

Curanum AG

Zusammenfassung

- **Geschäftszahlen über Plan:** Sowohl im Geschäftsjahr 2004 als auch im ersten Quartal 2005 konnte Curanum Umsatz- und Ertragswachstum vermelden und die eigenen Schätzungen übertreffen.
- **Wachstumsmarkt:** Durch die demografische und sozioökonomische Entwicklung sowie die angespannte wirtschaftliche Situation vieler öffentlicher und gemeinnütziger Träger ist die privatwirtschaftliche Pflege ein unaufhaltsamer Wachstumsmarkt.
- **Planzahlen erhöht:** Auf Grundlage der aktuellen Geschäftszahlen erhöhen wir unsere Umsatzschätzungen für 2005 auf 198 Mio. Euro (zuvor 186 Mio.) und für 2006 auf 208 Mio. Euro. Die Ergebnisschätzungen belassen wir mit Blick auf die konservativen Unternehmensplanungen vorerst bei 0,22 Euro bzw. 0,26 Euro je Aktie.
- **Urteil bestätigt:** Mit einer Bewertungsspanne zwischen 4,10 und 5,63 Euro weist die Curanum-Aktie weiterhin ein interessantes Potenzial auf. Wir belassen daher unser Anlageurteil bei „Kaufen“.

Kaufen (unverändert)

Akt. Kurs **3,88 Euro**

ISIN / WKN	DE0005240709
Branche	Pflegeheimbetreiber
Marktsegment	Prime Standard
Ausstehende Aktien	29,7 Mio. Stück
Free Float	45 %
Marktkapitalisierung	115 Mio. Euro



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	4,70 Euro / 1,62 Euro
Performance (12 Monate)	113 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 1,2 Mio. Euro / Tag

(Zahlen nach HGB)	2002	2003	2004	2005e	2006e
Umsatz (Mio. Euro)*	176,7	182,3	189,5	197,9	207,6
Umsatzwachstum		3,2%	3,9%	4,4%	5,0%
EBIT (Mio. Euro)*	8,6	9,8	12,5	11,9	13,5
EBIT-Marge		5,4%	6,6%	6,0%	6,5%
EpS (Euro)*	0,11	0,12	0,18	0,22	0,26
EpS-Wachstum		9,1%	50,0%	22,2%	18,2%
Dividende je Aktie	0,18	0,08	0,14	0,14	0,14
KGV	36,6	33,6	22,4	17,6	14,9
KUV	0,68	0,66	0,63	0,58	0,56
Dividendenrendite	4,5%	2,0%	3,5%	3,5%	3,5%

* ohne Akquisitionen (Szenario 2, vgl. S. 4)

Jüngste Geschäftsentwicklung

Wachstum trotz reduzierter Bettenzahl

Der Münchner Pflegeheimbetreiber konnte im Geschäftsjahr 2004 weiter wachsen, obwohl zum 1. August letzten Jahres das Pflegezentrum in Lehrte aufgegeben wurde und somit die Bettenanzahl des Konzerns im Berichtsjahr um 164 oder 2,8 Prozent auf 5.641 und die Anzahl der betreuten Wohnungen um 6 auf 686 Einheiten sank. Dennoch konnte die Gesamtleistung um knapp 4 Prozent auf 189,5 Mio. Euro und der Pflegeumsatz um 6,8 Prozent auf 181,7 Mio. gesteigert werden, was insbesondere auf die bessere Auslastung der neueren Einrichtungen zurückzuführen war.

Ertragszahlen deutlich über Plan

Ertragsseitig lagen die vermeldeten Zahlen deutlich über den Unternehmensplanungen. Das EBITDA stieg um 24,5 Prozent auf 15,6 Mio. Euro, wodurch die EBITDA-Marge von 6,9 auf 8,2 Prozent gesteigert wurde. Ursächlich hierfür waren – neben Skaleneffekten durch die bessere Auslastung – die gezielte Nutzung regionaler Synergien (Clusterbildung), insbesondere bei Beschaffung und Logistik, sowie Effizienzsteigerungen durch schlankere Verwaltungsstrukturen und verbesserte EDV-Systeme. Das EBIT legte um 28,2 Prozent auf 12,5 Mio. Euro zu, woraus sich eine im Branchenvergleich hohe EBIT-Marge von 6,6 Prozent (Vorjahr: 5,4 Prozent) errechnet. Trotz eines außerordentlichen Aufwands aus der Wertberichtigung einer Forderung gegen ein ehemaliges Konzernunternehmen konnte der Jahresüberschuss deutlich gesteigert werden. Vor allem durch ein um 2,6 Mio. Euro verbessertes Finanzergebnis kletterte er um 46 Prozent auf 5,2 Mio. Euro, womit die eigenen Planungen fast um die Hälfte übertroffen wurden. Der Gewinn je Aktie legte folgerichtig von 0,12 auf 0,18 Euro je Aktie zu.

Dividendenerhöhung auf 14 Cent je Aktie

An dem erfolgreichen Geschäftsverlauf sollen auch die Aktionäre teilhaben. So wird die Dividende um 6 Cent oder 75 Prozent auf 14 Cent je Aktie erhöht, woraus sich selbst nach dem zuletzt starken Kursanstieg eine solide Dividendenrendite von 3,5 Prozent errechnet.

Q1/05 ebenfalls über Plan

Im ersten Quartal 2005 setzt sich der eingeschlagene Wachstumskurs nahtlos fort. Aufgrund einer Auslastungssteigerung auf 92,6 Prozent sowie der Konsolidierung der im Mai 2004 akquirierten Franziskushaus GmbH erhöhte sich der Umsatz (bei konstanter Bettenzahl) um 8,1 Prozent auf 46,2 Mio. Euro. Das EBITDA konnte um 50 Prozent auf 5,1 Mio. Euro und das EBIT um 54 Prozent auf 3,1 Mio. Euro zulegen, woraus sich eine nochmals leicht verbesserte EBIT-Marge von 6,7 Prozent errechnet. Der Konzernperiodenüberschuss erhöhte sich sogar um 133 Prozent auf 1,6 Mio. Euro bzw. 0,06 Euro je Aktie

Ausblick

Aktualisierung des Ertragswertmodells

Die positive Entwicklung der Geschäftszahlen von Curanum haben wir zum Anlass genommen, unser Bewertungsmodell der Ertragsdiskontierung (vgl. Erststudie vom 18. Oktober 2004) zu aktualisieren. Dabei unterstellen wir in einem ersten Szenario erneut, dass Curanum ab 2005 nicht nur organisch, sondern auch über Akquisitionen wachsen wird. Gestützt wird diese Annahme durch die im aktuellen Quartalsbericht bekräftigte Strategie des Vorstands, sich aktiv an der Marktkonsolidierung beteiligen und spätestens im zweiten Halbjahr 2005 konkrete Ergebnisse präsentieren zu wollen. Die folgende Tabelle zeigt eine modellhafte Geschäftsentwicklung von Curanum für die nächsten Jahre inklusive akquisitorischem Wachstum:

Jahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bettenzuwachs org.	100	100	100	100	100	100	100	100
Bettenzuwachs Akq.	750	750	500	500	250	250	250	250
Betten gesamt	6.200	7.050	7.650	8.250	8.600	8.950	9.300	9.650
Pflegesatz / Tag (EUR)	93	95	97	99	101	103	105	107
Auslastung Betten	93%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Umsatz Pflege (Mio. EUR)	196	229	257	282	300	319	338	357
Umsatz sonst. (Mio. EUR)	20	23	26	28	30	32	34	36
Umsatz (Mio. EUR)	215	252	282	311	330	351	372	393
Umsatzwachstum		+ 17%	+ 12%	+ 10%	+ 6%	+ 6%	+ 6%	+ 6%
EBIT-Marge	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Zinsbelastung	-1,2	-1,6	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
Steuerquote	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Gewinn (Mio. EUR)	7,0	8,9	10,7	12,7	14,5	15,4	16,3	17,2

Pflegesatz wird hochgesetzt

Der angenommene Bettenzuwachs bleibt im Vergleich zu unserer Erststudie unverändert. Der kalkulatorische Pflegesatz je Tag wurde realitätsgemäß von 86 auf 93 Euro angepasst und wird nun jedes Jahr um einen Inflationsausgleich von 2 Prozent angehoben. Die Bettenauslastung soll unverändert gegen einen Zielwert von 95 Prozent laufen, was insofern konservativ ist, als Curanum auch Auslastungen bis zu 98 Prozent für erreichbar hält (wobei je Prozentpunkt rd. 1,5 Mio. Euro Nachsteuer-Ertrag hinzukämen). Die sonstigen Umsätze, z. B. aus betreutem Wohnen und ambulanten Leistungen, sollen nach wie vor bei 10% der stationären Pflegeerlöse liegen.

Fremdfinanzierung der Akquisitionen

Da die vom Vorstand und Mehrheitsaktionär Bernd Scheweling kontrollierte AVG GmbH im ersten Quartal 2005 15 Prozent ihrer Aktien an institutionelle Investoren verkauft hat, haben wir unsere Annahmen hinsichtlich der Akquisitionsförderung dahin gehend modifiziert, dass sie nicht mehr durch Kapitalverwässerung sondern durch Fremdkapitalaufnahme erbracht wird. Ausgehend

von Nettofinanzschulden in Höhe von rd. 12 Mio. Euro Anfang 2005 erhöhen wir das Fremdkapital jedes Jahr um die Kosten der hinzuakquirierten Betten, die wir weiterhin mit 8.500 Euro je Bett veranschlagen. Als Durchschnittszins für das Fremdkapital von Curanum veranschlagen wir 6,5 Prozent. Die Steuerquote wird aus Vorsichtsgründen auf dem aktuellen Niveau von 40 Prozent belassen.

Szenario 1: Ertragswert 5,63 Euro je Aktie

Auf Grundlage dieser Annahme ergibt sich unter Beibehaltung eines Diskontierungszinses von 10 Prozent und eines konstanten Ertragswachstums ab 2013 von 2 Prozent p.a. ein Unternehmenswert von 167 Mio. Euro bzw. 5,63 Euro je Aktie. Das entspricht einem Aufwärtspotenzial von 45 Prozent gegenüber dem aktuellen Kursniveau.

Konservatives Szenario ohne Akquisitionen

In einem zweiten, konservativen Szenario unterstellen wir wiederum, dass Curanum in den nächsten Jahren keine Akquisitionen durchführen wird und „nur“ organisch um 100 Betten pro Jahr wächst:

Jahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Betten gesamt	5.700	5.800	5.900	6.000	6.100	6.200	6.300	6.400
Pflegesatz / Tag (EUR)	93	95	97	99	101	103	105	107
Auslastung Betten	93%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Umsatz Pflege (Mio. EUR)	180	189	198	205	213	221	229	237
Umsatz sonst. (Mio. EUR)	18	19	20	21	21	22	23	24
Umsatz (Mio. EUR)	198	208	218	226	234	243	252	261
Umsatzwachstum		+ 5%	+ 5%	+ 4%	+ 4%	+ 4%	+ 4%	+ 4%
EBIT-Marge	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Zinsbelastung	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Steuerquote	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Gewinn (Mio. EUR)	6,7	7,6	8,7	9,7	10,8	11,2	11,6	12,0

Szenario 2: Ertragswert 4,10 Euro je Aktie

Da die im ersten Szenario unterstellte Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung von Akquisitionen in dieser Modellrechnung nicht erforderlich ist, bleibt die Zinsbelastung deutlich niedriger. Bei ansonsten gleichen Annahmen ergibt sich ein Ertragswert von 122 Mio. Euro respektive 4,10 Euro je Aktie, was immer noch ein leichtes Aufwärtspotenzial gegenüber dem aktuellen Börsenwert von Curanum impliziert.

Anlageurteil bleibt bei „Kaufen“

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Curanum-Aktie nach den jüngst präsentierten, erfreulichen Geschäftszahlen und in Anbetracht der intakten Wachstumsperspektiven ein weiterhin interessantes Chance-Risiko-Verhältnis aufweist. Da sich je nach eingeschlagenem Wachstumspfad ein erhebliches Kurspotenzial ergibt, belassen wir unser Anlageurteil bei „Kaufen“.

Disclaimer

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Weder die Autoren noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten. Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden. Die Performaxx Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen. Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Unser Leistungskatalog umfasst Pre-IPO-Research, IPO-Research, Follow-up-Research sowie Markt-Research.

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Balanstr. 16
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de