

## Curanum AG

### Stärken und Chancen

- *Profitables Wachstum:* Curanum konnte im letzten Geschäftsjahr den Gewinn bei leicht erhöhten Erlösen von 188,5 Mio. Euro (+2,6 Prozent) deutlich überproportional um fast 50 Prozent auf 7,3 Mio. Euro steigern. Im ersten Quartal des laufenden Jahres haben Umsatz (+10 Prozent) und Ertrag (+ 62,5 Prozent) weiter zugelegt.
- *Stabiles Branchenwachstum:* Durch langfristige gesellschaftliche Trends, wie beispielsweise die zunehmende Alterung der Bevölkerung, wächst der Bedarf für Pflegedienstleistungen kontinuierlich an.
- *Enorme Wettbewerbsvorteile:* Als einer der größten Anbieter mit Zugang zum Kapitalmarkt verfügt das Unternehmen über eine überlegene Ressourcenausstattung. Damit dürfte die Gesellschaft in Zukunft den Marktanteil auf Kosten kleinerer Anbieter weiter steigern.

### Schwächen und Risiken

- *Politische Risiken:* Die Einnahmen von Pflegeeinrichtungen hängen zu einem großen Teil von politischen Entscheidungen ab. Angesichts leerer staatlicher Kassen sind hier weitere Schritte zur Kostenreduktion – Stichwort Gesundheitsreform – zu erwarten.
- *Wettbewerbsdruck:* Obwohl die Umsetzung der Europäischen Dienstleistungsrichtlinie in der ursprünglichen Fassung zunächst abgewehrt wurde, könnte eine weitergehende Marktöffnung den Wettbewerbsdruck verschärfen.

## Kaufen (unverändert)

**Aktueller Kurs** 7,33 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE0005240709
Branche	Pflegeheimbetreiber
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.curanum.de
Ausstehende Aktien	29,7 Mio. Stück
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	217,7 Mio. Euro
Free Float	100 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	8,74 Euro / 4,00 Euro
Performance (12 Monate)	70 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 800 Tsd. Euro

### Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	183,7	188,5	212,6	245,5
EpS (EUR)	0,16	0,25	0,47	0,54
Dividende / Aktie (EUR)	0,14	0,10	0,12	0,12
KUV	1,19	1,15	1,02	0,89
KGV	44,4	29,8	15,8	13,6
Dividendenrendite	1,9%	1,4%	1,6%	1,6%

## Unternehmensprofil

### *Fusion von Bonifatius und Curanum in 2000*

Der in München ansässige Curanum-Konzern entstand im November 2000 aus dem Zusammenschluss der börsennotierten Bonifatius Hospital & Seniorenresidenzen AG mit der bis dahin nicht gelisteten Curanum AG. Mit aktuell 52 Standorten und 6.541 Betten sowie 700 betreuten Wohnungen zählt das Unternehmen heute zu den größten privaten Pflegeheimbetreibern in Deutschland. Die Häuser verteilen sich über das gesamte Bundesgebiet, wobei regionale Schwerpunkte in Nordrhein-Westfalen, Bayern und Niedersachsen erkennbar sind. Insgesamt werden im Konzern derzeit 4.756 Mitarbeiter beschäftigt.

### *Schwerpunkt auf vollstationärer Dauer- und Kurzzeitpflege*

Das Leistungsspektrum von Curanum umfasst die vollstationäre Dauer- sowie Kurzzeitpflege (z.B. nach Krankheiten) für alle Pflegestufen. Zudem verfügen einige Standorte über ambulante Pflegedienste und verschiedene Spezialangebote, z. B. für Alzheimer- und Wachkoma-Erkrankte. Weniger pflegebedürftigen Personen bietet Curanum das sog. „Betreute Wohnen“ in eigenen Wohnungen unter Nutzung der angegliederten Pflegeeinrichtungen und -dienste.

### *Verbund bringt Effizienzvorteile*

Zur Erhöhung der Wirtschaftlichkeit in den Pflegeeinrichtungen setzt das Management vor allem auf die Realisierung von Verbundvorteilen. Synergieeffekte resultieren insbesondere aus der Zentralisierung der Bereiche Einkauf, Logistik, Marketing, Controlling und IT. Zudem laufen kontinuierlich Programme zur Verbesserung der Pflegeabläufe und -qualität. Einen weiteren Schritt zur Effizienzsteigerung stellt die Bildung regionaler Cluster da. Dabei werden Einrichtungen derselben Region zu einer Untergruppe zusammengefasst. Durch eine enge Zusammenarbeit der Häuser eines Clusters können weitere Einsparpotenziale gehoben werden.

### *Zentrale Logistik*

Anfang des Jahres wurde dieses Geschäftsmodell durch den Kauf der Großwäscherei Ellerich in Rheinland Pfalz für 1,7 Mio. Euro weiter komplettiert. Nachdem im ersten Quartal 1,5 Mio. Euro in die Erweiterung der Kapazitäten und die Modernisierung der Anlagen investiert wurden, ist Curanum nun in der Lage, einen Großteil der Wäsche des Verbundes zentral zu waschen. Von noch größerer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass der Konzern auf dem weiträumigen Grundstück von Ellerich zusätzlich ein Logistikzentrum für die Gruppe aufbauen kann. Von dort werden die einzelnen Häuser in Zukunft einheitlich mit unverderblichen Ge- und Verbrauchsmaterialien beliefert. Das Management verspricht sich davon erhebliche Einsparungen, da die Logistikkosten bislang traditionell einen hohen Anteil des Materialaufwands verursacht haben.

## Markt und Wettbewerb

### *Demografischer Wandel*

Infolge des medizinischen Fortschritts hat die Lebenserwartung in den Industrieländern in den letzten hundert Jahren stark zugenommen. Um 1900 lag das statistisch zu erwartende Alter für einen Jungen noch bei 44,82 Jahren (Mädchen 48,33), heute sind es bereits 74,44 Jahre bzw. 80,57 Jahre. Dieser Effekt bewirkt, dass die absolute Zahl älterer Menschen in der Gesellschaft deutlich zunimmt. Da parallel die Geburtenrate in den weit entwickelten Nationen in der Regel erheblich gesunken ist – Deutschland liegt hier nur noch bei 1,38 Kindern pro Frau, während für eine konstante Einwohnerzahl 2,1 notwendig wären – steigt der relative Anteil älterer Menschen zuletzt sogar noch stärker als die absolute Zahl. Die Generation der über 60-jährigen wird bis zum Jahr 2050 etwa 37 Prozent der Bevölkerung ausmachen – nach rund 24 Prozent noch zur Jahrtausendwende. Besonders deutlich ist die Zunahme bei den Hochaltrigen (80+), deren Anteil sich bis 2050 auf 12 Prozent fast verdreifachen soll (Quelle: Bevölkerung Deutschlands bis 2050, Ergebnisse der 10. koordinierten Bevölkerungsvorberechnung, Statistisches Bundesamt 2003).

### *Markt mit stetigem Wachstum*

Dieser Wandel führt zu einem langsamen, aber stetigen Wachstum im Markt für Pflegedienstleistungen. Wichtigste Triebfeder ist dabei die exponentiell zunehmende Pflegewahrscheinlichkeit im Alter: Nach dem 65. Lebensjahr verdoppelt sich dieser Wert alle fünf Jahre. In einer alternden Gesellschaft steigt so die Zahl der betreuten Fälle überproportional an. Nachdem derzeit noch knapp über 2 Mio. Pflegefälle in Deutschland registriert sind, von denen etwa 0,6 Mio. in stationären Einrichtungen betreut werden, wird die Gesamtzahl nach Expertenschätzungen bis zum Jahr 2050 auf 4,2 Mio. (stationär: 1,5 Mio.) ansteigen (Quelle: DB Research: Wie groß ist das Potenzial von Pflegeimmobilien?, 06.04.2006).

### *Pflegeeinrichtungen stärker gefragt*

Der prognostizierte starke Anstieg der stationären Betreuung ist dabei eine Folge von zwei weiteren Trends, die eine schrumpfende Bedeutung der traditionellen familiären Pflege bedingen. Dazu gehört vor allem die steigende Frauenerwerbstätigkeit, in deren Folge das Arbeitskräftepotenzial für die heimische Betreuung gemindert wird. Darüber hinaus sinkt durch die individualisierten Lebensstile die Zahl der Personen, die in engen familiären Verbindungen leben. Verstärkt wird der Effekt durch den Umstand, dass Schwerstpflegefälle und Demenzerkrankungen, die in der Regel nur in spezialisierten Einrichtungen angemessen versorgt werden können, rapide zunehmen. Diese Entwicklungen schlagen sich bereits jetzt in einer verstärkten Inanspruchnahme der stationären Pflege nieder. In den letzten zwei Jahren hat die Zahl der so betreuten Personen um 5,9 Prozent zugelegt, während die ausschließlich familiäre Betreuung von Pflegefällen mit -1,4 Prozent rückläufig war (Quelle: Unternehmensangaben).

**Fragmentierter Markt**

Im Bereich der stationären Pflege gibt es in Deutschland derzeit etwa 9.700 Einrichtungen, die zu rund 55 Prozent von freigemeinnützigen und zu 7 Prozent von öffentlichen Trägern betrieben werden. Lediglich 3.590 Häuser (37 Prozent) werden von privaten gewinnorientierten Gesellschaften geführt, wobei deren Anteil in den letzten Jahren stark zugenommen hat. (Quelle: Unternehmensangaben). Der Markt ist dabei sehr stark fragmentiert, so dass keine private Unternehmung einen Marktanteil von mehr als 1,5 Prozent erreicht. Der größte Anbieter dieser Gruppe ist die nicht börsennotierte Gesellschaft Pro Seniore aus Saarbrücken, die in bundesweit 105 Einrichtungen mehr als 17.000 Wohn- und Pflegeplätze anbietet. Nach dem Kauf einer Tochter von Fresenius im Jahr 2004 ist die Berliner Kursana (80 Häuser / 10.500 Betten) zur Nummer zwei der Branche aufgestiegen. Auf dem dritten Platz liegt Curanum (52 / 6.541), gefolgt von dem ebenfalls börsennotierten Konkurrenten Marseille-Kliniken (49 / 6.000).

**Regulierer unter Kostendruck**

Die Erlöse der stationären Pflegeeinrichtungen stammen zu rund 60-70 Prozent direkt oder mittelbar aus öffentlichen Haushalten. Angesichts knapper Kassen zählt es zu den erklärten Vorhaben der Großen Koalition, die stark steigenden Ausgaben im deutschen Gesundheitssystem durch eine Reform zu begrenzen. Aufgrund der bestehenden Differenzen zwischen den Regierungsparteien ist derzeit allerdings noch nicht absehbar, welche Konsequenzen daraus für die Betreiber von Pflegeeinrichtungen resultieren könnten. Von besonderer Bedeutung sind in jedem Fall die möglichen Änderungen der Pflegeversicherung, die in den kommenden Jahren ohne Anpassungen hohe Defizite aufweisen dürfte. Neben Einschnitten beim Leistungskatalog könnte eine Reform aber auch einige positive Elemente bringen, beispielsweise eine dynamische Anpassung der bisher weitgehend festen Pauschalbeträge oder auch eine Ausweitung des Versicherungssystems auf Demenzkranke. Da diese an sich notwendigen Maßnahmen allerdings weitere Ausgaben bedeuten, sind in diesem Fall an anderer Stelle größere Abstriche notwendig, falls die Einnahmenbasis nicht erweitert wird.

**EU-Dienstleistungsrichtlinie**

Ein weiterer drastischer Einschnitt in die Branche wurde zuletzt erfolgreich abgewehrt. Die EU-Dienstleistungsrichtlinie hatte in ihrer ursprünglichen Fassung das so genannte Herkunftslandprinzip vorgesehen. Demgemäß hätten ausländische Anbieter aus EU-Staaten in Deutschland nur Gesetze und Bestimmungen aus dem jeweiligen Heimatland befolgen müssen, was für die inländischen Anbieter aufgrund strikter Regularien und damit verbundenen hohen Kosten einen erheblichen Wettbewerbsnachteil bedeutet hätte. Inzwischen wurde der Entwurf in einer deutlich entschärften Fassung verabschiedet, bei dem nun vor allem die Regeln des „Bestimmungslandes“, in dem der Dienst angeboten wird, relevant sind. Pflegedienstleistungen wurden sogar vorerst gänzlich von der Deregulierung ausgenommen, allerdings ist über diesen Punkt noch nicht abschließend entschieden.

## Strategie

### *Kritische Größe*

Trotz der steigenden Nachfrage sorgt der Versuch der Ausgabenbegrenzung seitens der Gesetzlichen Krankenkassen bei gleichzeitig wachsenden Qualitäts- und Dokumentationsanforderungen für einen hohen Effizienzdruck bei den Akteuren. Diese haben allerdings oftmals noch sehr ineffiziente Strukturen. So liegt beispielsweise die durchschnittliche Größe einer Einrichtung in Deutschland bei lediglich 66 Betten; aufgrund zahlreicher kleinerer Anbieter erreicht der Mittelwert bei den Privaten sogar nur 52. Damit fehlt vielen Betreibern die kritische Größe, um Skaleneffekte und Synergien zu heben. Profiteure dieser Situation sind die großen Pflegeheimketten wie Curanum, die durch die gezielte regionale Clusterbildung, den Einsatz moderner Informationstechnologie sowie die Optimierung von Verwaltungsstrukturen und -prozessen erhebliche Skaleneffekte, insbesondere bei Einkauf, Logistik und Controlling, erzielen.

### *Weiteres Zentralisierungspotenzial*

Curanum selbst sieht hier noch weiteres Potenzial für Effizienzsteigerungen. Nach dem Kauf der Großwäscherei und dem Aufbau des Logistikzentrums besteht ein weiteres Vorhaben aus der Umstellung auf eine zentrale Arzneimittelversorgung. Bisher erfolgt die Belieferung der einzelnen Häuser von lokalen Apotheken vor Ort – ein Procedere, das für die Mitarbeiter sehr zeitaufwändig und für den Konzern damit kostenintensiv ist. Alternativ könnten die neu entstehenden Logistikstrukturen auch für Medikamente genutzt werden. Nach Angaben des Unternehmens sind Partner und Technik dafür bereits vorhanden, allerdings scheitert die Umstellung noch an der Abrechnungspraxis im Gesundheitssystem, die nur Preise pro Packung, aber nicht pro Tablette vorsieht. Der bestehende Kostendruck könnte aber auch hier eine Änderung einleiten.

### *Wachstum auch über Akquisitionen*

Aufgrund des hohen Effizienzdrucks unterliegt der deutsche Pflegemarkt einer anhaltenden Konsolidierung. Da viele Pflegeheime angesichts der fehlenden kritischen Größe nicht mehr rentabel betrieben werden können, ergeben sich für die großen Privatketten zahlreiche Akquisitionsgelegenheiten. Dementsprechend gehören Übernahmen zu der erklärten Unternehmensstrategie von Curanum. Für die Finanzierung kann dabei auf die hohen Zahlungsmittelüberschüsse zurückgegriffen werden, die im operativen Geschäft anfallen. So betrug im vergangenen Jahr der betriebliche Cash-Flow vor akquisitionsbedingten Einmalzahlungen rund 22,3 Mio. Euro. Nach der positiven Kapitalmarktentwicklung der letzten zwei Jahre besteht darüber hinaus nun auch wieder die Möglichkeit, eine Ko-finanzierung mit Fremdkapital im größeren Maßstab vorzunehmen.

## Geschäftsentwicklung

### *Übernahme von sieben Einrichtungen in NRW*

In den letzten Jahren ist die Gesellschaft durch eine ausgewogene Mischung von Akquisitionen und Neueröffnungen kontinuierlich gewachsen. Zwischen 2001 und 2005 hat Curanum insgesamt sieben Häuser neu eröffnet und sechs weitere übernommen. Ein größerer Expansionschritt konnte Anfang dieses Jahres vollzogen werden. Zum 1. Januar 2006 wurden von der Schwelmer Lohbeck-Gruppe sieben Einrichtungen in NRW mit 890 Pflegeplätzen und sieben betreuten Wohnungen übernommen. Gegen eine jährliche Pacht von 7,5 Mio. Euro werden die Häuser für zunächst 15 Jahre angemietet, wobei eine Option auf eine Verlängerung um bis zu 10 weitere Jahre besteht. Von diesen neuen Einheiten verspricht sich der Konzern zusätzliche Erlöse von mindestens rund 23,3 Mio. Euro p.a. Die bislang von ihnen erwirtschaftete EBITDA-Marge von 6,5 Prozent soll zudem durch die Einbindung in das Unternehmen deutlich gesteigert werden. Daneben ist für das laufende Jahr die Neueröffnung einer Einrichtung im niedersächsischen Bad Lauterberg mit 131 Pflegeplätzen und 18 betreuten Wohnungen vorgesehen.

### *Erfolgreiches Geschäftsjahr 2005*

Der stetige Ausbau der Geschäftstätigkeiten hat sich auch in den Kennzahlen des Unternehmens entsprechend niedergeschlagen. Im letzten Jahr konnte der Konzern ohne zusätzliche Übernahmen den Umsatz um 2,6 Prozent auf 188,5 Mio. Euro steigern. Der Großteil der Erlöse (90,7 Prozent) wurde im Bereich der stationären Pflege und damit verbundenen Dienstleistungen erwirtschaftet, weitere 6,2 Prozent entfielen auf das betreute Wohnen und ambulante Pflegedienstleistungen (Rest: sonstige Umsatzerlöse). Ursächlich für den Zuwachs zum Vorjahr war dabei neben einem geringen Konsolidierungseffekt vor allem die Steigerung der Auslastung auf beachtliche 93,4 Prozent (Vorjahr: 91,6 Prozent). Die Hebung weiterer Effizienzvorteile durch die kontinuierliche Verbesserung der Aufbau- und Ablauforganisation führte zu einem überproportionalen Anstieg beim Ergebnis. Während das EBIT mit 19,6 Mio. Euro rund 20 Prozent über dem Wert von 2004 lag, betrug die Steigerung beim Jahresüberschuss sogar fast 50 Prozent auf 7,3 Mio. Euro. Da das Unternehmen die erwirtschafteten Mittel angesichts zahlreicher Gelegenheiten vor allem für das externe Wachstum einsetzen will, wurde der Dividendenvorschlag auf 0,10 Euro je Aktie festgelegt (Vorjahr: 0,14 Euro).

### *Wachstum setzt sich fort*

Im ersten Quartal des laufenden Jahres hat sich die positive Konzernentwicklung fortgesetzt. Insbesondere aufgrund der Übernahme der Einrichtungen in NRW konnten die Umsatzerlöse um 10 Prozent auf 50,9 Mio. Euro gesteigert werden. Im Vergleich zum Gesamtjahr 2005 hat der Anteil der Einnahmen aus der stationären Pflege nun ein etwas höheres Gewicht und liegt bei 92,6 Prozent. Deutlich überproportional waren dabei erneut die Steigerungsraten bei den Ergebniskennzahlen. Während das EBIT von 4,0 Mio. Euro auf 5,8 Mio. Euro zulegte,

wuchs der Nettoüberschuss um 62,5 Prozent auf 2,6 Mio. Euro. Dieser Zuwachs ist vor allem vor dem Hintergrund bemerkenswert, dass die Auslastung der neuen Häuser in NRW, die zum Zeitpunkt der Übernahmen bei niedrigen 70 Prozent gelegen hat, nach wie vor leicht unter den Erwartungen des Managements liegt.

## Bewertung

### Einfaches Ertragswertmodell

Die Bewertung von Curanum nehmen wir anhand eines einfachen Ertragswertmodells vor, das auf den wesentlichen Werttreibern Umsatz, Nettorendite und Kapitalkosten beruht. Dabei legen wir folgenden, modellhaften Geschäftsverlauf zugrunde:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bettenzuwachs org.	0	131	120	120	120	120	120	120
Bettenzuwachs Akq.	890	650	650	650	450	450	450	450
<b>Betten gesamt (Tsd.)</b>	<b>6,54</b>	<b>7,32</b>	<b>8,09</b>	<b>8,86</b>	<b>9,43</b>	<b>10,00</b>	<b>10,57</b>	<b>11,14</b>
Pflegesatz / Tag (Euro)	90	92	94	96	98	100	102	104
Auslastung Betten	92%	93%	94%	95%	95%	95%	95%	95%
Umsatz Pflege (Mio. Euro)	197,7	228,7	261,0	295,0	320,5	346,8	373,9	401,8
Umsatz sonst. (Mio. Euro)	14,9	17,2	19,6	22,2	24,1	26,1	28,1	30,2
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	<b>212,6</b>	<b>245,9</b>	<b>280,6</b>	<b>317,2</b>	<b>344,6</b>	<b>372,9</b>	<b>402,1</b>	<b>432,0</b>
Wachstum		16%	14%	13%	9%	8%	8%	7%
Nettorendite	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>13,8</b>	<b>16,0</b>	<b>18,2</b>	<b>20,6</b>	<b>22,4</b>	<b>24,2</b>	<b>26,1</b>	<b>28,1</b>
Gewinnwachstum		16%	14%	13%	9%	8%	8%	7%

### Organisches und externes Umsatzwachstum

Die Umsatzentwicklung beruht auf der Annahme, dass Curanum in den nächsten Jahren durch organisches sowie insbesondere externes Wachstum, also durch die Übernahme bestehender Einrichtungen, seine Bettenzahl steigern kann. Bei der Eröffnung neuer Häuser gehen wir nach wie vor von einer Einheit pro Jahr aus, setzen dafür aber aufgrund des bestehenden Trends zu größeren Einrichtungen 120 Betten an. Den Anfang der Reihe markiert die Neueröffnung in Bad Lauterberg (131 Betten), die ab 2007 erlöswirksam werden dürfte. Bei den Übernahmen rechnen wir ab 2007 zunächst mit 650 zusätzlichen Pflegeplätzen pro Jahr – eine Zahl, die durch die Übernahme in NRW in der laufenden Periode deutlich übertroffen wird. Ab 2010 reduzieren wir die Zahl vorsichtshalber auf 450 Betten. Den kalkulatorischen Pflegesatz je Tag und Bett kalkulieren wir für das laufende Jahr auf 90 Euro; im Anschluss wird dieser Wert mit etwa 2 Prozent p.a. inflationiert. Angesichts dieser teilweise regulierten Umsatzbasis ist die Auslastung der Einrichtungen ein entscheidender Erlöstreiber. Nach einem vorübergehenden Absinken im laufenden Jahr, bedingt durch die neuen Häuser

in NRW (bei Übernahme nur 70 Prozent Auslastung), rechnen wir im Anschluss wieder mit einer sukzessiven Steigerung auf 95 Prozent. Da Curanum diesen Wert zuletzt schon fast erreicht hatte, halten wir die Einschätzung für ausreichend konservativ. Aus diesen Daten lässt sich der prognostizierte Pflegeumsatz pro Jahr ermitteln. Unter der ebenfalls betont vorsichtigen Annahme, dass die übrigen Bereiche – vor allem das betreute Wohnen – lediglich 7 Prozent der Gesamterlöse erwirtschaften, resultiert schließlich der angeführte Gesamtumsatz.

#### *Konstante Nettomarge*

Obwohl wir davon ausgehen, dass Curanum auf der Ertragsseite durch weitere Zentralisierung und andere Rationalisierungsmaßnahmen noch erhebliche Potenziale heben kann, unterstellen wir sicherheitshalber lediglich eine konstante Nettorendite von 6,5 Prozent. Falls der Gewinn damit wie prognostiziert parallel zum Umsatz steigt, sehen wir aufgrund des starken operativen Cash-Flows der Gesellschaft einen großen Spielraum für die Finanzierung der Expansion über eigene Mittel. Annahmegemäß wird der darüber hinaus gehende Finanzbedarf durch Fremdkapital gedeckt. Dessen Kosten lassen sich jedoch – im Gegenzug für die Nicht-Berücksichtigung von wachstumsbedingten Skaleneffekten – ebenfalls außer Acht. Bei der Einwerbung von zusätzlichem Eigenkapital halten wir indes ein wesentlich größeres Wachstumstempo, als hier unterstellt, für möglich.

#### *Diskontierungszins nach CAPM 9,6 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model. Dabei bemessen wir den risikolosen Zins nach der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, die aktuell bei rund 3,8 Prozent liegt. Die Marktrisikoprämie setzen wir mit 5,3 Prozent an. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und taxieren aufgrund des gut kalkulierbaren Geschäfts, das lediglich mit einem gewissen Regulierungsrisiko behaftet ist, nur einen geringen Aufschlag gegenüber dem Marktportfolio, bzw. ein Beta von 1,1. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 9,6 Prozent.

#### *Ertragswert 10,11 Euro je Aktie*

Im Anschluss an die Detailplanungsphase unterstellen wir ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2,0 Prozent. Aus dem so skizzierten Geschäftsverlauf resultiert ein Unternehmenswert von 300 Mio. Euro respektive 10,11 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 7,30 Euro konstatieren wir somit anhand unseres Ertragswertmodells ein Aufwärtspotenzial von 38 Prozent.

#### *Urteil unverändert: „Kaufen“*

Curanum hat zuletzt für das Jahr 2005 und das erste Quartal 2006 sehr gute Zahlen präsentiert und dürfte aus unserer Ansicht die Expansion weiter forcieren. Da sich das Unternehmen in einem langfristig stabilen Wachstumsmarkt bewegt, sehen wir weiterhin erhebliche Potenziale zur Steigerung von Umsätzen und Erträgen und stufen die Aktie unverändert als „Kauf“ ein.

## 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. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

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

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 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](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

### Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

### Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
<i>(keine)</i>		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)**

### Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.