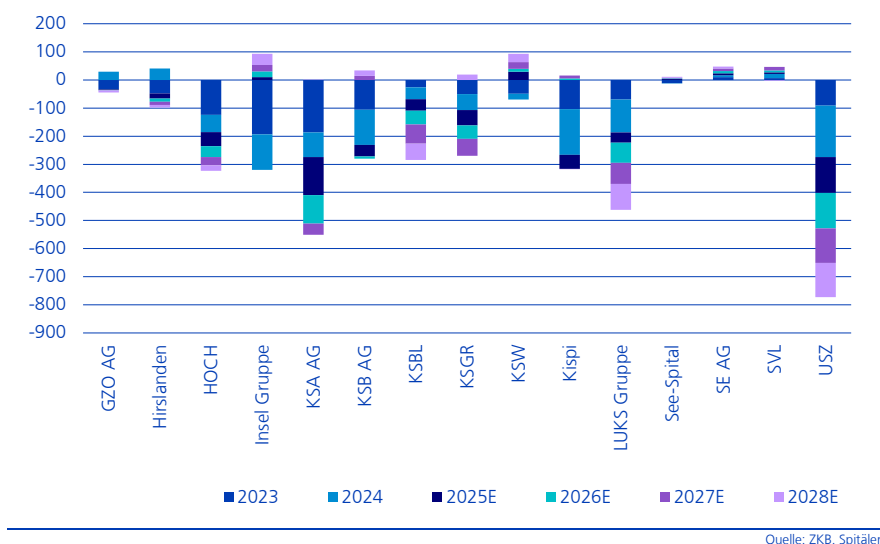
berücksichtigen, dass die operativen Cashflows durch Umsatzwachstum und Effizienzsteigerungen höher ausfallen dürften.

6.5 Der Free Cashflow ist von zentraler Bedeutung

Im Zeitraum 2023–2028E dürften nur das KSW, das See-Spital, die SE AG und der SVL einen positiven FCF erwirtschaften. Für alle anderen Krankenhäuser erwarten wir zum Teil stark negative FCFs, wie in *Abbildung 16* dargestellt. Der FCF hängt in diesem Zeitraum stark davon ab, in welcher Phase des Neubauprojektes sich die einzelnen Spitäler befinden. Für acht der 15 Krankenhäuser gehen wir davon aus, dass der FCF immerhin im GJ28 positiv sein wird, da diverse Bauprojekte dann abgeschlossen sein werden. Beim KSBL, der LUKS Gruppe und dem USZ ist hingegen zu erwarten, dass der FCF aufgrund von Bauprojekten auch nach 2028 noch mehrere Jahre stark negativ ausfallen wird. Der FCF ist die zentrale Kennzahl. Ohne einen positiven FCF können keine Schulden abgebaut bzw. keine Mittel für zukünftige Investitionen geschaffen werden.

Stark negativer FCF der Spitäler

Abbildung 16: Kumulierter Free Cashflow 2023–2028E (CHF Mio)

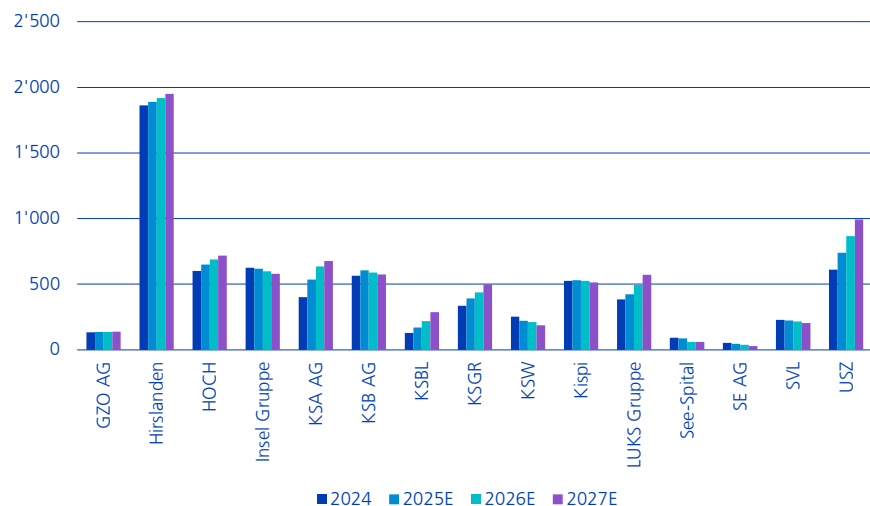


6.6 Nettoverschuldung

Abbildung 17 zeigt die erwartete Entwicklung der Nettoverschuldung der einzelnen Spitäler in der Periode 2024–2027E. Die höchste Nettoverschuldung im Verhältnis zum Umsatz 2024 weist das Kispi mit 136% auf, gefolgt von der KSB AG mit 114% und Hirslanden mit 96%. Eine tiefere Nettoverschuldung 2027E im Vergleich zum Stand von Ende 2024 erwarten wir für die Insel Gruppe, das KSW, das Kispi und für die drei Regionalspitäler See-Spital, SE AG und SVL.

Negative FCFs führen zu höherer Nettoverschuldung

Abbildung 17: Entwicklung nicht adj. Nettoverschuldung 2024–2027E (CHF Mio)

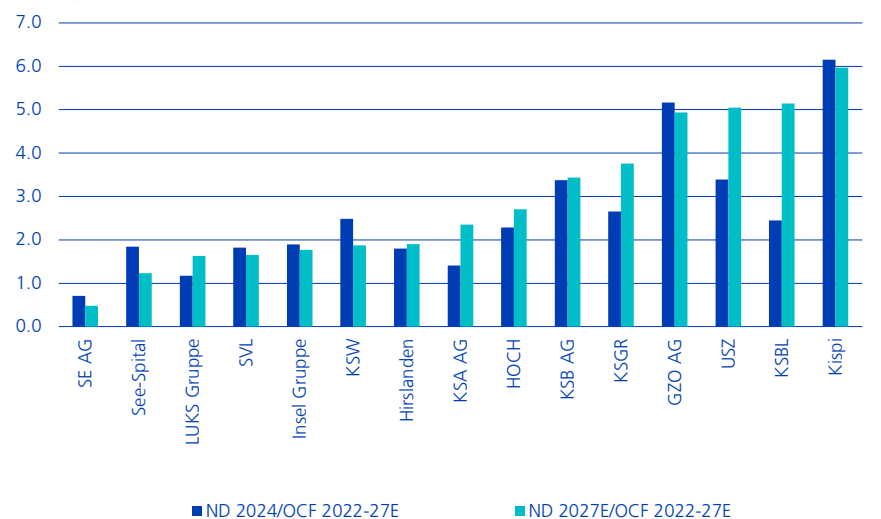


Quelle: ZKB, Spitäler

Entscheidender als die absolute Höhe der Nettoverschuldung oder die Nettoverschuldung im Verhältnis zum Umsatz ist die Nettoverschuldung im Verhältnis zum generierten operativen Cashflow. Abbildung 18 zeigt das Verhältnis der geschätzten Nettoverschuldung in den Jahren 2024 und 2027E zum erwarteten kumulierten generierten operativen Cashflow der sechs Jahre von 2022 bis 2027E. Basierend auf der geschätzten Nettoverschuldung für das Jahr 2027 weist das Kispi den höchsten Wert auf (6.0x), gefolgt vom KSBL (5.1x) und dem USZ (5.0x). Ein Verhältnis von 6.0x bedeutet unter der theoretischen Annahme eines konstanten operativen Cashflows und ohne Neuinvestitionen, dass es 36 Jahre dauern würde, bis diese Nettoverschuldung abgebaut werden könnte. Eine Rückzahlungsdauer von unter zwölf Jahren weisen basierend auf diesen theoretischen Annahmen die Spitäler SE AG (0.5x), das See-Spital (1.2x), die LUKS Gruppe (1.6x), der SVL (1.7x), die Insel Gruppe (1.8x) und das KSW (1.9x) auf. Die LUKS Gruppe wird allerdings in den kommenden Jahren substantielle Investitionen vornehmen, sodass die Berechnung hinfällig ist. Bei den anderen fünf Spitälern erwarten wir hingegen in den kommenden sechs Jahren positive FCFs, sodass die Nettoverschuldung zumindest teilweise abgebaut werden kann.

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

Abbildung 18: Verhältnis adj. Nettoverschuldung 2024 und 2027E zur Summe des operativen Cashflows 2022–2027E (x)



Quelle: ZKB, Spitäler

6.7 Unverändert sehr hohe Verschuldungsgrade

Im Vergleich mit den Kennzahlen vieler anderer Branchen fällt der hohe Verschuldungsgrad der Spitäler auf. Im GJ24 lag die durchschnittliche nicht adj. Ratio Net Debt/EBITDA der von uns abgedeckten Spitäler – ohne GZO AG, die einen negativen EBITDA auswies – bei 14.8x. Ein Vergleich mit den Vorjahreszahlen ist nur bedingt aussagekräftig, da ein einzelner Emittent in einem einzelnen Jahr einen sehr tiefen EBITDA aufweisen kann, was zu einem sehr hohen Verschuldungsgrad führt und den Durchschnittswert substanziell in die Höhe treibt. Die Verschuldungsgrade sind in den letzten Jahren allerdings generell deutlich angestiegen: Einerseits stehen die EBITDA unter Druck, andererseits ist die Nettoverschuldung aufgrund der hohen Investitionen in die Infrastruktur deutlich angestiegen. 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 FCF nicht ausreicht, um die Verschuldung über die Nutzungsdauer der Anlageklasse zu tilgen. Ist der EBITDA bereits (zu) tief, dann wird es zusätzlich schwierig, einen ausreichend hohen FCF 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 die GZO AG, Hirslanden, die KSA AG und das Kisp in den vergangenen Jahren vorgenommen haben. *Tabelle 3* zeigt die adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA der 15 Spitäler für die Jahre 2022 bis 2027E. 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. Für die Jahre 2026E und 2027E gehen wir bei der GZO AG, der KSA AG, der KSB AG sowie beim KSGR und Kisp in beiden Jahren von einem zweistelligen Verschuldungsgrad aus.

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

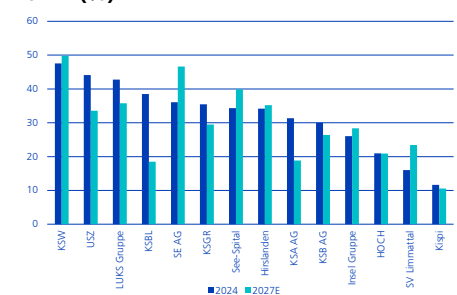
Tabelle 3: Nicht adjustierte Ratio Net Debt/EBITDA 2022–2027E (x)

Net Debt/EBITDA nicht adj.	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GZO AG	8.8	75.3	n.m.	44.5	25.2	19.3
Hirslanden	9.5	7.9	7.0	6.9	6.8	6.8
HOCH	18.9	20.0	8.1	9.9	8.6	8.6
Insel Gruppe	8.7	20.2	6.1	4.8	3.5	3.1
KSA AG	10.5	9.0	7.2	9.8	15.2	16.8
KSB AG	8.2	17.2	36.5	20.4	13.8	12.2
KSBL	2.6	n.m.	9.0	12.5	13.0	14.5
KSGR	6.0	9.7	11.7	10.5	17.5	17.8
KSW	21.9	n.m.	18.1	3.4	4.4	3.0
Kispi	9.5	196.3	57.2	33.4	19.9	16.3
LUKS Gruppe	2.6	3.9	11.3	5.9	5.5	5.9
See-Spital	10.5	12.2	9.4	8.1	5.1	4.6
SE AG	5.4	7.1	3.5	2.9	2.3	1.6
SV Limmattal	10.4	14.8	10.5	9.3	8.7	7.9
USZ	5.8	13.7	11.8	8.3	9.4	10.2
Durchschnitt	9.3	31.3	14.8	12.7	10.6	9.9

Quelle: ZKB, Spitäler

6.8 Stark unterschiedliche Eigenkapitalquoten

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der von uns abgedeckten Spitäler ist gegenüber dem Vorjahr von 34.5% auf 32.1% per Ende 2024 gesunken. In dieser Berechnung ist die GZO AG nicht berücksichtigt, da deren Eigenkapitalquote per Ende 2024 aufgrund der vorgenommenen Wertberichtigung von 8.2% auf –57.1% gesunken ist und sich damit im stark negativen Bereich befinden. Ohne Berücksichtigung der GZO AG sank die durchschnittliche Eigenkapitalquote der 14 Spitäler zwischen 2019 und 2024 von 47.8% auf 32.1%. Die Berechnung wird dadurch etwas «verfälscht», dass durch die erstmalige Anwendung von Swiss GAAP FER 28 «Zuwendungen der öffentlichen Hand» die Eigenkapitalquote des Inselspitals per Ende 2023 von 51.9% auf 28.5% sank bzw. angepasst wurde. Wir erwarten für die nächsten drei Jahre nochmals einen leichten Rückgang der durchschnittlichen Eigenkapitalquote. Hauptverantwortlich für diese Entwicklung sind zum einen die getätigten bzw. geplanten Fremdkapitalaufnahmen und zum anderen die zum Teil erwarteten Reinverluste. Ab dem Jahr 2028E erwarten wir, dass sich die durchschnittliche Eigenkapitalquote der von uns abgedeckten Spitäler stabilisiert bzw. sogar leicht verbessert. Einen stärkeren Rückgang der Eigenkapitalquote erwarten wir in den nächsten Jahren noch immer für die KSA AG, das KSBL, die LUKS Gruppe und das USZ. Dies hängt mit der zu erwartenden zusätzlichen Fremdfinanzierung infolge der Bautätigkeit zusammen. Eine deutliche Verbesserung der Eigenkapitalquote ist nur möglich, wenn die Eigentümerin eine Kapitalerhöhung vornimmt, ohne gleichzeitig eine Wertberichtigung vorzunehmen. Wie *Abbildung 19* veranschaulicht, sind die Eigenkapitalquoten der einzelnen Spitäler sehr unterschiedlich und lagen Ende 2024 exkl. der GZO AG zwischen 47.6% (KSW) und 11.6% (Kispi). Beim Kispi könnte die Talsohle in dieser Hinsicht bald erreicht sein. Mit dem Bezug des neuen Spitalgebäudes und den damit verbundenen höheren Abschreibungen ist allerdings eine deutliche Verbesserung der operativen Marge zwingend erforderlich, um wieder einen Reingewinn zu erwirtschaften und somit auch die Eigenkapitalquote zu verbessern. Ob ein Reingewinn erzielt werden kann, wird im Falle des Kispi auch stark davon abhängen, wie hoch die Spendenerträge ausfallen.

Abbildung 19: Eigenkapitalquote 2024 und 2027E (%)

Quelle: ZKB, 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 grösstenteils zu äusserst attraktiven Konditionen finanziert werden. Dem KSW ist es sogar gelungen, sowohl 2019 als auch 2021 eine Anleihe mit negativer Marktrendite zu emittieren. Erst die im Frühling 2025 emittierte dritte Anleihe wies mit 1.4% eine positive Rendite auf. Mit dem vorübergehenden Anstieg des Zinsniveaus rückte der Zinsaufwand wieder stärker in den Fokus. Zwar sind die Zinsen wieder deutlich gesunken, doch durch den «Fall GZO AG» haben sich die Spreads für die Spitalanleihen ausgeweitet (siehe Tabelle 4).

Das KSW hat zwei von seinen drei Anleihen mit einer negativen Marktrendite aufgenommen

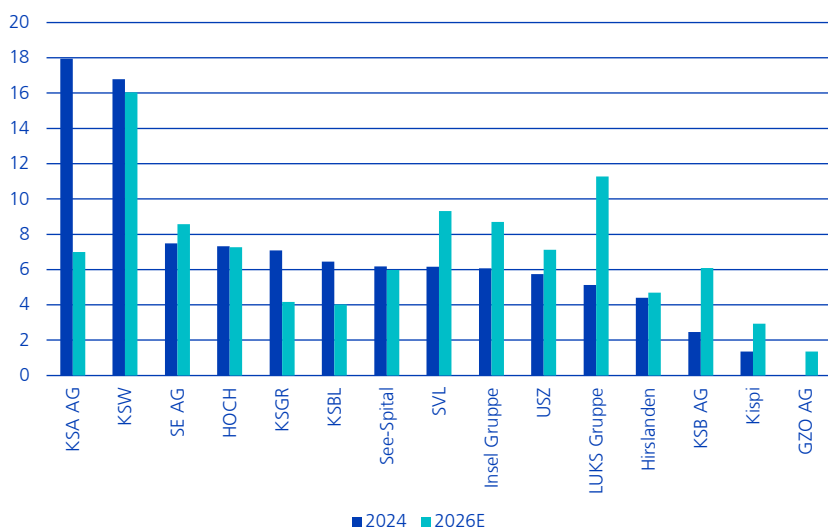
Abbildung 20 zeigt die Kennzahl EBITDA/Zinsaufwand für die beiden Jahre 2024 und 2026E. Je höher dieser Zinsdeckungsgrad ist, desto leichter können die Zinsen aus dem erwirtschafteten EBITDA getragen werden. Die Zinsdeckungsgrade der Spitäler sind sehr unterschiedlich. Dies hängt natürlich einerseits 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.

Abgesehen von der GZO AG mit einem negativen EBITDA wies das Kispi mit 1.4x den deutlich niedrigsten Zinsdeckungsgrad für 2024 aus. Wir erwarten, dass sich diese Kennzahl beim Kispi in den kommenden Jahren dank eines höheren EBITDA wieder leicht verbessert. Den höchsten Zinsdeckungsgrad (18.0x) wies die KSA AG aus. Sie profitiert dabei von getätigten Zinsabsicherungen. Bei 11 der 15 Spitäler hat sich der Zinsdeckungsgrad im Jahr 2024 im Vergleich zu 2023 verbessert.

Das Kispi wies 2024 mit 1.4x den tiefsten Zinsdeckungsgrad aus

Mittelfristig dürfte der Zinsdeckungsgrad der von uns abgedeckten Krankenhäuser durch die steigende Bruttoverschuldung und ein möglicherweise höheres Zinsniveau belastet werden, während sich die EBITDA-Margen tendenziell etwas verbessern sollten. Der Zinsdeckungsgrad könnte auch davon beeinflusst werden, in welchem Umfang die Gebietskörperschaften als Eigentümer Kapitalerhöhungen vornehmen oder zinsbegünstigte Darlehen zur Verfügung stellen.

Abbildung 20: EBITDA/Zinsaufwand 2024 und 2026E (x)



Quelle: ZKB, Spitäler

Die Aussagekraft des Zinsdeckungsgrades hat in den letzten Jahren aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus deutlich abgenommen. Mit dem zumindest zwischenzeitlich wieder leicht erhöhten Zinsniveau gewann der Zinsdeckungsgrad 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 ausstehen, aber auch weil diverse Spitäler Zinsabsicherungen vorgenommen haben.

6.10 Liquiditätsgrade

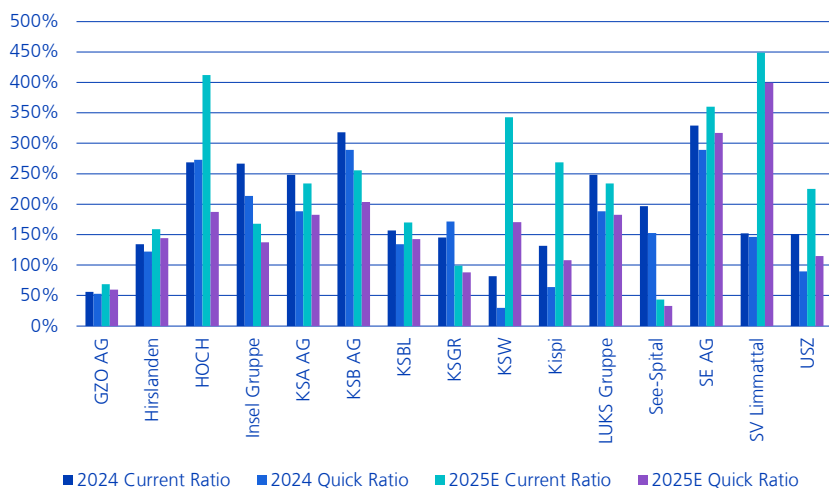
Abbildung 22 zeigt die Kennzahlen für die Current Ratio (Liquidität 3. Grades) und die Quick Ratio (Liquidität 2. Grades). Massgebend ist vor allem die Quick Ratio, die die liquiden Mittel zusammen mit den Forderungen ins Verhältnis zum kurzfristigen Fremdkapital setzt. Ein Wert von 100% gilt als ausreichend. Per Ende 2024 wiesen die GZO AG (53%), das KSW (30%), das Kispi (64%) und das USZ (90%) einen Wert von unter 100% aus. Per Ende 2025E dürfte insbesondere das KSW wieder einen deutlich höheren Wert verzeichnen. Das KSW hat die im September 2025 fällige CHF-100-Mio-Anleihe, die die Quick Ratio belastete, bereits durch eine Anleihe von CHF 150 Mio mit Laufzeit bis Ende 2033 refinanziert. Das Kispi wird bezüglich der Quick Ratio davon profitieren, dass es eine weitere Subventionszahlung von CHF 25 Mio durch den Kanton Zürich erhält und ein weiteres Darlehen von CHF 50 Mio aus der im Jahr 2024 beschlossenen Erhöhung des Kantonsdarlehens aufnehmen kann. Beim USZ wird die Entwicklung dieser Kennzahl vor allem davon abhängen, ob und in welchem Ausmass kurzfristige Schulden durch langfristige ersetzt werden. Per Ende 2025E dürfte das See-Spital den tiefsten Wert (ZKB E: 33%) aufweisen, was mit der Fälligkeit der einzigen ausstehenden Anleihe im Jahr 2026 zusammenhängt. Fremdkapital mit unterjähriger Fälligkeit wird im kurzfristigen Fremdkapital ausgewiesen, was die Liquiditätskennzahlen unter Druck setzt.

Abbildung 21: Kantonsspital Winterthur Hybrid OP



Quelle: KSW

Abbildung 22: Current Ratio und Quick Ratio 2024 und 2025E



Quelle: ZKB, 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 – und das ist der entscheidende Teil – 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. Durch den «Fall GZO AG» ist die Einschätzung der Unterstützungswahrscheinlichkeit nochmals deutlich stärker 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.

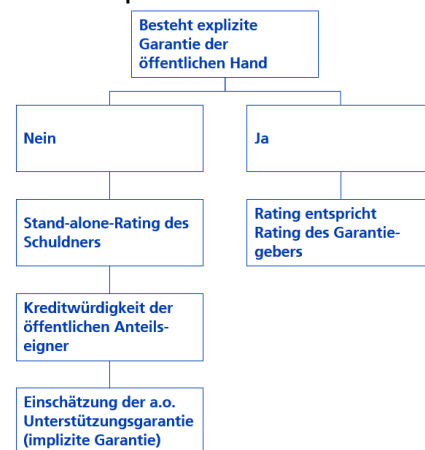
7.1 Spital mit expliziter Garantie der öffentlichen Hand

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 finanzielle Schieflage geraten, würde möglicherweise 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 Spitäler



Quelle: ZKB

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. Seit Anfang 2025 hat der Kanton auch erstmals seit 2015 wieder einen Vertreter (bzw. sogar zwei) in den Stiftungsrat des Kispi entsandt.

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 4), «sehr hoch» (Tabelle 5), «hoch», «moderat hoch» (Tabelle 6) und «moderat».

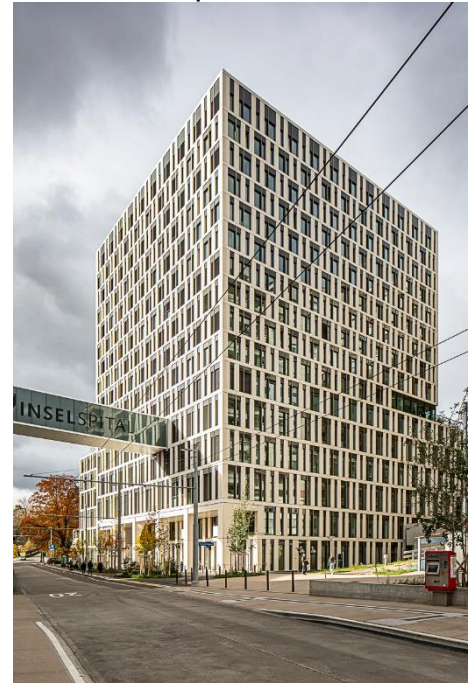
7.3.2 Hinterfragung der impliziten Garantien

Seit dem «Fall GZO AG» werden die Unterstützungswahrscheinlichkeiten kritischer beurteilt. Die expliziten und impliziten Garantien stehen seither im Fokus der Investoren und werden teilweise infrage gestellt.

Bei der GZO AG waren wir 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.

Während die bezahlten Credit-Spreads zwischen den einzelnen Spitälern am CHF-Kapitalmarkt vor «Fall GZO AG» relativ gering waren, haben sie sich je nach Wahrscheinlichkeit einer allfälligen Unterstützung in einer finanziellen Stresssituation seither deutlich ausgeweitet. Im Vergleich zu unserer Spitalstudie von Ende August 2024 haben sich die Spreads nur wenig verändert. Die leichte Ausweitung gegenüber dem Vorjahr ist marktbedingt und kein spitalspezifischer Umstand. Die Spreads aller Rating-

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



Quelle: Armin Rechberger

Seit dem «Fall GZO AG» wird am Markt nun deutlich unterschieden, wie relevant ein Spital für die Spitalversorgung ist und auch ob es sich um eine kantonale oder eine kommunale Trägerschaft handelt

Segmente sind leicht angestiegen. ist auf. Für die Höhe der Spreads sind vor allem die Relevanz eines Spitals für die Spitalversorgung und die Unterscheidung zwischen kantonalen und kommunalen Trägerschaft relevant. Generell lässt sich aber sagen, dass der gesamte Sektor mit deutlich höheren Spreads gehandelt wird, als es unsere Fundamentalratings implizieren würden.

Tabelle 4: Entwicklung der Spreads ausstehender Spitalanleihen

Emittent	Volumen (CHF Mio.)	Coupon	Lancierung	Fälligkeit	Bid MS-Spread 03.04.2024	Bid MS-Spread 28.08.2024	Bid MS-Spread 25.08.2025	Bid Yield
GZO AG	170	1.88%	21.05.2014	12.06.2024	+138	n.a.	n.a.	n.a.
Hirslanden	46	1.25%	03.02.2021	25.02.2026	+106	+157	+765	7.56%
Insel Gruppe	150	0.13%	17.09.2021	28.09.2029	+50	+87	+90	1.00%
Insel Gruppe	250	1.95%	10.01.2023	07.05.2026	+48	+82	+76	0.65%
Insel Gruppe	125	2.38%	06.09.2023	29.09.2031	+56	+56	+100	1.24%
Insel Gruppe	135	2.52%	06.09.2023	29.09.2038	+55	+88	+113	1.78%
Insel Gruppe	250	1.74%	13.11.2024	27.11.2034	n.a.	n.a.	+110	1.55%
Kispi	200	0.25%	21.06.2016	28.07.2028	+44	+73	+87	0.86%
Kispi	100	0.75%	21.06.2016	28.07.2036	+56	+78	+85	1.40%
KSA AG	100	0.75%	16.05.2017	28.05.2032	+59	+59	+104	1.33%
KSA AG	120	1.65%	27.04.2022	22.05.2037	+62	+82	+99	1.59%
KSA AG	140	2.10%	24.04.2024	15.05.2034	n.a.	+85	+91	1.33%
KSA AG	150	1.40%	07.05.2025	21.05.2035	n.a.	n.a.	+94	1.43%
KSB AG	150	0.70%	18.04.2018	23.05.2028	+40	+94	+82	0.79%
KSB AG	150	1.10%	18.04.2018	23.05.2033	+62	+82	+99	1.35%
KSB AG	125	0.35%	25.08.2021	30.09.2036	+58	+98	+101	1.57%
KSB AG	150	2.55%	23.05.2023	21.06.2038	+58	+89	+122	1.85%
KSB AG	125	1.55%	09.10.2024	06.11.2031	n.a.	n.a.	+100	1.25%
KSBL	100	1.70%	31.05.2022	24.06.2032	+54	+77	+90	1.19%
KSGR	130	0.15%	01.07.2021	08.07.2030	+45	+77	+100	1.16%
KSGR	150	1.60%	04.09.2024	27.09.2034	n.a.	n.a.	+100	1.44%
KSSG	125	0.05%	17.08.2021	30.09.2031	+49	+88	+91	1.15%
KSSG	150	0.30%	17.08.2021	30.09.2036	+53	+89	+107	1.62%
KSSG	175	2.40%	22.08.2023	06.09.2033	+45	+85	+87	1.24%
KSSG	175	2.50%	22.08.2023	06.09.2038	+53	+91	+108	1.72%
KSW	125	0.00%	21.08.2019	30.09.2031	+51	+82	+129	1.53%
KSW	100	0.00%	24.08.2021	30.09.2025	+59	+83	+215	2.10%
KSW	150	1.40%	02.04.2025	29.04.2033	n.a.	n.a.	+87	1.21%
LUKS Gruppe	150	2.10%	23.05.2024	21.06.2034	n.a.	+81	+104	1.47%
LUKS Gruppe	150	0.63%	21.08.2018	25.09.2028	+51	+70	+121	1.21%
SE AG	55	3.00%	05.04.2023	16.04.2027	+119	+146	+163	1.53%
SEE-SPITAL	100	1.25%	06.06.2018	03.07.2026	+101	+1231	+1934	19.23%
Spital Männedorf	50	2.95%	14.06.2023	13.07.2026	+90	+405	+336	3.25%
SVL	120	0.55%	11.09.2024	27.09.2029	n.a.	n.a.	+120	1.29%
USZ	120	0.55%	06.09.2018	28.09.2028	+41	+76	+103	1.03%
USZ	150	1.50%	29.08.2024	27.09.2032	n.a.	n.a.	+95	1.26%
USZ	150	1.65%	29.08.2024	26.09.2036	n.a.	n.a.	+110	1.65%

Quelle: ZKB, SIX, Bloomberg

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 im Frühling 2024 einen positiven Bescheid auf sein Finanzhilfegesuch, 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 insbesondere 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 5 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 einer staatlichen Unterstützung im Falle einer finanziellen Stresssituation.

Tabelle 5: Ratingmatrix unter der Annahme einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

		Kantons- und Gemeinderating					
Stand-alone-Rating	Rating	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
	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
	ccc+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	ccc	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
	ccc-	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
	cc	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-

Quelle: S&P, ZKB

7.3.2.2 «Sehr hohe» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

Wir haben vor einem Jahr 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 dazu geführt, dass wir für die Spital Emmental AG (SE AG) unsere Annahme zur Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Bern von «extrem hoch» auf «sehr hoch» reduziert haben. Die SE AG ist von deutlich geringerer kantonaler Bedeutung für die Aufrechterhaltung der Spitalversorgung als die Insel Gruppe. Angesichts der finanziellen Situation der Spitäler scheint es 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. Im Weiteren 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 6 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 6: Ratingmatrix unter der Annahme einer «sehr hohen» Wahrscheinlichkeit einer Staatsunterstützung

		Kantons- und Gemeinderating					
Stand-alone-Rating	Rating	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
	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
	ccc+	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-
	ccc	B+	B+	B+	B+	B+	B+
	ccc-	B+	B+	B+	B+	B+	B+
	cc	B+	B+	B+	B+	B+	B+

Quelle: S&P, ZKB

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. 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. 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.

Anders als etwa bei der GZO AG oder beim Spital Männedorf sind im Bezirk Horgen die Gemeinden aber nicht am (See-)Spital beteiligt. Sie stellen auch keine Mitglieder im Stiftungsrat. Das See-Spital operiert somit unabhängig von den politischen Gemeinden. Im Geschäftsbericht 2023 wurde der Stiftungsratspräsident des See-Spitals mit folgender Aussage zitiert: «Dies gilt besonders für Spitäler wie das See-Spital, wo nicht die Gemeinde oder der Staat dahintersteht und das Defizit ausgleicht.» Aus dem

Stiftungszweck und auch aus Art. 12 der Stiftungsurkunde lässt sich jedoch eine Staatsnähe ableiten: Art. 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. Diese Situation könnte zu politischen und juristischen Auseinandersetzungen führen.

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

		Kantons- und Gemeinderating					
Stand-alone-Rating	Rating	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
	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+
	ccc+	B	B	B	B	B	B
	ccc	B-	B-	B-	B-	B-	B-
	ccc-	-	-	-	-	-	-
	cc	-	-	-	-	-	-

Quelle: S&P, ZKB

8 Bonitätseinschätzung

8.1 Ausblick Spitäler insgesamt

8.1.1 Leichte Verbesserung bei den EBITDAR-Margen

Die operativen Margen haben sich im Jahr 2024 gegenüber dem Vorjahr leicht erhöht. Dies ist einerseits insbesondere auf die mit Verzögerung vorgenommenen Tarifierungen und andererseits auf die von den Spitälern umgesetzten Kosteneinsparungen zurückzuführen. Bei den von uns untersuchten 35 Spitälern stieg die EBITDAR-Marge von 5.0% auf 5.8% an. Aufgrund derselben Faktoren ist 2025 eine weitere leichte Steigerung der EBITDAR-Marge eine realistische Annahme. Bei den von uns abgedeckten 15 Spitälern rechnen wir mit einer Steigerung von 5.6% auf 7.0%. Dies verbessert die finanzielle Situation der Spitäler allerdings nur unwesentlich. Die EBITDAR-Margen liegen weiterhin deutlich unter dem geforderten Mindestniveau von 10%. Das Hauptproblem besteht darin, dass die Krankenhäuser ihre Preise nicht wie andere Branchen entsprechend der Kostenentwicklung erhöhen können. Tarifierhöhungen sind nur in Verhandlungen mit den Krankenkassen möglich und folgen einem politisch gesteuerten Prozess.

Wir gehen im Jahr 2025 von einer erneuten leichten Verbesserung der EBITDAR-Margen aus, insbesondere dank leicht höherer Tarife

8.1.2 Hohe Verschuldungsgrade

Der Verschuldungsgrad der Spitäler ist sehr hoch. Die nicht adj. Ratio Net/EBITDA lag im GJ24 bei den 15 von uns abgedeckten Spitälern (ohne GZO AG) bei 12.7x. Einzig die SE AG wies mit 3.5x einen Verschuldungsgrad von unter 5x auf. In den nächsten Jahren dürfte es bei der Entwicklung des Verschuldungsgrads zu einer Zweiteilung kommen. Einerseits sollten die Spitäler, die ihr Grossbauprojekt abgeschlossen haben, in der Lage sein, positive FCFs zu erwirtschaften und somit die Nettoverschuldung und demnach auch den Verschuldungsgrad abzubauen. Die SE AG und der SVL haben bereits vier aufeinanderfolgende Jahre mit positiven FCFs erreicht. Wir gehen davon aus, dass als nächste Spitäler die Insel Gruppe, das KSW und das See-Spital zum Kreis der Spitäler mit positiven FCF dazustossen sollten. Erwirtschaften diese Spitäler jedoch zu geringe oder gar negative FCFs, droht eine Wertberichtigung auf dem Anlagevermögen. Andererseits werden einige der 15 Spitäler – dies trifft längerfristig insbesondere auf die KSBL, die LUKS Gruppe und das USZ zu – weiterhin grosse Beträge in die Erneuerung ihrer Infrastruktur investieren, sodass positive FCFs unrealistisch bleiben. In diesen drei Fällen haben die Eigentmerkantone bereits auf die eine oder andere Weise eine finanzielle Unterstützung angedeutet. Aus Investorensicht ist es wichtig, dass eine ausserordentliche finanzielle Unterstützung der Spitäler durch die verantwortlichen Gebietskörperschaften möglichst geordnet abläuft. Die Reingewinne der Spitäler werden in den nächsten Jahren neben den zu tiefen operativen Margen auch durch die höheren Abschreibungen und Zinskosten aufgrund der grossen Investitionen in ihre Infrastruktur belastet. Ist der Reingewinn negativ, drückt dies entsprechend auf die Eigenkapitalquote. Unterstützung erhalten die Spitäler immerhin vom wiederum sehr tiefen Zinsniveau. Aufgrund der angespannten Situation ist auch eine Gewinnausschüttung an die Eigentümer bei den öffentlichen Spitälern derzeit kein Thema.

Gruppe der von uns abgedeckten Spitäler mit positiven FCFs sollte wachsen

8.1.3 Finanzieller Druck auf den Spitälern bleibt hoch

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. Die Spitäler selbst können ihre Ergebnisse vor allem durch Digitalisierung, Kooperationen und Kosteneinsparungsmassnahmen

verbessern. Bei der Digitalisierung und dem Einsatz von künstlicher Intelligenz gibt es zwar viel ungenutztes Potenzial, aber auch hier sind Investitionen notwendig, was angesichts der angespannten finanziellen Situation der Spitäler wiederum eine Herausforderung darstellt. Kooperationen zwischen den verschiedenen Spitälern und eine damit verbundene Verschlankung des Leistungsangebots dürften stark zunehmen, da 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.

8.1.4 Auswirkungen der beiden grossen Reformen

Die beiden grossen bevorstehenden Änderungen in der Finanzierung der Spitalleistungen sind die Ablösung des heute gültigen Tarifsystems Tarmed für ambulante Leistungen durch die neue Einzelleistungstarifstruktur Tardoc inklusive einer Tarifstruktur mit ambulanten Pauschalen ab 1. Januar 2026 sowie die Einführung von Efas. Letztere tritt im Akutbereich auf den 1. Januar 2028 in Kraft, die Integration der Pflegeleistungen in die einheitliche Finanzierung erfolgt vier Jahre später. Die Ablösung des Tarifsystems für ambulante Leistungen soll kostenneutral erfolgen. Trotzdem ist damit zu rechnen, dass es Gewinner und Verlierer geben wird. Die Reform dürfte vorübergehend zu einem erhöhten administrativen Aufwand führen. Die Spitäler erwarten, dass sich aufgrund der Umstellung die Rechnungsstellungen zu Beginn des Jahres 2026 vorübergehend verzögern und der Liquiditätsbedarf dadurch temporär steigen wird. Grössere Auswirkungen wird die Einführung von Efas haben, mit der die Verlagerung von stationären zu den kostengünstigeren ambulanten Behandlungen vorangetrieben werden soll. Aus heutiger Sicht hat die Reform einen Makel: Mit der aktuellen Tarifstruktur sind ambulante Behandlungen für die Spitäler sogar noch weniger lukrativ als stationäre Behandlungen, da der Kostendeckungsgrad tiefer ist. Da es jedoch noch über zwei Jahre dauern wird, bis Efas eingeführt wird, kann es an der Tarifstruktur noch zu Änderungen kommen. Für die Spitäler und das gesamte Schweizer Gesundheitswesen wäre es positiv, wenn die ambulanten Tarife so angepasst würden, dass sie kostendeckend sind oder mindestens den gleichen Kostendeckungsgrad wie die stationären Behandlungen erreichen. Nur so werden die Spitäler die Verlagerung hin zu den kostengünstigeren ambulanten Behandlungen auch tatsächlich vorantreiben.

Für den Erfolg der Efas sind wohl Tarifanpassungen nötig

8.1.5 Eine Trendumkehr bei den Stand-alone-Ratings ist nicht abzusehen

Wie bereits im Vorjahr haben wir seit Jahresbeginn bei einem Drittel der von uns abgedeckten Krankenhäuser das Stand-alone-Rating gesenkt. Bei keinem Spital haben wir es angehoben. Es gibt derzeit kaum Anzeichen für eine Trendumkehr, auch wenn es aufgrund der inzwischen niedrigeren Stand-alone-Ratings künftig zumindest zu einer geringeren Anzahl von Anpassungen kommen sollte. Für eine nachhaltige Trendumkehr müssten vor allem die Tarife erhöht werden. Auch wenn es widersinnig klingt: Ausserordentliche und insbesondere wiederholende Unterstützungszahlungen der Gebietskörperschaften könnten ebenfalls einen positiven Effekt auf die Stand-alone-Ratings haben. Wiederholende Unterstützungszahlungen könnten beispielsweise höhere gemeinwirtschaftliche Leistungen sein. Durch die niedrigeren Stand-alone-Ratings gewinnen die von uns unterstellten impliziten Garantien der

Stand-alone-Ratings stehen weiterhin unter Druck. Die Bedeutung impliziter Garantien nimmt daher weiter zu

Gebietskörperschaften für die Spitäler weiter an Bedeutung für die Ratingbeurteilung. Im extremsten Beispiel des Ksp ist das Rating elf Notches höher als das Stand-alone-Rating. Wie die gegenwärtigen Spreads zeigen, beurteilen die Investoren Spitalanleihen derzeit vorsichtiger, als es unsere Fundamentalratings vorgeben würden. Insbesondere bei den Gemeindespitalern verlangen die Investoren aktuell eine explizite Garantie, damit die Spreads ein «zahlbares» Niveau erreichen.

8.2 Rating- bzw. Outlookänderungen

Seit der Veröffentlichung der letzten «Branchenstudie Schweizer Spitäler» im August 2024 haben wir eine Ratingänderung vorgenommen. Dabei wurde die LUKS Gruppe von AA-/positiv auf AA/stabil hochgestuft, da wir das Rating des Kantons Luzern von AA+/positiv auf AAA/stabil erhöht haben. Zwei der drei vorgenommenen Outlookverbesserungen basierten ebenfalls auf dem Kantonsrating. Die Outlookverbesserung des Kantons Aargau von AA+/stabil auf AA+/positiv führte dazu, dass wir für die KSA AG und die KSB AG ebenfalls eine Outlookverbesserung von AA-/stabil auf AA-/positiv vornahmen. Einzig die Outlookverbesserung von A+/negativ auf A+/stabil für die Insel Gruppe basierte auf der Stand-alone-Betrachtung des Spitals. Allerdings nahmen wir die Outlookverschlechterung auf negativ im vergangenen Jahr erst kurz nach der Publikation der letztjährigen Branchenstudie vor, da die Halbjahreszahlen schlechter als erwartet ausfielen. Im Kontrast zu den positiven Rating-/Outlookanpassungen stehen die vorgenommenen Anpassungen der Stand-alone-Ratings. Aufgrund verschlechterter bonitätsrelevanter Kennzahlen oder weiterhin erwarteter stark negativer FCFs in den kommenden Jahren haben wir die Stand-alone-Ratings der fünf Spitäler KSB AG, KSBL, KSGR, LUKS Gruppe und USZ um je einen Notch gesenkt.

LUKS Gruppe, KSA AG und KSB AG profitieren von der Ratinghochstufung bzw. Outlookverbesserung ihrer Eigentümerkantone

9 Überblick Finanzkennzahlen

Die *Tabellen 8–11* geben einen Überblick über ausgewählte Finanzkennzahlen der von uns abgedeckten Spitäler für die Jahre 2022–2024 sowie im Vor-Corona-Jahr 2019 und die jeweiligen aktuellen Ratingeinstufungen einschliesslich der Stand-alone-Ratings.

Tabelle 8: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2019

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	HOCH	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSW	Kispi	LUKS Gruppe	See-Spital	SE AG	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	AA-/stabil	A+/stabil	AA-/positiv	AA-/positiv	A/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	BB+/stabil	BBB/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	b+	bb–	b+	b+	b	bb–	bb–	b	bb–	bb–	bb–	n.a.	b+
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/positiv	AA+/positiv	AA/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	149	1804	907	1736	750	392	439	365	545	336	948	141	172	198	1475
Anteil Zusatzversicherte (%)	15.4	50.8	20.7	n.a.	17.8	22.9	20.2	19.9	21.4	22.7	18.4	25.2	8.9	18.2	20.2
Personalaufwand (% Umsatz)	59.9	49.2	60.6	58.8	61.4	59.8	68.9	61.2	63.3	64.5	62.3	63.5	63.6	63.6	59.9
EBITDAR-Marge (%)	11.2	17.0	5.9	7.5	6.4	10.9	5.5	11.2	10.9	12.2	6.2	9.5	7.1	9.5	8.6
EBITDA-Marge (%)	11.1	17.0	5.1	7.2	6.2	10.4	4.8	10.7	10.6	11.2	5.4	9.0	6.5	9.5	7.7
Reingewinn (CHF Mio)	2.7	56	–1.9	37	1.6	16	–70	12	29	32	–5.3	3.7	0.3	–3.3	40
Free Cashflow (CHF Mio)	2.0	178	32	4.7	–16	–65	4.2	–56	–11	–65	68	–10	–6.8	–23	–99
EK-Quote (%)	13	21	42	79	48	45	65	59	63	42	53	35	36	16	67
Current Ratio (%)	860	156	130	288	176	538	229	147	281	425	195	586	189	621	233
FFO/Total Debt adj. (%)	5.9	8.6	25	133	19	12	120	43	64	6.0	17	9.7	10	4.2	36
Net Debt/EBITDA (x) adj.	5.4	9.2	4.2	0.0	4.7	3.3	–0.5	1.0	0.7	4.3	5.1	3.1	6.8	15	2.1
Total Debt/EBITDA adj. (x)	14.1	9.8	4.2	0.9	5.1	7.4	0.7	2.2	2.4	8.3	5.6	9.6	7.7	17.8	2.4
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	2.5	5.5	43	76	28	11	9.2	257	21	16	5.7	7.2	6.3	4.8	78

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

Quelle: ZKB, Spitäler

Tabelle 9: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2022

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	HOCH	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSW	Kispi	LUKS Gruppe	See-Spital	SE AG	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	AA-/stabil	A+/stabil	AA-/positiv	AA-/positiv	A/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	BB+/stabil	BBB/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	b+	bb–	b+	b+	b	bb–	bb–	b	bb–	bb–	bb–	n.a.	b+
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/positiv	AA+/positiv	AA/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	157	1900	970	1759	810	460	457	472	572	359	1153	137	204	226	1511
Anteil Zusatzversicherte (%)	16.5	48.3	19.8	14.5	17.9	23.3	19.7	21.6	20.0	23.4	19.5	23.6	8.9	18.4	18.3
Personalaufwand (% Umsatz)	61.0	50.1	61.4	64.9	62.0	60.7	67.4	58.7	67.8	64.2	61.3	62.9	61.9	62.9	61.1
EBITDAR-Marge (%)	9.6	14.7	3.1	2.5	5.1	9.3	6.0	9.0	1.8	10.1	7.4	6.1	6.8	10.6	5.6
EBITDA-Marge (%)	9.4	14.7	2.3	2.0	4.9	8.8	5.1	8.0	1.5	9.0	6.3	5.5	6.3	10.6	4.0
Reingewinn (CHF Mio)	–2.5	–121	–23	–80	–3.5	14	2.4	14	–23	–15	2.3	–3.4	2.0	3.1	–22
Free Cashflow (CHF Mio)	–25	31	–52	–210	–30	–120	–8.3	–33	–46	–34	14	–21	15	1.6	–78
EK-Quote (%)	12	20	27	59	31	37	48	43	56	15	52	35	33	21	57
Current Ratio (%)	686	143	269	117	106	233	348	146	285	192	174	259	90	86	124
FFO/Total Debt adj. (%)	2.9	7.2	6.6	12	8.5	8.9	15	10	4.6	10	26	4.5	16	5.9	16
Net Debt/EBITDA (x)	8.8	9.5	18.9	8.7	10.5	8.2	2.6	6.0	21.9	9.5	2.6	10.7	5.4	10.4	5.8
Net Debt/EBITDA (x) adj.	8.9	9.6	14.9	9.3	10.1	7.9	3.4	6.1	18.4	9.0	3.2	9.9	5.6	10.7	6.2
Total Debt/EBITDA adj. (x)	15.3	10.3	16.2	13.8	11.2	11	4.9	7.0	22.7	9.8	3.7	13.4	8.6	13.1	6.5
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	1.6	4.8	17	8.8	14	11	21	71	25	13	18	5.1	8.2	5.9	43

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

Quelle: ZKB, Spitäler

Tabelle 10: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2023

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	HOCH	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSW	Kispi	LUKS Gruppe	See-Spital	SE AG	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	AA-/stabil	A+/stabil	AA-/positiv	AA-/positiv	A/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	BB+/stabil	BBB/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	b+	bb–	b+	b+	b	bb–	bb–	b	bb–	bb–	bb–	n.a.	b+
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/positiv	AA+/positiv	AA/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	155	1905	1045	1869	848	469	449	516	603	348	1214	147	216	226	1584
Anteil Zusatzversicherte (%)	15.5	47.9	18.9	14.4	17.1	23.4	19.3	21.0	20.7	23.5	19.6	22.7	8.8	17.1	18.4
Personalaufwand (% Umsatz)	66.7	50.6	61.8	63.5	62.0	63.0	71.7	60.8	72.5	71.6	61.3	63.4	62.6	65.6	62.2
EBITDAR-Marge (%)	1.6	13.3	3.4	***0.1	5.0	5.7	–0.0	6.6	–2.6	1.9	6.6	5.9	4.4	7.3	3.6
EBITDA-Marge (%)	1.4	13.3	2.6	***–0.5	4.7	5.1	–0.9	5.5	–2.9	0.6	5.6	5.2	3.9	7.3	2.1
Reingewinn (CHF Mio)	–12	–62	–26	–80	–3.7	3.2	–25	1.9	–50	–10	1.5	–6.6	–2.5	–5.1	–49
Free Cashflow (CHF Mio)	–33	–48	–124	–194	–187	–105	–26	–49	–103	–103	–70	–11	10	6.8	–91
EK-Quote (%)	8.2	36	20	29	33	34	43	39	49	10	50	34	35	21	49
Current Ratio (%)	56	148	412	193	149	360	241	99	194	169	145	183	308	438	93
FFO/Total Debt adj. (%)	–0.7	8.3	3.5	–0.7	9.5	3.2	1.7	8.1	–0.8	1.0	19	5.8	9.5	4.9	9.0
Net Debt/EBITDA (x)	75.3	7.9	20.0	20.2	9.0	17.2	n.m.	9.7	n.m.	196	3.9	12.2	7.1	14.8	13.7
Net Debt/EBITDA (x) adj.	66.9	8.1	16.3	17	8.7	15.9	n.m.	9.3	n.m.	66.3	4.3	11.5	7.1	14.8	11.2
Total Debt/EBITDA adj. (x)	94.2	8.6	23.2	23.1	9.5	22.0	n.m.	10.8	n.m.	72.1	4.6	13.6	10.8	16.9	11.8
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	0.4	2.7	5.3	1.9	8.7	4.8	n.m.	13.5	n.m.	0.5	25.0	5.1	4.5	4.1	6.3

*Abschluss per 31. März 2024, **aktuelle Ratingeinstufung; ***ohne Swiss GAAP FER 28 – Effekt

Quelle: ZKB, Spitäler

Tabelle 11: 15 Spitäler im Vergleich / Zahlen 2024

Kennzahlen	GZO AG	Hirslanden*	HOCH	Insel Gruppe	KSA AG	KSB AG	KSBL	KSGR	KSW	Kispi	LUKS Gruppe	See-Spital	SE AG	SVL	USZ
ZKB Rating**	C/negativ	BB/negativ	AA-/stabil	A+/stabil	AA-/positiv	AA-/positiv	A/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	BB+/stabil	BBB/stabil	A+/stabil	AA/stabil
ZKB Stand-alone-Rating**	c	n.a.	b+	bb-	b+	b+	b	bb-	bb-	b	bb-	bb-	bb-	n.a.	b+
ZKB Rating öffentliche Hand**	AA-/stabil	n.a.	AA+/stabil	AA/stabil	AA+/positiv	AA+/positiv	AA/stabil	AA+/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AAA/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	A+/stabil	AAA/stabil
Betriebsertrag (CHF Mio)	153	1940	1080	1853	858	497	460	544	652	387	1252	149	223	241	1746
Anteil Zusatzversicherte (%)	15.5	n.a.	19.1	13.9	17.3	22.4	19.5	18.3	20.3	26.7	19.9	22.1	8.9	18.4	18.8
Personalaufwand (% Umsatz)	67.5	49.7	57.7	62.4	60.2	63.6	67.9	60.5	69.0	69.8	63.8	61.7	62.7	63.3	59.3
EBITDAR-Marge (%)	-0.6	13.6	8.0	***4.3	6.6	3.7	3.8	6.7	2.5	3.3	3.7	7.3	7.2	9.0	4.5
EBITDA-Marge (%)	-0.8	13.6	6.8	***3.7	6.3	3.1	3.1	5.3	2.1	2.4	2.7	6.5	6.6	9.0	2.9
Reingewinn (CHF Mio)	-123	-310	7.6	-23	-4.3	-9.2	-6.7	-0.4	-22	27	-21	-0.7	3.6	0.6	-31
Free Cashflow (CHF Mio)	30.0	41	-62	-126	-87	-126	-42	-57	-21	-163	-117	-0.2	7.8	15	-165
EK-Quote (%)	-57	34	21	26	31	30	38	35	48	12	43	34	36	16	44
Current Ratio (%)	56	134	427	215	267	318	157	281	81	132	198	197	329	152	151
FFO/Total Debt adj. (%)	-1.7	10.4	8.8	7.9	12	1.1	7.0	7.0	5.8	0.3	10	7.3	15	4.8	1.8
Net Debt/EBITDA (x)	n.m.	7.0	8.1	6.1	7.2	36.5	9.0	11.7	18.1	57.2	11.3	9.4	3.5	10.5	11.8
Net Debt/EBITDA (x) adj.	n.m.	7.3	7.5	6.4	7.1	31.3	8.9	10.4	16.3	42.7	9.9	8.9	3.7	10.5	10.5
Total Debt/EBITDA adj. (x)	n.m.	7.6	9.6	9.7	7.9	38.8	9.0	12.7	17.2	44.8	10.2	10.6	6.3	18.9	10.9
Zinsdeckung (EBITDA/ZA, x)	n.m.	4.4	7.3	5.1	18.0	2.5	6.5	7.1	16.8	1.4	5.1	6.2	7.5	6.2	5.7

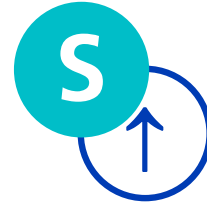
*Abschluss per 31. März 2025, **aktuelle Ratingeinstufung; ***ohne Swiss GAAP FER 28 – Effekt

Quelle: ZKB, Spitäler

SWOT-Analyse

Stärken

- Hohe Konjunkturreistenz
- Im internationalen Vergleich gut funktionierendes Gesundheitswesen von 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



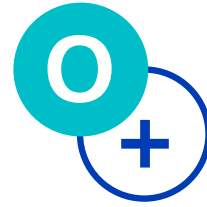
Schwächen

- 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 eine volkswirtschaftlich sinnvolle Spitalplanung und Konsolidierung
- Politisch werden auf verschiedenen Ebenen Forderungen gestellt, die zu einer Kostenausweitung führen; gleichzeitig besteht aber nur bedingt die Bereitschaft, 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; Digitalisierung und künstliche Intelligenz 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



10 Profile der Spitäler

Die folgenden Seiten enthalten für jedes der 15 vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank abgedeckten Spitäler eine Kurzbeschreibung, eine Zusammenfassung der jüngsten Entwicklung und einen Ausblick.

GZO Spital Wetzikon

ZKB: C/negativ **S&P:** –/– **Moody's:** –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024
Betriebsertrag (Mio)	157	155	153
EBITDA (Mio)	15	2	-1
Reingewinn (Mio)	-3	-12	-123
Funds from operations (Mio)	6	-2	-4
Free Cashflow (Mio)	-25	-33	30
EK-Quote (%)	11.9	8.2	-57.1
Net Debt/EBITDA (x)	8.8	75.3	n.v.
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	2.8	0.4	n.v.

Quelle: ZKB, GZO AG

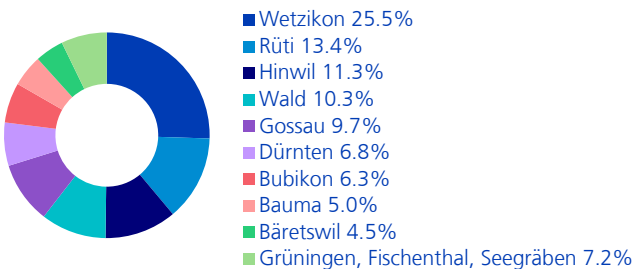
Bonitätsprofil

Kerngeschäft: regionale medizinische Gesundheitsversorgung im Zürcher Oberland

Der Regierungsrat des Kt. Zürich hat am 4. April 2024 einen weitreichenden Entscheid bekannt gegeben: Er hat das Gesuch der GZO AG um finanzielle Unterstützung in Höhe von CHF 180 Mio abgewiesen. Das Spital Wetzikon wird von der Regierung nicht als unverzichtbar für die Spitalversorgung im Kt. Zürich erachtet. Dies hat dazu geführt, dass die GZO AG die Anleihe, die am 12. Juni 2024 fällig wurde, bis heute nicht zurückzahlen konnte. Seit dem 19. Dezember 2024 befindet sich die GZO AG in definitiver Nachlassstundung, die bis maximal zwei Jahre dauern kann. Der Verwaltungsrat wurde im April 2025 komplett neu besetzt.

Der Umsatz ging im GJ24 trotz aller Turbulenzen YoY nur leicht um 1.6% auf CHF 153 Mio zurück. Der EBIT war mit CHF -120 Mio stark negativ, da – wie seit Längerem bekannt – eine (umstrittene) Wertberichtigung vorgenommen wurde, indem die Anlagen für das Bauprojekt vollständig abgeschrieben wurden. Der op. CF hat sich von CHF -5.7 Mio auf CHF 33 Mio stark verbessert, was v.a. darauf zurückzuführen ist, dass die GZO AG zulasten des Totalunternehmers Steiner AG Erfüllungsgarantien in Höhe von CHF 20 Mio zog. Der FCF betrug CHF 30 Mio. Entsprechend reduzierte sich die Nettoverschuldung von CHF 163 Mio auf CHF 133 Mio bzw. erhöhten sich die flüssigen Mittel von CHF 97 Mio auf CHF 126 Mio. Zudem

Aktionäre der GZO AG*



*per Ende 2024

Quelle: ZKB, GZO AG

bestehen Eventualverbindlichkeiten in Form von Bauhandwerkerpfandrechten von insgesamt CHF 56 Mio. Die Bilanzsumme hat sich aufgrund der Wertberichtigungen von CHF 271 Mio auf CHF 177 Mio verkürzt, während das schon Ende 2024 dünne EK von CHF 22 Mio nun mit CHF -101 Mio negativ ist. Am 16. April 2025 wurde der Verwaltungsrat mit sechs Mitgliedern komplett neu bestellt.

Outlook negativ

Die operative Sanierung ist an sich schon eine Herausforderung, die weitaus grössere bleibt jedoch die finanzielle Sanierung. Das Sanierungskonzept sieht eine Erhöhung des Eigenkapitals durch die Gemeinden um CHF 50 Mio vor. In allen 12 Aktionärgemeinden werden die Stimmberechtigten darüber befinden können, ob sich die Gemeinde entsprechend den heutigen Beteiligungsverhältnissen an der Sanierung beteiligen soll. Die Exekutiven der beiden Gemeinden Rüti – mit einem Aktienanteil von 13.4% nach Wetzikon (25.5%) zweitgrösste Aktionärin der GZO AG – und Bubikon (3.1%) empfehlen ihren Stimmberechtigten im Gegensatz zu den anderen zehn Gemeinden, den Antrag abzulehnen. Als erste Gemeinden haben Fischenthal (2.6%), Grüningen (3.3%) und Seegräben (1.4%) im Juni mit grosser Mehrheit der Kapitalerhöhung zugestimmt. In allen anderen Gemeinden findet am 30. November eine Urnenabstimmung statt. Die weitaus grössere Hürde ist jedoch die Zustimmung der Gläubiger zum umstrittenen Schuldenschnitt von derzeit geplanten 65% bis 70%.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 170 Mio

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

Quelle: SIX

Hirslanden

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF, per 31.03.)

	2024	2025	2026E
Betriebsertrag (Mio)	1'905	1'940	1973
EBITDA (Mio)	254	265	272
Reingewinn (Mio)	-62	-310	58
Funds from operations (Mio)	181	209	183
Free Cashflow (Mio)	-48	41	-18
EK-Quote (%)	36.4	34.2	34.5
Net Debt/EBITDA (x)	7.8	7.0	6.9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	2.7	4.4	4.5

Quelle: ZKB, Hirslanden

Bonitätsprofil

Hauptaktionär: Mediclinic International 100%

Kerngeschäft: Betrieb von 17 Spitälern (davon 14 mit Notfallstation) in zehn Kantonen. Hirslanden betreibt zudem 5 ambulante Operationszentren, 19 Radiologie- und 6 Radiotherapieinstitute.

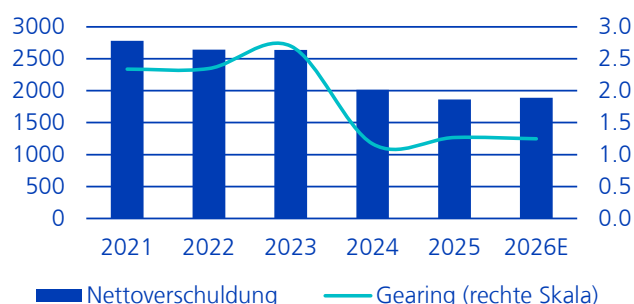
Hirslanden verfolgt die Strategie, sich von einer privaten Spitalkette zu einem umfassenden Gesundheitsdienstleister zu entwickeln. Das erweiterte Angebot soll von der Rehabilitation über die Leistungen eines Akutspitals bis hin zur Gesundheitsvorsorge reichen. Hirslanden will der bevorzugte Gesundheitsanbieter der Schweizer Bevölkerung werden. Dabei soll die gesamte Versorgungskette («Continuum of Care») abgedeckt und auch ein Fokus auf digitale Angebote gelegt werden. Ziel ist es, den Patienten eine wohnortnahe Versorgung über alle ambulanten, teilstationären (eine Übernachtung) und stationären Versorgungsstufen hinweg zu ermöglichen.

Die EBITDAR-Marge stieg im GJ24/25 YoY um 30 Bp auf 13.6%. Vor acht Jahren lag sie noch bei 22.5%. Die Erfolgsrechnung wurde durch substantielle Wertberichtigungen auf Sachanlagen von CHF 265 Mio und immateriellen Anlagen von CHF 147 Mio belastet. Hirslanden begründete die Wertberichtigungen mit den nicht kostendeckenden Tarifen in der Grundversicherung und im ambulanten Bereich, mit dem Druck auf die Tarife der Zusatzversicherungen sowie mit dem fortschreitenden Ausbau ambulanter Leistungen ohne kostendeckende Tarife. Bereits in den sieben Jahren zuvor hat Hirslanden mehrfach grössere Wertberichtigungen vorgenommen. Deshalb musste Hirslanden zum fünften Mal in diesen acht Jahren einen Reinverlust ausweisen. Mit CHF 310 Mio ist dies im

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 46 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
59364105	1.250%	25.02.2026	46 Mio	-

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, Hirslanden

GJ24/25 der zweithöchste Verlust in dieser Zeitperiode. Der kumulierte Reinverlust über diese acht Jahre beträgt CHF 1.2 Mrd. Der operative Cashflow stieg hingegen um 35% auf CHF 199 Mio. Gleichzeitig fielen die Investitionen mit CHF 158 Mio um CHF 37 Mio tiefer aus als im Vj, sodass sich der FCF von CHF –48 Mio auf CHF 41 Mio verbesserte. Gleichzeitig profitierten die Bilanzkennzahlen davon, dass die Mediclinic eine Einzahlung von CHF 90 Mio in das Eigenkapital vornahm. Die adj. Nettoverschuldung nahm damit von CHF 2'058 Mio auf 1'933 Mio ab, was eine Verbesserung der adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 8.1x auf 7.3x mit sich brachte. Bereits im Vj. hatten die Kreditkennzahlen davon profitiert, dass ein konzerninternes Darlehen in Höhe von CHF 846 Mio in Eigenkapital umgewandelt wurde. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich dadurch im Vj von 21% auf 36%, sank aber trotz der Kapitalerhöhung um CHF 90 Mio aufgrund der vorgenommenen Wertberichtigung nun wieder auf 34% per 31. März 2025.

Outlook negativ

Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY insgesamt nur wenig verändert. Positiv ist, dass die Hauptaktionärin das Eigenkapital in den vergangenen zwei GJ insgesamt um CHF 936 Mio stärkte. Der negative Outlook reflektiert neben dem herausfordernden Umfeld auch die Tatsache, dass sich seit der Dekotierung von Mediclinic die verfügbaren Informationen über Hirslanden verschlechtert haben und damit die Transparenz deutlich abgenommen hat. So fehlen uns beispielsweise jegliche Informationen über die Strategie und die erwartete Höhe der Investitionen in den kommenden Jahren.

Quelle: SIX

HOCH Health Ostschweiz

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2022	2023	2024
Betriebsertrag (Mio)	970	1'045	1'080
EBITDA (Mio)	22	27	74
Reingewinn (Mio)	-23	-25	8
Funds from operations (Mio)	27	23	64
Free Cashflow (Mio)	-52	-124	-62
EK-Quote (%)	27.4	19.8	21.0
Net Debt/EBITDA (x)	18.9	20.0	8.1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	16.5	5.3	7.3

Quelle: ZKB, HOCH Health Ostschweiz

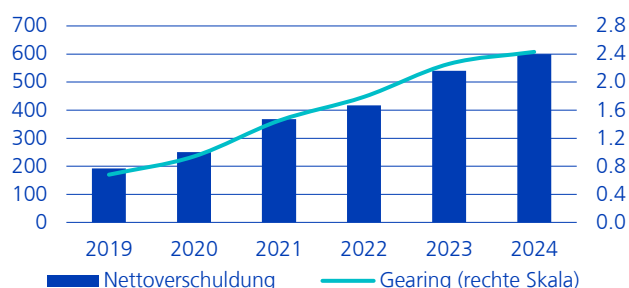
Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die vier St. Galler Spitalverbünde «Kantonsspital St. Gallen», «Spitalregion Rheintal Werdenberg Sarganserland», «Spital Linth» und «Spitalregion Fürstenland Toggenburg» wurden per 1. Januar 2025 zu HOCH Health Ostschweiz zusammengeführt. HOCH Health Ostschweiz ist eine selbstständige öffentlich-rechtliche Anstalt, die sich zu 100% im Besitz des Kantons St. Gallen befindet.

Kerngeschäft: Der Fokus von HOCH Health Ostschweiz liegt auf der medizinischen Versorgungssicherheit in der Ostschweiz. Dabei erstreckt sich das Leistungsangebot von der lokalen Grundversorgung über die regionale spezialisierte Medizin bis hin zur Endversorgung in der gesamten Ostschweiz.

Das GJ24 von HOCH Health Ostschweiz (HOCH) war geprägt von den Vorbereitungen und Projektarbeiten für den Zusammenschluss der vier Spitalverbünde zu einem gemeinsamen Unternehmen. Das fusionierte Unternehmen erwirtschaftete 2024 einen Umsatz von CHF 1.4 Mrd und schloss das Geschäftsjahr mit einem Reinverlust von CHF -0.8 Mio ab. Bereinigt um Sondereffekte hätte das Minus CHF -25 Mio betragen. Die EBITDA-Marge inkl. Sondereffekte lag bei 6.1% (Vj: 1.2%). Detailliertere Zahlen liegen für HOCH nicht vor bzw. werden erst mit dem Abschluss für das GJ25 veröffentlicht. Die *obige Tabelle* beruht deshalb auf den Zahlen des KSSG. Die Stand-alone-Zahlen des KSSG haben sich im GJ24 ebenfalls deutlich verbessert. Ein wichtiger Meilenstein wurde im Juli 2024 mit der Eröffnung des Neubaus H07A erreicht. Die nächste Bauetappe des Projekts «come together» ist der Bau des Hauses 07B. Dieses soll 2029 bezugsbereit sein

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, HOCH Health Ostschweiz

und wird mit dem Haus 07A verbunden. Der Umsatz stieg im GJ24 YoY um 3.4% auf CHF 1'080 Mio. Die EBITDAR-Marge erhöhte sich von 3.4% auf 8.0%. In diesem Wert waren Sondereffekte, hauptsächlich die Auflösung von Rückstellungen, von CHF 18 Mio enthalten. Ohne diese Sondereffekte hätte die EBITDAR-Marge 6.5% betragen. Erstmals seit 2018 erzielte das KSSG wieder einen Reingewinn. Der op. CF vervierfachte sich beinahe auf CHF 44 Mio. Zugleich fielen die Investitionen mit CHF 105 Mio um CHF 31 Mio tiefer aus als im Vorjahr, sodass sich der negative FCF von CHF -124 Mio auf CHF -62 Mio reduzierte. Dank des höheren EBITDA nahm die adj. Ratio Net Debt/EBITDA trotz der höheren Nettoverschuldung von 16.3x auf 7.5x ab.

Outlook stabil

Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY deutlich verbessert, sind aber weiterhin auf einem tiefen Niveau. Bei der Analyse des Ergebnisses ist zu berücksichtigen, dass im GJ24 die Inbetriebnahme des Hauses H07A erfolgt ist, was in ähnlich gelagerten Fällen meist zu einem temporären Druck auf die op. Marge führt. Das Stand-alone-Rating liegt bei b+. Wir werden es überprüfen, sobald die konsolidierten Zahlen für HOCH vorliegen. Wir gehen weiterhin von einer impliziten Garantie mit einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton St. Gallen aus. Die Systemrelevanz des Spitals hat sich für den Kanton durch die Fusion weiter erhöht.

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

Insel Gruppe

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	1'869	1'853	1'871
EBITDA (Mio)	25	102	128
Reingewinn (Mio)	-80	-23	-8
Funds from operations (Mio)	-13	79	85
Free Cashflow (Mio)	-194	-126	10
EK-Quote (%)	28.5	26.0	25.4
Net Debt/EBITDA (x)	20.2	6.1	4.8
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	1.9	5.1	6.1

Quelle: ZKB, 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 Heiligenschwendi. Die Inselelspital-Stiftung, eine gemeinnützige privatrechtliche Stiftung nach Art. 80 ff. ZGB mit Sitz in Bern, führt nach Spitalversorgungs- und Universitätsgesetzgebung das «Inselelspital, Universitätsspital Bern» über die Insel Gruppe AG, an der sie eine Aktienmehrheit von 99.1% hält. Zudem ist sie Eigentümerin der Immobilien des Inselelspitals. 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.

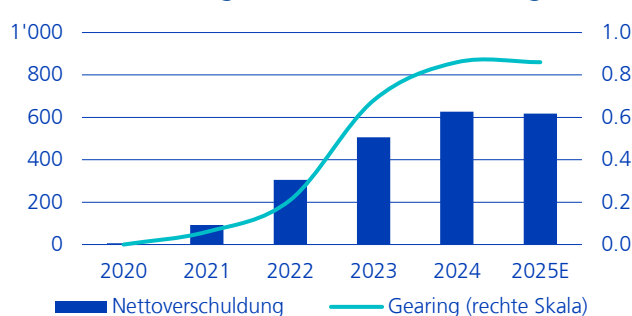
Das Ergebnis 2024 der Insel Gruppe war nach der Inbetriebnahme des neuen Hauptgebäudes im September 2023 von mehreren Faktoren geprägt: Einerseits waren dies die Auswirkungen der Einführung des Klinikinformations- und Steuerungssystems (Epic) sowie der Schliessung der Spitäler Münsingen (per 30.6.2023) und Tiefenau (per 15.12.2023), andererseits beinhaltet das Ergebnis 2024 die erstmalige Anwendung von Swiss GAAP FER 28 «Zuwendungen der öffentlichen Hand». Dies führt dazu, dass ein wesentlicher Teil des Eigenkapitals (Inselelspital-Stiftung und Spital Netz Bern Immobilien AG) neu als Fremdkapital zu klassifizieren ist. Das Restatement der Jahresrechnung 2023 hatte daher u.a. zur Folge, dass die EK-Quote per 31.12.23 von 51.9% auf 28.5% sank.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 910 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
123075956	1.950%	07.05.2026	250 Mio	-	139632976	1.740%	27.11.2034	250 Mio	-
113296635	0.125%	28.09.2029	150 Mio	-	129371437	2.520%	29.09.2038	135 Mio	-
129371436	2.375%	29.09.2031	125 Mio	-					

Quelle: SIX

Nettoverschuldung* (CHF Mio) und Gearing (x)



*seit 2023 Anwendung von Swiss GAAP FER 28

Quelle: ZKB, Insel Gruppe

Die Auflösung der neu gebildeten Passiven über die Erfolgsrechnung führt zu einer Erhöhung der EBITDAR-Marge. Für 2024 wurde eine solche von 6.1% ausgewiesen, ohne den Effekt von Swiss GAAP FER hätte sie 4.3% betragen. 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. Negativ wirkt sich v.a. aus, dass die Insel Gruppe wie andere Spitäler auch politischen Entscheidungen mit Auswirkungen auf den Gesundheitsmarkt ausgesetzt ist.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei bb-. Den Outlook haben wir im April wieder auf stabil angehoben, nachdem wir ihn nach der Veröffentlichung der Halbjahresergebnisse im September 2024 auf negativ gesetzt hatten. Während im 1H-Abschluss noch keine Erholungstendenzen erkennbar waren, zeigte die Insel Gruppe in der 2. Jahreshälfte eine deutliche Ergebnisverbesserung. Insbesondere konnten die negativen Effekte aus der Schliessung der beiden Spitalstandorte und der Einführung von Epic zumindest stark abgemildert werden. Im 1H25 konnte die Insel Gruppe an die Ergebnisverbesserung des 1H24 anknüpfen und eine EBITDA-Marge inkl. des Swiss GAAP FER 28-Effekts von 10.1% (Vj: -0-8%) erzielen. Das am 25. August veröffentlichte Ergebnis für das 1H25 ist in unseren Schätzungen für die Insel Gruppe und damit in allen Kennzahlenausblicken noch nicht berücksichtigt.

Kantonsspital Aarau

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	848	885	837
EBITDA (Mio)	40	56	55
Reingewinn (Mio)	-4	-4	6
Funds from operations (Mio)	37	54	49
Free Cashflow (Mio)	-187	-87	-135
EK-Quote (%)	33.2	31.4	26.8
Net Debt/EBITDA (x)	9.0	7.2	9.8
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	8.7	18.0	12.2

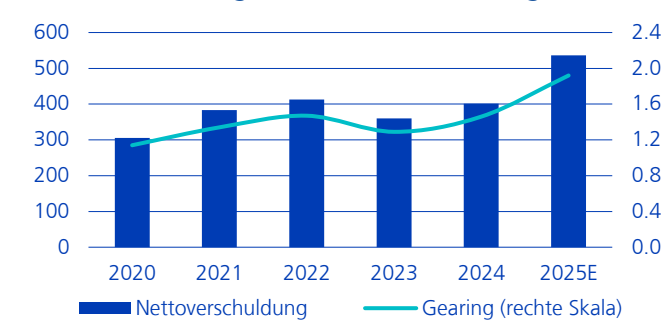
Quelle: ZKB, KSA AG

Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Kantonsspital Aarau AG (KSA AG) ist seit 2004 eine gemeinnützige Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht und im vollständigen Besitz des Kantons Aargau. Die Beziehung zwischen dem Kanton Aargau und der Gruppe wird im Spitalgesetz des Kantons geregelt.

Das KSA konnte sein Ergebnis im GJ24 verbessern. Das Jahr war geprägt vom am 12. Dezember vollzogenen Verkauf der Tochtergesellschaft Spital Zofingen AG (SZAG) an die Privatklinikgruppe Swiss Medical Network (SMN). Der Umsatz der KSA AG stieg YoY um 5.3% auf CHF 809 Mio. Auf Konzernstufe stieg er (inkl. SZAG bis zum 12. Dezember) um 4.4% auf CHF 885 Mio. Unsere Berichterstattung stützt sich wie bisher auf den Konzernabschluss. Abweichungen von der Rechnung der KSA AG werden unseres Erachtens zukünftig marginal sein. Der EBITDAR stieg um 37% auf CHF 58 Mio, was einer Marginsteigerung um 160 Bp auf 6.6% entspricht. 2024 resultierte aus dem Verkauf der SZAG ein einmaliger Buchverlust von CHF 14 Mio. Dies hängt auch damit zusammen, dass die aus dem Verkauf erhaltenen Aktien der SMN gemäss dem KSA vorsichtig bewertet wurden. Deshalb resultierte ein kleiner Reinverlust von CHF -4.3 Mio, während die KSA AG einen Reingewinn von CHF 30 Mio auswies. Der op. Cashflow verdreifachte sich auf CHF 76 Mio, auch dank der vorteilhaften Entwicklung des NWC. Die Investitionen reduzierten sich YoY um CHF 48 Mio auf CHF 164 Mio. Entsprechend fiel das Minus beim FCF um CHF 100 Mio geringer aus als im Vorjahr und betrug CHF -87 Mio. Der Neubau in Aarau schreitet

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, KSA AG

termin- und budgetgerecht voran. Die Inbetriebnahme ist für den 1. Januar 2027 vorgesehen. Die erwarteten Kosten betragen gemäss dem KSA unverändert CHF 756 Mio. Der Mittelabfluss für die Investitionen in den Neubau belief sich bis Ende 2024 auf CHF 450 Mio. Neben den Investitionen in den Neubau liegen die übrigen Investitionen bei rund CHF 30–35 Mio p.a.

Outlook positiv

Anfang Juni haben wir das Rating von AA– bestätigt, den Outlook jedoch auf positiv geändert. Grund dafür ist die entsprechende Outlookverbesserung des Kantons Aargau (AA+/positiv). Eine Hochstufung des Kantonsratings würde auch zu einer Erhöhung des Ratings des KSA um einen Notch führen. Das Stand-alone-Rating liegt bei b+. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY verbessert. Aufgrund des hohen Investitionsvolumens in den nächsten drei Jahren und der damit zu erwartenden hohen negativen FCF halten wir an unserem Stand-alone-Rating fest. Der Verschuldungsgrad dürfte bis 2027 wieder deutlich ansteigen. Dieser Anstieg könnte abgemildert werden, wenn das KSA mit einer positiven op. Entwicklung überraschte. Zumindest kurzfristig wird das Ergebnis durch höhere Tarife und gemeinwirtschaftliche Leistungen gestützt. Spätestens ab dem GJ29 sollte das KSA in der Lage sein, einen positiven FCF zu erwirtschaften. Eine gute operative Entwicklung könnte auch zu einem höheren Stand-alone-Rating führen. Dessen Erhöhung um bis zu zwei Notches hätte bei unverändertem Kantonsrating allerdings keine Auswirkung auf das Rating.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 510 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
36153290	0.750%	28.05.2032	100 Mio	-	144645229	1.400%	21.05.2035	150 Mio	-
134674285	2.100%	15.05.2034	140 Mio	-	118208684	1.650%	22.05.2037	120 Mio	-

Quelle: SIX

Kantonsspital Baden

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	469	497	513
EBITDA (Mio)	24	15	30
Reingewinn (Mio)	3	-9	-21
Funds from operations (Mio)	17	6	22
Free Cashflow (Mio)	-105	-126	-41
EK-Quote (%)	34.4	30.0	28.6
Net Debt/EBITDA (x)	17.2	36.5	20.4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	4.8	2.5	4.2

Quelle: ZKB, KSB AG

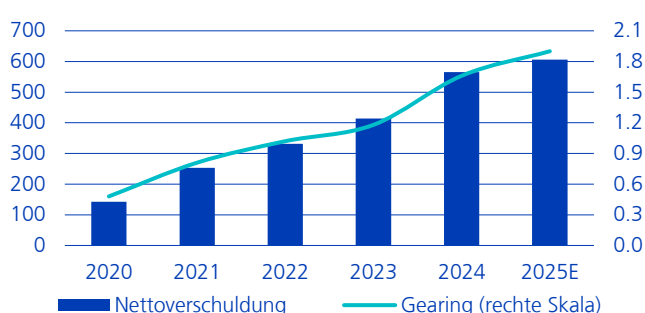
Bonitätsprofil

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.

Nach sechsjähriger Bauzeit hat das KSB Ende Februar 2025 seinen Neubau bezogen. Die Vorbereitungen für den Umzug haben ihre Spuren in der Rechnung 2024 hinterlassen. Der EBITDAR sank um 31% auf CHF 18 Mio, was einem Margenrückgang um 200 Bp auf 3.7% entspricht. Dieser ist auch auf höhere Personal- und Sachkosten im Zusammenhang mit den Vorbereitungen für den Umzug in den Neubau zurückzuführen. Nachdem die KSB AG in den Vorjahren mit Ausnahme des Coronajahres 2020 immer mit einem Reingewinn abgeschlossen hatte, resultierte 2024 ein Reinverlust von CHF -9.2 Mio. Entsprechend, und weil im Vj noch eine Corona-Entschädigung von CHF 10 Mio enthalten war, sank der op. CF deutlich um 66% auf CHF 15 Mio. Die Investitionen nahmen nur leicht um CHF 8 Mio auf CHF 141 Mio ab, so dass sich der negative FCF um CHF 26 Mio auf CHF 126 Mio erhöhte. Bei der Zunahme der adj. Finanzverbindlichkeiten um CHF 152 Mio auf CHF 577 Mio ist zu berücksichtigen, dass die KSB AG CHF 25 Mio in Festgeldern angelegt hat, die als Finanzanlagen im Anlagevermögen ausgewiesen werden und somit nicht in unsere

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, KSB AG

Berechnung der flüssigen Mittel einfließen. Die adj. Ratio Net Debt/EBITDA hat sich nochmals substantiell von 15.9x auf CHF 31.3x erhöht.

Outlook positiv

Anfang Juni 2025 haben wir das Rating von AA– bestätigt, den Outlook jedoch auf positiv geändert. Grund dafür war die entsprechende Outlookverbesserung des Kantons Aargau (AA+/positiv). Eine Hochstufung des Kantonsratings würde auch zu einer Erhöhung des Ratings der KSB AG um einen Notch führen. Zuvor, Anfang April, hatten wir das Stand-alone-Rating von bb– auf b+ gesenkt. Gründe für Letzteres waren u.a. der hohe Verschuldungsgrad und der niedrige Zinsdeckungsgrad in Verbindung mit der Erwartung, dass der FCF für weitere zwei Geschäftsjahre – wenn auch auf deutlich niedrigerem Niveau – negativ bleiben würde. Positiv ist, dass die Liquidität mit einem Bestand von CHF 137 Mio (ohne Festgelder von CHF 25 Mio) per Ende 2024 hoch war und es trotz der erwarteten negativen FCF in den nächsten zwei Jahren auch bleiben dürfte. Auch die EBITDAR-Marge sollte sich unseres Erachtens u.a. dank etwas höherer Tarife wieder verbessern. Mittelfristig sollte sich das Stand-alone-Rating wieder erhöhen. Mit der Inbetriebnahme des Neubaus ist der grösste Unsicherheitsfaktor weggefallen. Ab 2027 dürften sich die Investitionen in der Grössenordnung von rund CHF 20 Mio p.a. bewegen. Zusammen mit der erwarteten Verbesserung des operativen Ergebnisses sollten sie positive FCF ermöglichen. Dadurch sollte auch der Verschuldungsgrad wieder deutlich sinken.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 700 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	-
138091024	1.550%	06.11.2031	125 Mio	-	126684707	2.550%	21.06.2038	150 Mio	-
41361836	1.100%	23.05.2033	150 Mio	-					

Quelle: SIX

Kantonsspital Baselland

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	449	460	471
EBITDA (Mio)	-4	14	14
Reingewinn (Mio)	-25	-7	-10
Funds from operations (Mio)	0	9	11
Free Cashflow (Mio)	-26	-42	-41
EK-Quote (%)	43.0	38.5	30.4
Net Debt/EBITDA (x)	n.v.	9.0	12.5
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	n.v.	6.5	4.1

Quelle: ZKB, 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.

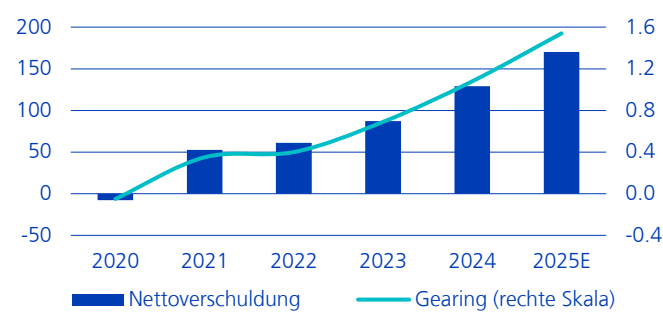
Das KSBL verzeichnete im GJ24 YoY von einem niedrigen Niveau ausgehend eine leichte Verbesserung des op. Ergebnisses. Das Spital hat jüngst verschiedene Veränderungen auf oberster Führungsebene erfahren. Zudem wurde im März 2024 das Gesundheitszentrum in Laufen eröffnet. Der Umsatz des KSBL stieg YoY um 2.5% auf CHF 460 Mio. Der EBITDAR betrug nach einem leicht negativen Ergebnis im Vorjahr CHF 18 Mio (Marge 3.8%). Steigende Fallzahlen, leicht höhere Tarife und Effizienzsteigerungen trugen zur Ergebnisverbesserung bei. Die Personalaufwandsquote sank von 71.7% auf 67.9%, wozu auch die Auslagerung der Pathologie von den Personal- in die Sachkosten beitrug. Bei um ungefähr CHF 10 Mio YoY höheren Nettoinvestitionen von CHF 43 Mio vergrösserte sich der negative FCF von CHF –26 Mio auf CHF –42 Mio. Die adj. Nettoverschuldung nahm um CHF 38 Mio auf CHF 156 Mio zu. Die adj. Ratio Net Debt/EBITDA lag damit bei 8.9x. Die flüssigen Mittel beliefen sich per Ende 2024 auf tiefe CHF 3.0 Mio, wobei noch ungenutzte Kreditlinien von CHF 90 Mio zur Verfügung standen. Der op. Liquiditätsbedarf liegt bei rund CHF 50 Mio.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 100 Mio

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

Quelle: SIX

Nettoverschuldung* (CHF Mio) und Gearing (x)



*negative Werte = Nettofinanzvermögen

Quelle: ZKB, KSBL

Outlook stabil

Wir bestätigten Mitte April das Rating von A bei stabilem Outlook, senkten aber das Stand-alone-Rating von b+ auf b. Wir gehen weiterhin von einer impliziten Garantie mit «extrem hoher» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. Basel-Landschaft aus. Grund für das noch tiefere Stand-alone-Rating (Reduktion um einen Notch bereits im Vorjahr) ist, dass sich die Finanzkennzahlen zwar YoY mehrheitlich verbessert haben, aber immer noch schwach sind, obwohl die grossen Investitionen von rund CHF 1.3 Mrd in den nächsten 20 Jahren noch bevorstehen. Wie aus dem Geschäftsbericht 2024 ersichtlich ist, rechnet das KSBL für weitere drei Jahre mit einer sehr tiefen operativen Marge wegen erwarteter Initialkosten für das Ergebnisverbesserungsprogramm. Das KSBL steht vor dem wegweisenden Entscheid, ob das Spital in Zukunft wie bisher mit den beiden Standorten Liestal und Bruderholz weitergeführt wird oder ob die beiden Standorte zugunsten eines neuen Zentrumsspitals aufgegeben werden. Der VR des KSBL geht davon aus, dass der Variantenentscheid vom Landrat (Parlament) und allenfalls vom Volk 2026 gefällt wird. Aus Sicht der Obligationäre ist positiv, dass dem Regierungsrat bewusst ist, dass das KSBL zur Finanzierung der notwendigen Investitionen auf die finanzielle Unterstützung des Kantons angewiesen ist. Da das KSBL voraussichtlich ab Oktober 2025 auf zusätzliche Liquidität angewiesen sein wird, beantragte der Regierungsrat dem Landrat vorerst die Gewährung eines nachrangigen Darlehens mit einem Zinssatz von 1.5% (thesaurierend). Diesen Antrag hat das Parlament Anfang Mai gutgeheissen.

Kantonsspital Winterthur

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	603	652	719
EBITDA (Mio)	-18	14	65
Reingewinn (Mio)	-50	-22	27
Funds from operations (Mio)	-17	15	63
Free Cashflow (Mio)	-49	-21	30
EK-Quote (%)	49.5	47.6	48.5
Net Debt/EBITDA (x)	n.v.	18.1	3.4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	n.v.	16.8	36.1

Quelle: ZKB, 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 Einwohnerinnen und Einwohnern und verfügt somit über ein Alleinstellungsmerkmal. 2022 wurde der Neubau mit über 200 Betten, 7 Operationssälen und 95 Behandlungsräumen bezogen. Anfang 2024 wurde der Rückbau des alten Bettenhauses abgeschlossen.

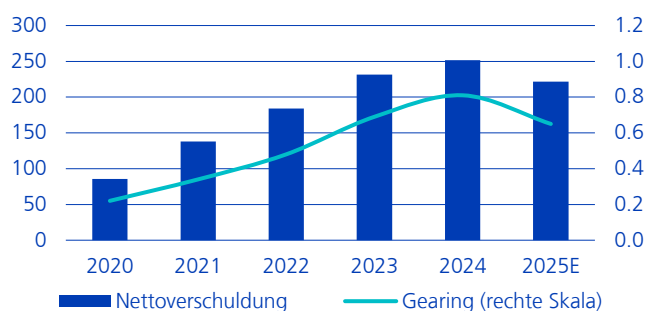
2024 konnte das KSW nach zwei Jahren mit substanziellen Rückgängen die meisten Kennzahlen verbessern. Die Erträge nahmen deutlich um 8.0% auf CHF 652 Mio zu. Die EBITDAR-Marge konnte nach -2.6% im Vj auf ein Plus von 2.5% verbessert werden. Beim Finanzergebnis profitierte das KSW weiterhin von den beiden ausstehenden Anleihen im Gesamtvolumen von CHF 225 Mio mit einem Zinssatz von je 0.0%. Eine der beiden Anleihen (CHF 100 Mio) wird am 30. September 2025 zur Rückzahlung fällig. Auch der op. CF drehte von CHF -12 Mio auf CHF 5.6 Mio. Die Investitionen reduzierten sich von CHF 37 Mio auf 26 Mio. Der FCF blieb mit CHF -21 Mio zwar deutlich, aber doch viel weniger stark negativ als im Vj.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 375 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
113193127	0.000%	30.09.2025	100 Mio	-	142393166	1.400%	29.04.2033	150 Mio	-
41904142	0.000%	30.09.2031	125 Mio	-					

Quelle: SIX

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, KSW

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei bb–. Zwar haben sich mit der Ergebnisverbesserung auch die bonitätsrelevanten Kennzahlen leicht verbessert; sie befinden sich aber weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Für den Erhalt des Stand-alone-Ratings ist eine deutliche Verbesserung der Kennzahlen, vor allem wieder ein positiver FCF, erforderlich. Die Anzeichen sind vielversprechend, dass dies dem KSW gelingen wird. Ein Grund dafür ist, dass sich der Fachkräftemangel entschärft hat. Damit kann die Produktivität mit einem effizienten Kapazitätsmanagement wieder gesteigert und eine klare Ergebnisverbesserung ermöglicht werden. Die Investitionen dürften in den nächsten Jahren leicht über CHF 30 Mio p.a. liegen, was zu positiven FCF führen sollte. Grössere Investitionen sind erst wieder Anfang der 2030er-Jahre zu erwarten. 2025 dürfte die Rechnung des KSW von wahrscheinlichen Tarifanpassungen im stationären Bereich und damit verbundenen Rückerstattungen für vergangene Jahre profitieren. Wir gehen weiterhin von einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. ZH in einer allfälligen finanziellen Stresssituation aus. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine Passage im Geschäftsbericht 2024: «Der Kanton sieht aktuell von einer Abgeltung der ungedeckten Immobilienkosten an das KSW ab, weil es die aktuelle finanzielle Lage des KSW nicht erfordert ... Um die tariflich nicht gedeckten Kosten zur Finanzierung des ausgewiesenen Investitionsstaus tragen zu können, wird das KSW falls erforderlich auf den Kanton zugehen, damit eine Finanzierungslösung geprüft werden kann.»

Kinderspital Zürich – Eleonorenstiftung

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	348	387	388
EBITDA (Mio)	2	9	16
Reingewinn (Mio)	-10	27	10
Funds from operations (Mio)	2	0	10
Free Cashflow (Mio)	-103	-163	-50
EK-Quote (%)	10.2	11.6	11.4
Net Debt/EBITDA (x)	196.3	57.2	33.4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	0.5	1.4	1.9

Quelle: ZKB, Kinderspital

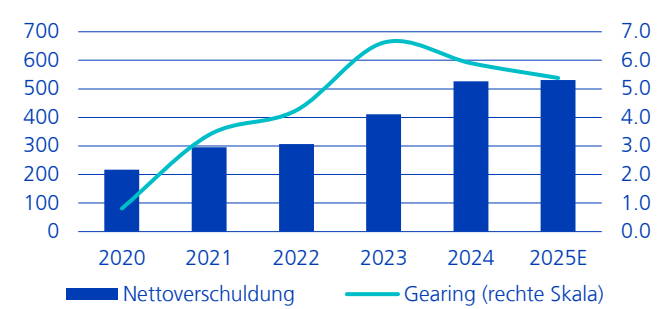
Bonitätsprofil

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.

Anfang November 2024 hat das Kispi seinen Betrieb am neuen Standort aufgenommen. Im Umzugsjahr gerät die op. Marge von Spitälern in der Regel unter Druck, u.a. weil zusätzliche Personalkosten anfallen. Dies war auch im GJ24 im Kispi der Fall. Der Umsatz stieg YoY um 11% auf CHF 387 Mio, wobei die stationären Erträge um 3.6% und die ambulanten Erträge um 7.4% zunahmen. Der überproportional hohe Anstieg des Gesamtumsatzes ist auf den starken Anstieg der Spenden erträge und Fördergelder von CHF 36 Mio auf CHF 61 Mio zurückzuführen, wozu eine Grossspende von CHF 27 Mio beitrug. Nur dank des hohen Spenden ertrags konnte der EBITDAR mit CHF 13 Mio im positiven Bereich gehalten werden. Dank der vom Kt. Zürich erhaltenen Subvention von CHF 35 Mio konnte ein Reingewinn von CHF 27 Mio erzielt werden. Der negative FCF erhöhte sich von CHF -104 Mio

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, Kinderspital

auf CHF -163 Mio. Die adj. Nettoverschuldung stieg dank der Subvention und Wertschriftenverkäufe weniger stark um CHF 112 Mio auf CHF 543 Mio. Per Ende 2024 betrug die Liquidität CHF 27 Mio. Für 2025 ist eine weitere Subvention des Kt. Zürich von CHF 25 Mio vorgesehen. Auch kann das Kispi 2025 nochmals ein Darlehen von CHF 50 Mio aus der im letzten Jahr beschlossenen Erhöhung des Kantonsdarlehens beziehen.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei b. Wir halten an unserer Annahme einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. Zürich fest. Die erfolgte bzw. angekündigte erneute finanzielle Unterstützung bestärkt uns in unserer Auffassung. Da 2025 noch offene Rechnungen von rund CHF 50 Mio aus dem Neubau zu begleichen sind, wird der FCF nochmals deutlich negativ ausfallen. Ab dem GJ26 könnte der FCF positiv sein, was aber eine Verbesserung der op. Marge voraussetzt. Temporär wird der FCF durch Investitionen in ein neues Klinikinformationssystem belastet werden, wobei Zeitpunkt, System und Kostenumfang noch offen sind. Vorerst muss das Ziel sein, so schnell wie möglich einen positiven EBITDA auch ohne Spenden ertrag und Fördergelder zu erwirtschaften. Mit dem Neubau sollte das Kispi – auch dank der dadurch möglichen Kapazitäts- und Effizienzsteigerungen – die Rentabilität deutlich zu steigern. Von der Tarifseite sollte zumindest eine leichte Unterstützung kommen, obschon die Tarife für Kinderspitäler auch weiterhin noch weniger genügen als für allgemeine Akutspitäler.

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/stabil **S&P:** –/– **Moody's:** –/–

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	1'214	1'252	1'306
EBITDA (Mio)	68	34	72
Reingewinn (Mio)	2	-21	-1
Funds from operations (Mio)	60	39	67
Free Cashflow (Mio)	-70	-117	-36
EK-Quote (%)	49.9	42.8	40.7
Net Debt/EBITDA (x)	3.9	11.3	5.9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	25.0	5.1	10.6

Quelle: ZKB, LUKS

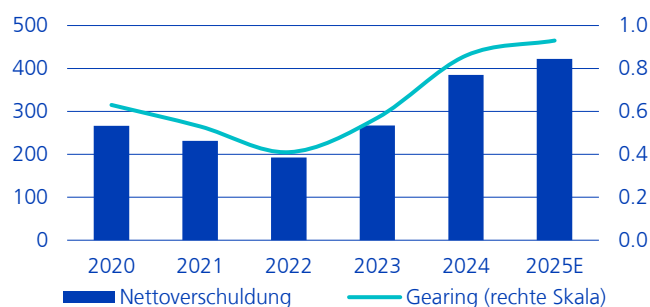
Bonitätsprofil

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 seither fünf Spitäler in drei Kantonen: Luzern, Sursee und Wolhusen im Kanton Luzern, Stans im Kanton Nidwalden sowie die Luzerner Höhenklinik Montana im Kanton Wallis. Eine Übernahme einer Mehrheitsbeteiligung von 60% am Kantonsspital Obwalden ist bis spätestens zum 1. Januar 2028 vorgesehen.

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 LUKS Gruppe steigerte im Jahr 2024 den Umsatz YoY um 3.1% auf CHF 1.25 Mrd. Aufgrund diverser Massnahmen im Personalbereich stieg die Personalaufwandsquote um 250 Bp auf 63.8%. Dies wirkte sich entsprechend auf den EBITDAR aus, der um 42% auf CHF 47 Mio sank, was einem Margenrückgang um 290 Bp auf 3.7% entspricht. Der op. CF sank von CHF 29 Mio auf CHF 7.3 Mio; er wurde wie im Vorjahr von einem Anstieg des NWC belastet. Die Investitionen fielen mit CHF 125 Mio tiefer als erwartet aus. Mit dem negativen FCF stieg die adj. Nettoverschuldung um CHF 115 Mio auf CHF 462 Mio, sodass die adj. Ratio Net Debt/EBITDA deutlich von 4.4x auf 9.9x anstieg. Die liquiden Mittel betrugen per Ende Jahr tiefe CHF

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, LUKS

10 Mio, wobei die LUKS Gruppe über eine offene Kreditlinie von CHF 86 Mio verfügte.

Die LUKS Gruppe ist derzeit in verschiedene Infrastrukturprojekte involviert. In Luzern ist die Inbetriebnahme des Neubaus Kinderspital/Frauenklinik für Herbst 2026 vorgesehen. Beim neuen Ambulanten Zentrum wird die weitere Planung mit dem Vorprojekt vorangetrieben. Die Inbetriebnahme ist für 2031 vorgesehen. Am Standort Wolhusen soll bis 2028 ein Neubau entstehen. In Sursee ist wiederum ein Spitalneubau bis 2031 geplant. Das Siegerprojekt soll voraussichtlich bis Mitte 2025 feststehen. Mit dem Neubau des Ambulanten Zentrums sowie der Sanierung und Optimierung des Bestandsgebäudes sollen für das Spital Nidwalden in den nächsten Jahren zwei Bauprojekte realisiert werden.

Outlook stabil

Anfang Juni erhöhten wir das Rating von AA– auf AA, den Outlook änderten wir von positiv auf stabil. Grund dafür war die Hochstufung des Ratings des Kantons Luzern um einen Notch auf AAA/stabil. Zuvor hatten wir Mitte Mai das Stand-alone-Rating von bb auf bb– gesenkt. Grund hierfür waren die YoY schwächeren bonitätsrelevanten Kreditkennzahlen, obwohl wir für das GJ25 wieder mit einer Verbesserung rechnen. Das Spital sollte in Form eines höheren Umsatzes und einer höheren op. Marge von den getätigten Investitionen in sein Personal profitieren. Der Investitionsbedarf bleibt jedoch hoch. Die LUKS Gruppe rechnet von 2025 bis 2036 mit Investitionen von rund CHF 2.0 Mrd.

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)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	147	149	154
EBITDA (Mio)	8	10	11
Reingewinn (Mio)	-7	-1	0
Funds from operations (Mio)	6	8	9
Free Cashflow (Mio)	-11	0	3
EK-Quote (%)	33.6	34.3	34.2
Net Debt/EBITDA (x)	12.2	9.4	8.1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	5.1	6.2	6.7

Quelle: ZKB, See-Spital

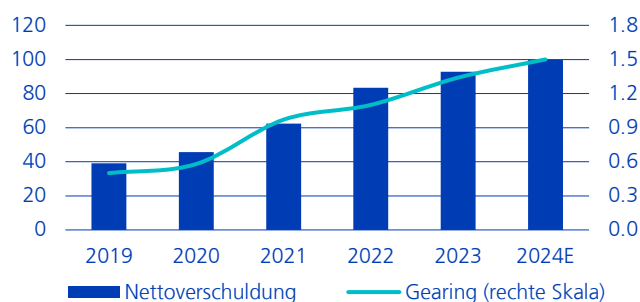
Bonitätsprofil

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

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

Das GJ24 des See-Spitals stand ganz im Zeichen des Abschlusses der Umbau- und Renovationsarbeiten im Trakt B, in dem u.a. die Frauenklinik, die Physio- und die Ergotherapie untergebracht sind. Damit hat das See-Spital im November 2024 die letzte Etappe des Neubaus abgeschlossen. Seit der Schliessung des Operationsbetriebs am Standort Kilchberg per Ende 2022 fokussiert sich das See-Spital auf den Standort Horgen. Das Ergebnis 2024 hat sich YoY verbessert, womit das See-Spital die Transformationsphase mit dem Neubau und der Schliessung des Standorts Kilchberg gut gemeistert hat. Der Betriebsertrag stieg um 1.4% auf CHF 149 Mio, wobei die stationären Erträge um 2.8% und die ambulanten Erträge um 3.0% zunahmen. Deutlich rückläufig waren hingegen die Erträge aus dem Wohn- und Pflegeheim in Kilchberg, da dieses per Ende April 2024 geschlossen wurde. Die EBITDAR-Marge stieg damit um 140 Bp auf 7.3%. Der op. CF stieg von CHF 2.4 Mio auf CHF 14 Mio, was neben den operativen Fortschritten auch auf einen deutlichen Rückgang des NWC zurückzuführen ist. Dank dem nur noch leicht negativen FCF und dem Erlös aus dem Verkauf von Finanzanlagen von CHF 1.6 Mio sanken die adj. Nettofinanzverbindlichkeiten von CHF 97 Mio auf CHF

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, See-Spital

96 Mio. Dadurch und dank dem höheren EBITDA sank die adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 11.2x auf 8.8x.

Outlook stabil

Das Stand-alone-Rating liegt bei bb–. Wir gehen nach wie vor von einer impliziten Garantie durch die Gemeinden des Bezirks Horgen im Falle finanzieller Schwierigkeiten mit einer «moderat hohen» Unterstützungswahrscheinlichkeit aus. Die bonitätsrelevanten Kennzahlen haben sich YoY verbessert, befinden sich aber immer noch auf tiefem Niveau, was auch in der Natur der Sache liegt, wenn ein Spital ein Neubauprojekt abgeschlossen hat. Das See-Spital steht in den kommenden Jahren vor der Herausforderung, positive FCF zu erwirtschaften, um die Nettofinanzverbindlichkeiten abzubauen. Dies erscheint realistisch angesichts der geplanten Investitionen für Instandhaltungen von rund CHF 4 Mio p.a. Hinzu dürften in den nächsten Jahren noch Investitionen für IT-Projekte kommen. Anfang 2026 wird das See-Spital von einem Mittelzufluss in noch immer nicht kommunizierter Höhe aus dem Verkauf des Areals in Kilchberg profitieren. Wir gehen von einem Mittelzufluss für das See-Spital von CHF 24 Mio aus, wobei es sich um eine sehr grobe Schätzung handelt. Ein Indiz für den Mittelzufluss ist lediglich, dass die Gemeinde Kilchberg der neuen Grundeigentümerin Sanatorium Kilchberg für einen geplanten Neubau für die beiden Personalhäuser CHF 10 Mio bezahlen wird. Im Jahr 2026 steht zudem die Refinanzierung der ausstehenden Anleihe von CHF 100 Mio an, was den Zinsaufwand erhöhen könnte.

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)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	216	223	231
EBITDA (Mio)	9	15	16
Reingewinn (Mio)	-2	4	4
Funds from operations (Mio)	9	14	14
Free Cashflow (Mio)	10	8	6
EK-Quote (%)	34.8	36.1	37.0
Net Debt/EBITDA (x)	7.1	3.5	2.9
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	4.5	7.5	8.0

Quelle: ZKB, Spital Emmental

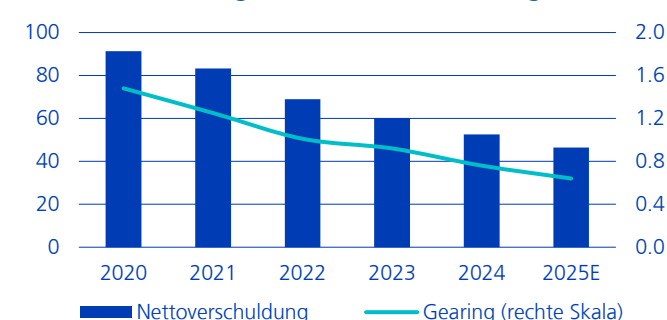
Bonitätsprofil

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 Spital Emmental AG (SE AG) mit den beiden Standorten Burgdorf und Langnau hat einen überzeugenden Rechnungsabschluss 2024 präsentiert. Ein wichtiger Schritt im vergangenen Jahr war die Verlagerung der Operationstätigkeit vom Standort Langnau nach Burgdorf. Damit konnte auf die zuvor geplante Sanierung des Operationstrakts in Langnau verzichtet werden, die mit grösseren Investitionen verbunden gewesen wäre. Der EBITDAR stieg um 70% auf CHF 16 Mio, was einer Margenverbesserung um 280 Bp auf 7.2% entspricht, obwohl sich die Personalaufwandsquote geringfügig um 10 Bp auf 62.7% erhöhte. Beim Vergleich der EBITDAR-Marge mit anderen Spitälern ist zu berücksichtigen, dass der Anteil der finanziell attraktiven Zusatzversicherten bei der SE AG mit 8.9% im Branchenvergleich sehr tief ist. Erneut erwirtschaftete sie einen positiven FCF, auch wenn dieser aufgrund der YoY ungünstigeren Entwicklung des NWC um 21% auf CHF 7.8 Mio sank. Über die letzten vier Jahre hat die SE AG einen FCF von insgesamt von CHF 48 Mio erwirtschaftet. Die adj. Nettoverschuldung sank YoY von CHF 67 Mio auf CHF 60 Mio und die adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 7.1x auf 3.7x – und damit auf den tiefsten Stand seit 2017. Basierend auf dem vom Kanton Bern

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, Spital Emmental

vorgegebenen «4+-Regionen-Modell», gemäss dem aus den heutigen 7 Spitalregionen 4+ Spitalregionen (das Plus steht für den «Jura Bernois») werden, muss die SE AG künftig eng mit der Spital Region Oberaargau AG (SRO AG) zusammenarbeiten.

Outlook stabil

Die Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kt. Bern in einer möglichen finanziellen Stresssituation schätzen wir unverändert als «sehr hoch» ein. Die ratingrelevanten Kennzahlen haben sich 2024 nach einem Rückgang im Vorjahr wieder deutlich verbessert. Zwar dürften die Investitionen im Jahr 2025 leicht ansteigen, weil räumliche Umnutzungen vorgenommen werden. Mittelfristig stehen zudem Investitionen in ein neues Klinikinformationssystem an. Wir gehen aber weiterhin von einem positiven FCF in den kommenden Jahren aus, was zu einer weiteren Reduzierung der Nettoverschuldung führen würde. Bereits heute ist der Verschuldungsgrad im Branchenvergleich niedrig. Das Stand-alone-Rating von bb– ist mit den heutigen Finanzkennzahlen solide abgesichert. Sofern der Verschuldungsabbau voranschreitet, ist eine Heraufstufung um einen Notch möglich. Dies wird auch von der Entwicklung der operativen Marge abhängen. Ein nicht veränderbarer Schwachpunkt in der Bonitätsanalyse bleibt die geringe Umsatzgrösse. 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.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 55 Mio

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

Quelle: SIX

Spitalverband Limmattal

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	226	241	256
EBITDA (Mio)	16	22	24
Reingewinn (Mio)	-5	1	2
Funds from operations (Mio)	13	19	22
Free Cashflow (Mio)	7	15	6
EK-Quote (%)	21.4	16.0	21.2
Net Debt/EBITDA (x)	14.8	10.5	9.3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	4.1	6.2	9.0

Quelle: ZKB, 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.

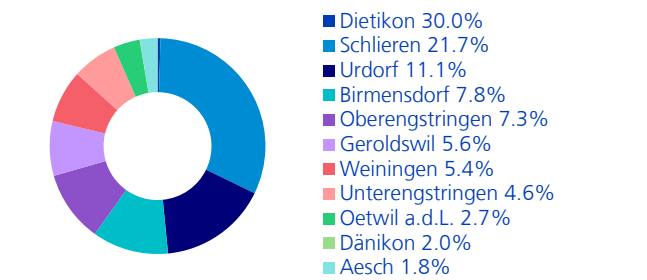
Der SVL wies im GJ24 YoY ein Umsatzwachstum von 6.8% auf CHF 241 Mio aus, wobei sich die stationären Erträge um 3.7% und die ambulanten Erträge um 13.2% erhöhten. Das hohe Wachstum im ambulanten Bereich basierte auf einer Zunahme der ambulanten Konsultationen um 8.4% und Tarifierhöhungen. Der EBITDAR stieg um 31% auf CHF 22 Mio, was einer Margensteigerung um 170 Bp auf 9.0% entspricht. Dies ist die höchste Marge der öffentlichen Spitäler, die Anleihen am CHF-Kapitalmarkt ausstehen haben. Der op. CF stieg um 39% auf CHF 23 Mio, wie im Vj unterstützt durch eine Abnahme des NWC. Die Investitionen sanken weiter um CHF 1.8 Mio auf CHF 8.2 Mio, was zu einer deutlichen Erhöhung des zum vierten Mal in Folge positiven FCF um CHF 8.3 Mio auf CHF 15 Mio führte. Der SVL hat die am 15. Mai 2024 zurückbezahlte CHF-120-Mio-Anleihe im September 2024 vorzeitig refinanziert. Aufgrund dieser vorzeitigen Refinanzierung lagen die flüssigen Mittel per Jahresende bei hohen CHF 169 Mio, und die Eigenkapitalquote sank dadurch von 21% vorübergehend auf 16%.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 120 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
137390452	1.950%	27.09.2029	120 Mio	-

Quelle: SIX

Anteil Einwohnerzahl am Spitalverband Limmattal*



*per Ende 2024

Quelle: ZKB, Spitalverband Limmattal

Outlook stabil

Im Jahr 2025 wird der SVL von Tarifierhöhungen sowohl im ambulanten als auch im stationären Bereich profitieren. Die Investitionen dürften v.a. in den Jahren 2025 und 2026 höher ausfallen als 2024, da 2025 ein neues Klinikinformationssystem eingeführt wird und später weitere Investitionen in die Digitalisierung erfolgen. Zugleich dürften noch vorhandene Freiflächen im Spital zur operativen Nutzung ausgebaut werden. Dennoch rechnen wir in diesem Jahrzehnt weiterhin jedes Jahr mit positiven FCF. Eine Ausnahme dürfte lediglich das Jahr sein, in dem die Übernahme des Grundstücks Sandbühl von der Stadt Schlieren für CHF 15 Mio erfolgt. Dies dürfte jedoch frühestens im Jahr 2027 der Fall sein.

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 nach dem Verband die Verbandsgemeinden im Verhältnis ihrer Einwohnerzahl für die Verbindlichkeiten. Die Spanne reicht dabei von der Gemeinde Aesch mit 1'655 Einwohnern per Ende 2024 und einem von uns berechneten Haftungsanteil von 1.8% bis zur Stadt Dietikon mit 28'160 Einwohnern und einem Anteil von 30.0%. 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 somit auf die Bonität der schwächsten Mitgliedsgemeinde(n), die wir mit A+ bewerten.

Stiftung Kantonsspital Graubünden

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	516	543	566
EBITDA (Mio)	28	29	37
Reingewinn (Mio)	2	0	4
Funds from operations (Mio)	26	27	35
Free Cashflow (Mio)	-49	-57	-55
EK-Quote (%)	39.8	35.5	35.5
Net Debt/EBITDA (x)	9.8	11.7	105.0
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	13.5	7.1	7.4

Quelle: ZKB, KSGR

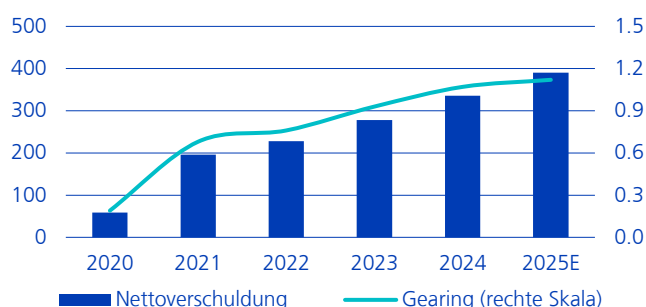
Bonitätsprofil

Organisationsstruktur: Die Stiftung Kantonsspital Graubünden (KSGR) ist eine selbstständige 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.

Mit einem Anstieg von 5.3% im Jahresvergleich auf CHF 543 Mio wuchs der Umsatz des KSGR im GJ24 erneut deutlich. Allerdings fiel das Wachstum deutlich geringer aus als in den drei Jahren zuvor, als die Umsatzentwicklung von Akquisitionen der Klinik Gut und des Spitals Walenstadt profitierte. Mit dem Spital Oberengadin wäre eine weitere Übernahme geplant gewesen. Nach der Ablehnung in diversen Gemeindeabstimmungen wird dieser Zusammenschluss jedoch vermutlich nicht weiterverfolgt. Die erstmalige Anwendung von Swiss GAAP FER 28 «Zuwendungen der öffentlichen Hand» führte zu geringen Anpassungen der Vorjahreszahlen. So sank beispielsweise die EK-Quote 2023 von 39.8% auf 39.2%. Der EBITDAR stieg im GJ24 um 7.0% auf CHF 36 Mio, was einem Margenanstieg um 10 Bp auf 6.7% entspricht. Der op. CF sank deutlich von CHF 30 Mio auf CHF 1.8 Mio, vor allem wegen eines substanziellen Anstiegs des NWC. Die Investitionen fielen mit CHF 59 Mio tiefer als erwartet und als im Vj (CHF 70 Mio) aus. Entsprechend sank der FCF trotz des deutlich niedrigeren op. CF lediglich um CHF 7.7 Mio auf CHF -57 Mio. Die adj. Nettoverschuldung stieg um

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, KSGR

CHF 64 Mio auf CHF 379 Mio, was zu einem Anstieg der adj. Ratio Net Debt/EBITDA von 9.3x auf 10.4x führte.

Outlook stabil

Der Teil 2 des Bauprojekts «SUN» schreitet plan -und budgetgemäss voran. Er soll Ende 2026 abgeschlossen sein. Anfang 2027 soll der Betrieb im neuen Gebäude aufgenommen werden. Dadurch sollten zusätzliche Synergieeffekte entstehen. In den nächsten zehn Jahren sind Investitionen von rund CHF 500 Mio geplant, davon rund CHF 100 Mio im GJ25. Eine neue Immobilienstrategie ist in Erarbeitung und soll Ende 2025 dem Verwaltungsrat vorgestellt werden. Die Unterhaltsinvestitionen liegen bei rund CHF 20 Mio p.a.

Wir bestätigten Anfang Juni das Rating von AA- bei einem stabilen Outlook. Gleichzeitig senkten wir das Stand-alone-Rating von bb auf bb-. Die bonitätsrelevanten Finanzkennzahlen haben sich YoY wie erwartet weiter verschlechtert. Dies trifft insbesondere auf den Verschuldungsgrad zu. Bis zum GJ27 dürfte die Nettoverschuldung weiter ansteigen, ab dem GJ28 scheinen positive FCFs realistisch zu sein. 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 unwahrscheinlich, da dieser eine Herabstufung des Stand-alone-Ratings um weitere zwei Notches vorausgehen müsste.

Ausstehende CHF-Anleihen: CHF 280 Mio

Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status	Valor	Coupon	Verfall	Nominal	Status
111822340	0.150%	08.07.2030	130 Mio	-	137390447	1.600%	27.09.2034	150 Mio	-

Quelle: SIX

UniversitätsSpital Zürich

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

Analyst: Patrick Hasenböhler

Entwicklung der Kennzahlen (CHF)

	2023	2024	2025E
Betriebsertrag (Mio)	1'584	1'746	1'851
EBITDA (Mio)	33	51	89
Reingewinn (Mio)	-49	-31	-4
Funds from operations (Mio)	45	-2	75
Free Cashflow (Mio)	-91	-184	-127
EK-Quote (%)	49.4	44.1	39.7
Net Debt/EBITDA (x)	13.7	11.8	8.3
Zinsdeckungsgrad (EBITDA/ZA, x)	6.3	5.7	8.1

Quelle: ZKB, USZ

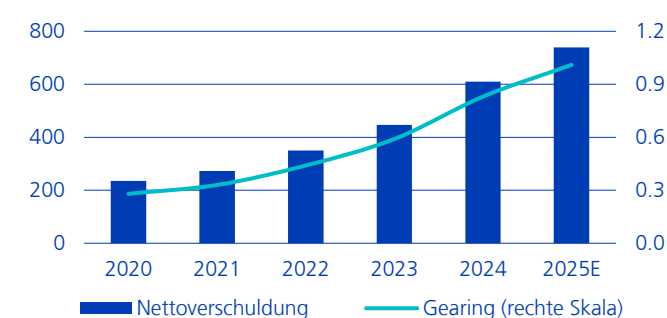
Bonitätsprofil

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.

Das USZ verzeichnete im GJ24 eine leichte Verbesserung der operativen Marge, aber einen deutlich negativen op. CF. Der Ertrag stieg im GJ24 YoY um 10.2% auf CHF 1.75 Mrd an, wobei ein wesentlicher Teil des Anstiegs auf die Übernahme der ZüriPharm AG (ehemalige Kantonsapothek) zurückzuführen ist, die der Kanton Zürich als Sacheinlage eingebracht hat. Diese trug CHF 96 Mio zum Umsatz bei. Mit einem Umsatzplus von 7.5% entwickelten sich die Erträge aus dem stationären Bereich stark. Die EBITDAR-Marge stieg um 90 Bp auf 4.5%. Das Finanzergebnis profitierte von einer Zuwendung des Kantons Zürich von CHF 7.5 Mio im Rahmen der Umwandlung der ZüriPharm in eine AG, die als Finanzertrag bilanziert wurde. Einen Einbruch gab es beim op. CF, der von CHF 32 Mio auf CHF -51 Mio sank, u.a. aufgrund eines starken Anstiegs des NWC. Die Investitionen fielen zwar niedriger

Nettoverschuldung (CHF Mio) und Gearing (x)



Quelle: ZKB, USZ

als ursprünglich erwartet aus, erhöhten sich aber dennoch YoY um CHF 10 Mio auf CHF 132 Mio, sodass der negative FCF von CHF -90 Mio auf CHF -165 Mio zunahm. Die adj. Nettoverschuldung stieg um CHF 185 Mio auf CHF 827 Mio. Dank des höheren EBITDA nahm die adj. Ratio Net Debt/EBITDA dennoch leicht von 11.2x auf 10.5x ab. Aufgrund der zusätzlichen Fremdkapitalaufnahme und des Reinverlusts sank die EK-Quote trotz der Erhöhung des Dotationskapitals durch die Einbringung der ZüriPharm von 49.4% auf 44.1%.

Outlook stabil

Wir haben Ende Mai das Rating von AA bei einem stabilen Outlook bestätigt. Gleichzeitig haben wir jedoch das Stand-alone-Rating von bb– auf b+ herabgestuft. Dies reflektiert den zu niedrigen op. CF angesichts der hohen geplanten Investitionen von rund CHF 2.0 Mrd, davon ungefähr CHF 300 Mio für die Digitalisierung, in den nächsten zehn Jahren. Allein für die Finanzierung der Neubauten Campus MITTE1 und MITTE2 rechnet das USZ insgesamt mit einem zusätzlichen Bedarf an langfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 820 Mio. Davon sollen basierend auf einem Antrag des Regierungsrates CHF 690 Mio direkt durch den Kanton finanziert werden. Sollte der Kanton die Darlehen zu einem späteren Zeitpunkt teilweise in Dotationskapital umwandeln, könnte sich dies positiv auf das Stand-alone-Rating auswirken. Jedenfalls bestärken die Darlehen unsere Annahme einer impliziten Garantie mit einer «extrem hohen» Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung durch den Kanton Zürich.

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.

Aufzeichnung der geschäftlichen Fernkommunikation

Die Zürcher Kantonalbank kann die geschäftliche Fernkommunikation der Finanzanalysten aufzeichnen, um geltendes Recht einzuhalten oder die Einhaltung geltenden Rechts zu überprüfen. Die Nutzung der Fernkommunikation mit Finanzanalysten gilt als Zustimmung zu dieser Aufzeichnung.

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 (16.09.2016, CHF 77.8), Novartis (28.10.2016, CHF 70.75), Novartis (23.11.2016, CHF 68.55), Roche (05.04.2019, CHF 271.6)
– Credit-Research-Analysten: Bell Food Group (18.08.2015, CHF 250.5), Emmi (01.11.2007, CHF 169), Lindt & Sprüngli (22.08.2024, CHF 109600), Nestlé (22.08.2024, CHF 89.44)

Mitwirkung an Kapitalmarkttransaktionen

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

Accelleron Industries, Allreal, Amag Leasing AG, Aryzta, Ascom, Baloise, BancaStato, Barry Callebaut, BC Neuchâteloise, Bell Food Group, BKW AG, Bucher Industries, Burckhardt Compression, Calida Group, Cembra Money Bank, Cham Swiss Properties AG, Compagnie Financière Tradition (CFT), Coop, CPH Group, DocMorris AG, dormakaba Finance AG, Emissionszentrale EGW, Emmi, ENAG, Flughafen Zürich, Freiburger KB, Galenica, Geberit, Gemeinde Köniz, Georg Fischer, Helvetia Schweizerische Versicherungsgesellschaft AG, Helvetia Swiss Property Fund, Hilti, Immo Helvetic, IMMOFONDS, Implenja, Insel Gruppe, Intershop, Investis, IWB, Kanton Basel-Stadt, Kanton Bern, Kanton Tessin, Kanton Thurgau, Kanton Zürich, Kantonsspital Aarau, Kantonsspital Baden, Kantonsspital Winterthur, Kenova, Kinderspital Zürich, KKW Leibstadt, Kraftwerke Linth-Limmern, Kraftwerke Oberhasli, Lalique Group, Limeco, Lindt & Sprüngli, Luzerner Kantonsspital, Luzerner KB, Meier Tobler, Mobimo, Nant de Drance SA, Nestlé, Novartis, Novavest Real Estate AG, OC Oerlikon, Partners Group, Pfandbriefzentrale, Piazza, PSP, Rhätische Bahn (RhB), Rieter, Schroder ImmoPLUS, SF Retail Properties Fund, SGS, Sika, Spitalverband Limmattal, St. Galler KB, Stadler Rail, Stadt Bern, Stadt Biel, Stadt Dietikon, Stadt Genf, Stadt Lausanne, Stadt Lugano, Stadt St. Gallen, Stadt Winterthur, Stadt Zürich, Stiftung Kantonsspital Graubünden, Sulzer, Swiss Life, Swiss Pr St Fin, Swisscom, Tecan, Temenos, UBS AG (London Branch), UBS Group, UniversitätsSpital Zürich (USZ), Urner KB, Viseca, Walliser KB, WWZ, Zug Estates, 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: Bossard, Comet, dormakaba, Feintool, Komax, Nant de Drance SA, PSP, Rieter, SGS, Siegfried, Stadler Rail, Swiss Prime Site, Swiss Reinsurance Co., Swisscom, Titlis Bergbahnen, 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, Cham Swiss Properties AG, Cicolor, Compagnie Financière Tradition (CFT), CPH Group, HIA, lastminute.com, Novavest Real Estate AG, Orascom Development, Orell Füssli, Romande Energie, SF Urban Properties AG, StarragTornos Group, 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/handelsgeschaefft/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 in der darin enthaltenen Empfehlungen, die in den vergangenen 12 Monaten über irgendeinen Emittenten oder ein Finanzinstrument verbreitet wurden, kann unter <https://research.zkb.ch> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das ZKB Research Portal haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Ratingverteilung der Unternehmen im Schweizer Researchuniversum

- Absolute Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 60; Marktgewichten 104; Untergewichten 16)
 - Prozentuale Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 33.33%; Marktgewichten 57.78%; Untergewichten 8.89%)
 - Kunden mit IB-Dienstleistungen pro Kategorie (Übergewichten 73.33%; Marktgewichten 70.19%; Untergewichten 31.25%)
- Die Übersicht wird jeweils zum Quartalsanfang aktualisiert und gibt aktuell den Stand zu diesem Zeitpunkt wieder: 30.06.2025

Relevante Aktien- und Immobilienfondsumstufungen der letzten 12 Monate

Adeco Group	Georg Fischer	Swiss Life
14.11.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten	27.11.2024 von Marktgewichten auf Übergewichten	29.11.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
Burckhardt Compression	Investis	Swiss Prime Site
22.11.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten	02.09.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten	16.09.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
Compagnie Financière Tradition (CFT)	Sulzer	Temenos
06.06.2025 von keiner Einstufung auf Marktgewichten	25.07.2025 von Übergewichten auf Marktgewichten	12.08.2025 von Übergewichten auf Marktgewichten

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

Aargauische KB	28.02.2025 von BBB/positiv auf BBB+/stabil	Rieter
05.06.2025 von AA+/stabil auf AA+/positiv	HiAG	21.07.2025 von BB-/stabil auf BB-/negativ
ABB	07.03.2025 von BBB-/positiv auf BBB/stabil	Services Industriels de Genève (SIG)
21.05.2025 von A-/positiv auf A/stabil	Hilti	05.06.2025 von A+/stabil auf A+/positiv
Accelleron Industries	27.03.2025 von A/stabil auf A/positiv	SFS
15.10.2024 von NR auf BBB/stabil	Insel Gruppe	24.03.2025 von BBB+/stabil auf BBB+/positiv
AEW	09.09.2024 von A+/stabil auf A+/negativ	SGS
05.06.2025 von AA-/stabil auf AA-/positiv	22.04.2025 von A+/negativ auf A+/stabil	12.02.2025 von A-/negativ auf A-/stabil
Alpiq	Kanton Aargau	Sonova
28.02.2025 von BBB/positiv auf BBB+/stabil	04.06.2025 von AA+/stabil auf AA+/positiv	03.06.2025 von A/negativ auf A/stabil
Aryzta	Kanton Genf	SRG SSR
10.03.2025 von BB+/stabil auf BB+/positiv	04.06.2025 von AA-/stabil auf AA-/positiv	25.08.2025 von NR auf BBB/stabil
Autoneum	Kanton Luzern	Stadt Dietikon
09.04.2025 von BB-/positiv auf BB/stabil	04.06.2025 von AA+/positiv auf AAA/stabil	26.05.2025 von NR auf AA-/stabil
Bossard	Kanton Waadt	Stadt Genf
03.12.2024 von NR auf BBB-/stabil	04.06.2025 von AAA/stabil auf AAA/negativ	05.06.2025 von AA-/stabil auf AA-/positiv
Burckhardt Compression	Kantonsspital Aarau	Stadt Lausanne
06.06.2025 von BBB-/stabil auf BBB-/positiv	04.06.2025 von AA-/stabil auf AA-/positiv	03.04.2025 von A+/positiv auf AA-/stabil
dormakaba	Kantonsspital Baden	Straumann
28.02.2025 von BBB-/negativ auf BBB-/stabil	04.06.2025 von AA-/stabil auf AA-/positiv	21.02.2025 von BBB+/stabil auf BBB+/positiv
Flughafen Zürich	Luzerner Kantonsspital	15.08.2025 von BBB+/positiv auf A-/stabil
24.03.2025 von A/positiv auf A/stabil	04.06.2025 von AA-/positiv auf AA/stabil	Sulzer
Galderma Group	Luzerner KB	25.07.2025 von BBB/stabil auf BBB/positiv
13.03.2025 von BBB-/stabil auf BBB-/positiv	05.06.2025 von AA+/positiv auf AAA/stabil	Temenos
Galenica	OC Oerlikon	19.02.2025 von BB+/stabil auf BB+/positiv
14.03.2025 von BBB/stabil auf BBB/positiv	16.05.2025 von BBB-/negativ auf BBB-/stabil	Zug Estates
Genève Aéroport	Piazza	02.09.2024 von BBB-/stabil auf BBB-/positiv
07.04.2025 von A-/stabil auf A-/positiv	30.10.2024 von NR auf BBB-/stabil	25.02.2025 von BBB-/positiv auf BBB/stabil
Grande Dixence	Primeo Energie Gruppe	
	27.08.2025 von A-/stabil auf Restricted	

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://research.mailings.zkb.ch/SingletrackCMS_DownloadDocument?docRef=d51e3c40-79b1-4a40-bf7b-868aae66911f. 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/Markten 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.

Publikationen auf Anfrage

Bei Interesse können die folgenden Publikationen auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden:

- DMO-Übersichtsseite mit dem Titel «DMO Early Bird» (Schlagzeilen der am gleichen Tag veröffentlichten umfassenden Version der «Daily Market Opinion»)
- DMO-Einzelartikel, auch bekannt als «Unternehmensnews» (Vorabpublikation aller Einzelbeiträge inklusive wesentlicher Einschätzungen der umfassenden Version der «Daily Market Opinion»)
- Einfaches Analystenmodell (standardisiertes Gewinnmodell, das die aktuellen Analystenschätzungen enthält)

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 © 2025 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.