Titelgeschichte:

Curanum AG (SDAX)

2005 mit starkem Gewinnanstieg – Kurs verdreifacht und Aufnahme in den SDAX – Ehrgeizige Expansion aus eigener Kraft

Zuletzt berichteten wir in NJ 8/05 bei einem Kurs von € 4.33, wie sich die Aktie der Curanum AG, getrieben durch eine starke Gewinnentwicklung im ersten Quartal und eine Ausweitung des Free Float, die neue institutionelle Investoren anlockte, seit Jahresanfang mehr als verdoppeln konnte. Diese Entwicklung hat sich auch im zweiten Halbjahr fortgesetzt. Einerseits konnte der Pflegeheimbetreiber für das zweite und dritte Quartal erneut deutliche Gewinnanstiege vermelden. Andererseits hat sich auch der Aktienkurs weiter nach oben entwickelt und überschritt sogar die Marke von € 6.-, so dass es gegenüber dem Jahresanfang zu einer Verdreifachung kam. Damit wurden unsere positiven Einschätzungen aus NJ 8/05 und 1/05 deutlich übertroffen.

Vorsteuergewinn nach neun Monaten fast verdoppelt

Nach neun Monaten (bereits nach IFRS) ergibt sich bei der Curanum AG folgendes Bild: Der Umsatz stieg um 5 % auf € 141.1 (134.2) Mio., wobei 90 % aus Pflege- und Serviceleistungen, 6 % aus dem Appartementbereich und der Rest aus sonstigen Umsätzen stammt. Das EBITDA verbesserte sich um 32 % auf € 19.8 (15.0) Mio., so dass sich eine EBITDA-Marge von 14.0 (11.1) % ergibt. Beim EBIT wurde ein Anstieg um 42 % auf € 15.3 (10.8) Mio. und eine EBIT-Marge von 10.8 (8.1) % erreicht. Dank einer Verbesserung des Finanzergebnisses wuchsen Vor- und Nachsteuerergebnis noch stärker als das EBIT. Das Ergebnis vor Steuern stieg um fast 90 % auf € 10.6 (5.6) Mio. und das Ergebnis nach Steuern um 73 % auf € 7.1 (4.1) Mio., was einem Ergebnis je Aktie von € 0.24 (0.14) entspricht. Am beeindruckendsten ist die Entwicklung beim operativen Cashflow, der sich mit € 15.5 (7.5) Mio. etwas mehr als verdoppelte.

UNTERNEHMENSDATEN

Curanum AG
Maximilianstr. 35c, 80539 München
Telefon (089) 24206520

Internet: www.curanum.de

ISIN DE0005240709
29.7 Mio. Stückaktien, AK € 29.7 Mio.

nächste HV am 22.06.2006,
letzte Dividende € 0.14

Kurs am 21.12.2005:
€ 6.48 (Xetra), 6.15 H / 1.81 T

KGV 23e (2005), 14e (2006)

Börsenwert € 192 Mio.

Aktionäre:
AVG GmbH 43.5 %, Streubesitz 56.5 %

Hans-Milo Halhuber, Vorstandsvorsitzender der Curanum AG, kündigt eine Phase stärkeren, profitablen Wachstums an, wobei die demografische Entwicklung das Potenzial liefert.

2006 weiterer Wachstumsschub durch Umstrukturierung

Als Grund für den starken Ergebniszuwachs nennt das Unternehmen eine Verbesserung der Auslastungsquote, die im dritten Quartal 93.4 % erreichte, sowie die Anpassung der Investitionskosten in einigen Einrichtungen in Nordrhein-Westfalen. Da das Unternehmen die Neunmonatszahlen als leicht über den hauseigenen Planungen liegend bezeichnet, ist es „sehr zuversichtlich", die für das Gesamtjahr anvisierten Umsatz- und Ergebnisziele erreichen zu können. Vorgesehen ist ein Umsatz von € 187.8 Mio., ein EBITDA von € 25.6 Mio. und ein Ergebnis nach Steuern von € 8.5 Mio. Beim Gewinn pro Aktie hält Vorstandschef Hans-Milo Halhuber einen Wert von € 0.28 (0.18 nach HGB) für erreichbar – eine angesichts der Neunmonatszahlen eher konservative Prognose. Rund 50 % des Gewinns sollen als Dividende ausgeschüttet werden, so dass mindestens wieder die im Vorjahr gezahlten € 0.14 erreicht werden dürften. Zudem soll sich das Wachstum auch im laufenden Jahr weiter fortsetzen. Derzeit reformiert Curanum die Verwaltung in den betriebenen Einrichtungen und erwartet hieraus einen „signifikanten Ergebnisbeitrag". Gleichzeitig wird an einer weiteren Erhöhung der Auslastung „mit Hochdruck" gearbeitet.

Ehrgeizige Wachstumsziele für die nächsten Jahre

Nach der starken Margenverbesserung 2005 will Curanum in den kommenden Jahren daran gehen, nun auch die Umsatzbasis kräftig auszubauen. Der aktuelle Marktanteil am Alterspflegemarkt von 1 % mit 5641 Betten soll mittelfristig auf 2.5 % bzw. 15 000 Betten ausgebaut werden. In den nächsten fünf Jahren sollen zusätzlich 35 (derzeit 45) neue Einrichtungen gegründet oder zugekauft werden. Innerhalb der kommenden zehn Jahre soll der Umsatz dann rund € 500 Mio. erreichen – bei weiterhin zweistelligen operativen Margen. In punkto Übernahmen verspricht Vorstandschef Halhuber aber, keine zu großen Schritte zu wagen und lieber langsamer zu wachsen, dafür aber mehr auf den Gewinn zu achten. Bevorzugtes Übernahmeziel sind daher kleinere Pflegezentren. An der Maternus-Kliniken AG, die derzeit zum Verkauf steht, hat Halhuber daher kein Interesse. Auch eine Fusion mit der Marseille-Kliniken AG schließt der Vorstandschef aus. Zwar würden beide Firmen gut zusammenpassen, aber der Markt biete Platz für zwei große Player.

2006 mehr als 1000 neue Betten

Eine Übernahme wurde vor kurzem auch bereits gemeldet: Zum 1. Januar 2006 übernahm Curanum auf Pachtbasis sieben Pflegeeinrichtungen mit 890 Betten von der Dr. Lohbeck Gruppe. Der Pachtvertrag läuft über mindestens 15 Jahre und kann zweimal um jeweils weitere fünf Jahre verlängert werden. Curanum trägt künftig

Aktionäre, die schon länger engagiert sind und auf hohen Kursgewinnen sitzen, könnten überlegen, eine Umschichtung in den Genussschein vorzunehmen, der sich trotz Notiz über dem Nennwert immer noch mit attraktiven 6.2 % verzinst.

Chart: Tai-Pan; Foto: Curanum AG

die Mietkosten für die Immobilien, die bei € 6.8 Mio. jährlich liegen, und zahlt dem Alteigentümer eine jährliche Pacht von € 0.7 Mio., allerdings für die vollen 15 Jahre im Voraus. Die erforderlichen € 10 Mio. nimmt Curanum als Fremdmittel auf, so dass sich zusätzliche Zinsaufwendungen von € 0.4 Mio. ergeben. Der Umsatzbeitrag der neuen Häuser soll bei € 23 Mio. liegen. Zum EBIT sollen sie € 2.0 Mio. beitragen und nach Finanzierungskosten und Steuern noch € 1 Mio. als Nettoergebnisbeitrag erbringen. Im vierten Quartal 2006 plant Curanum die Neueröffnung eines Pflegeheims in Bad Lauterberg (Niedersachsen) mit 131 Betten. Außerdem hat das Unternehmen zum 01.01.2006 für € 1.85 Mio. eine Großwäscherei bei Koblenz erworben, auf deren Gelände ein zentrales Logistikzentrum entstehen soll, das Material- und Wäschelogistik bündelt. Die geplanten Investitionen sollen sich bereits nach drei Jahren durch Einspareffekte von € 3 Mio. amortisieren. Danach werden Einsparungen in gleicher Höhe je weiterem Betriebsjahr erwartet.

Keine Kapitalerhöhung geplant

Auch alle weiteren Übernahmen will Vorstandschef Halhuber entweder aus dem operativen Cashflow oder mit Fremdkapital finanzieren. Eine Kapitalerhöhung sei dagegen nicht geplant, versichert er. Das mag eine Beruhigung für die Aktionäre sein, da bei einem genehmigten Kapital von € 12.3 Mio. theoretisch jederzeit eine Kapitalerhöhung möglich ist. Aber weitere fremdfinanzierte Übernahmen drohen die bilanzielle Situation von Curanum wieder zu verschlechtern. Dabei wurde im laufenden Jahr endlich eine spürbare Stabilisierung der Bilanz erreicht. In den ersten neun Monaten 2005 ist das Eigenkapital (nach IFRS) um 26 % auf € 34.5 (27.4) Mio. gestiegen und die Eigenkapitalquote hat sich auf 19.0 (14.4) % erhöht. Zudem stehen jetzt liquide Mittel von € 5.1 (31.12.2004: 1.5) Mio. in der Bilanz. Und das Unternehmen vermeldet nicht ohne Stolz, dass es auf Grund des stark angestiegenen Cashflow die Kreditlinien der Hausbanken kaum noch in Anspruch nehmen müsse.

2007 wird Genussschein fällig

Daneben ist auch ein großes Risiko aus der Bilanz eliminiert worden: Der bisherige Großaktionär Bernd Scheweling hat über seine Beteiligungsfirma AVG GmbH im Jahresverlauf seinen Anteil von knapp 74 % auf 43.5 % reduziert und mit den Erlösen das von Curanum gewährte Gesellschafterdarlehen über € 9.1 Mio. komplett zurückgezahlt. Nun muss also nicht mehr länger befürchtet werden, dass eventuelle Zahlungsschwierigkeiten der AVG Curanum in finanzielle Probleme bringen könnten. Gleichzeitig stehen Curanum die liquiden Mittel zur Verfügung, um im August 2007 die 1997 noch von der Vorgängerfirma Bonifatius begebenen Wandelgenussscheine zurückzahlen, die einen Finanzaufwand von € 12 Mio. erfordern werden. Allerdings wird sich auf Grund des Mittelabflusses die Liquiditätslage vorübergehend wieder verschlechtern. Angesichts dieser Voraussetzungen die Übernahmen von weiteren Pflegeeinrichtungen mit neuem Fremdkapital und nicht über eine Kapitalerhöhung finanzieren zu wollen, erfordert einen regelmäßig hohen Cashflow. Hinzu kommt die Absicht, die Hälfte des Gewinns an die Aktionäre auszuschütten. Im Vorjahr erforderte die Dividende einen Aufwand von € 4.2 Mio.

SDAX-Aufstieg im Dezember 2005

Neben der Ablösung des Gesellschafterdarlehens hatte der Anteilsverkauf der AVG noch einen weiteren durchschlagenden Effekt: Der Streubesitz der Curanum AG ist nach dem Anteilsverkauf auf 56.5 % gestiegen. Die von der AVG verkauften Aktien gingen teilweise wieder in den Umkreis des Vorstands. Aber mit Gartmore Investment Management plc, London, konnte auch ein institutioneller Investor gewonnen werden, der 3.7 % übernommen hat. Die Briten sind damit aber nicht meldepflichtig und haben ihre Anteile wegen der starken Kurssteigerungen möglicherweise bereits wieder verkauft. Zusammen mit dem vergrößerten Streubesitz hat die starke Kursperformance der Curanum-Aktie am 19.12.2005 auch den Aufstieg in den SDAX ermöglicht.

Stefan Müller

KENNZAHLEN DER CURANUM AG

	1-9/2005	1-9/2004
Umsatz	141 Mio.	135 Mio.
EBIT	15.3 Mio.	10.8 Mio.
Periodenüberschuss	7.1 Mio.	4.1 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.24	0.14
op. Cashflow	15.5 Mio.	7.5 Mio.
EK-Quote	19.0 %	14.4 %

PROGNOSEN DER CURANUM AG

	2005e	2006e
Umsatz	188 Mio.	211 Mio.
EBIT	19.4 Mio.	27.4 Mio.
EBIT-Marge	10.3 %	13.0 %
Jahresüberschuss	8.5 Mio.	13.4 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.28	0.45

Nach dem starken Kursanstieg sind bei der Curanum-Aktie Konsolidierungsphasen zu erwarten, die langfristig planende Anleger nutzen können.

FAZIT

Das Fazit ist am 19.12.2005 umgeschrieben worden, da die **Curanum AG** an diesem Tag eine neue Prognose veröffentlichte, die zu einem Kurssprung führte, so dass der aus unserer Sicht günstige Kurs von € 5.92 vom 16.12.2005 keine Grundlage für unsere Aussagen mehr sein konnte. Wir sehen, wie in NJ 8/05 geschrieben, die Curanum-Aktie auf Grund der demografischen Entwicklung mit einem steigenden Anteil älterer Mitbürger als Wachstumswert an. Wenn die neuen Prognosen mit einem Gewinn je Aktie von € 0.45 für 2006 zutreffen und die geplante EBIT-Marge von 13 % auch bei weiter steigenden Umsätzen gehalten wird, reicht die Finanzkraft trotz der noch schwachen Eigenkapitalquote ohne die Zufuhr neuen Kapitals aus. Auf Sicht von zwei Jahren erscheint ein Engagement unter dieser Prämisse als aussichtsreich; kurzfristig kann es angesichts des starken Kursanstiegs nochmals zu Konsolidierungsphasen kommen, die sich für Engagements anbieten. Bei einem KGV von weiterhin 14 würde der wachsende Gewinn im Jahr 2008 ein Kursniveau von mindestens € 10 ergeben. **S. M.**