

## Basisstudien-Update

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe  
+49 69 71 91 838-46  
roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

### HALTEN

(vormals: Halten)

Fairer Wert

### € 0,53

(vormals: € 0,54)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## GJ 2018 schwach - Q1/2019 zeigt in die richtige Richtung - Liquidität zentrales Thema

Im Geschäftsjahr 2018 lag der Nettoumsatz mit € 5.8 Mio. und das EBITDA mit € -3,8 Mio. im mittleren Bereich der angepassten Guidance.

In ersten Quartal 2019 zog der Umsatz hingegen wieder um 9% an; bis auf Asien wiesen alle Kernregionen ein (teilweise deutliches) Wachstum auf. Der schwache Absatz im asiatischen Markt könnte laut Management durch bestehende Abnahmeverpflichtungen im laufenden Geschäftsjahr aufgeholt werden. Das operative Ergebnis (EBITDA) hat sich aufgrund von Einmalaufwendungen (a.o. HV und Emission der Wandelanleihe) um 43% verschlechtert.

Strategische und strukturelle Maßnahmen wie Kosteneinsparungen im Vertrieb und Marketing sowie die Fokussierung auf margenstarke eigene Produkte sollen das operative Geschäft und die Liquidität stabilisieren. So werden die sonstigen betriebl. Aufwendungen, die in der Vergangenheit stark von der Organisation von und der Teilnahme an kostenintensiven Kongressen mitgeprägt waren, zurückgefahren. Dies basiert auf der Erkenntnis, dass Vertriebs- und Marketingfolge gerade im Bereich der Orthopädie sich eher über die direkte Ansprache der Entscheidungsträger in den Kliniken einstellen. Eine Folge hieraus ist, dass für den Vertrieb in den USA die Kooperation mit geeigneten Distributionspartnern angestrebt wird.

Im Mai hatte das Unternehmen eine Wandelschuldverschreibung i.H.v. rund € 1,9 Mio. platziert. Die ersten zwei Kuponzahlungen sind bis 2021 ausgesetzt, was die Kasse zunächst zusätzlich entlastet. Die Zeichnungsquote von ca. 38% macht nach unserem Modell eine Eigenkapitalerhöhung i.H.v. ca. € 3 Mio. noch im laufenden GJ zur Sicherung der Liquidität notwendig. Dies haben wir in unserem Modell abgebildet, da hier - wenngleich unter gewissen Bedingungen - eine Zeichnungszusage des Ankerinvestors Donau Invest vorliegt.

**In unserer angepassten Prognose unterstellen wir einen Aufholeffekt beim Umsatz sowie die Verschlinkung der Kostenstruktur. Ein stringentes Forderungs-Management und die Fokussierung auf hochmarginale Eigenprodukte wird sich liquiditätsseitig positiv auswirken. Unsere DCF-Analyse resultiert in einem Wert pro Aktie von € 0,53. Da dieser Wert auf der Prämisse der noch im laufenden Geschäftsjahr geplanten Kapitalerhöhung basiert, stufen wir die Aktie trotz des Potenzials von 39% mit „Halten“ ein.**

### Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

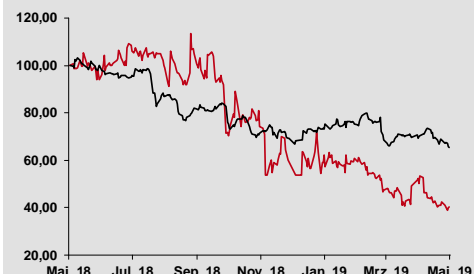
Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Netto-ergebnis	EPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2017a	6,8	-2,2	-2,8	-3,2	-4,0	-0,36	-41,8%	-58,8%
2018a	5,8	-3,8	-4,8	-4,9	-5,4	-0,33	-81,9%	-92,1%
2019e	6,8	-2,1	-2,7	-2,7	-2,7	-0,13	-39,0%	-39,0%
2020e	8,2	-1,7	-2,2	-2,2	-2,2	-0,10	-26,7%	-26,7%
2021e	9,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-0,07	-11,7%	-14,7%
2022e	11,3	0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,02	-2,1%	-3,0%

Quelle: Unternehmen, BankM Research (e)

Branche	Medizinprodukte
WKN	549453
ISIN	DE0005494538
Bloomberg/Reuters	CUR GY/CURG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31. Dez
H1-Bericht	22. August 2019
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2019e	2020e	2021e	2022e
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	24,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E bereinigt	neg.	neg.	neg.	neg.
Preis/Buchwert	0,9	1,2	1,5	1,6
Preis/FCF	neg.	neg.	neg.	26,7
ROE (in %)	-34,1	-31,1	-27,2	-7,4
Dividendenrendite (in %)	0,0	1,0	2,0	3,0

Anzahl Aktien (in Mio.)	18,382
Marktkap. / EV (in € Mio.)	6,89 / 4,87
Free float (in %)	50,2
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	9,7
12M hoch/tief (in €; Schluss)	1,06 / 0,36
Kurs 24.5.2019 (in €; Schluss)	0,38
Performance absolut (in %)	1M: -23,0 6M: -45,7 12M: -59,7
relativ (in %)	-18,5 -40,6 -38,9
Vergleichsindex	Daxsubsec. All Pharmaceuticals Perf.



curasan AG (rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector All Pharmaceuticals Performance (schwarz)

Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

**MiFID II – Hinweis:** Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die flatex Bank AG, Frankfurt.

## Aktuelle Entwicklungen und Bewertung

Wie auf der außerordentlichen Hauptversammlung im Januar verlautet, soll das bestehende Vertriebsnetzwerk kritisch analysiert werden, um sich ggf. von unattraktiven Absatzmärkten sowie von Partnern zu trennen. So sollen in der Problemregion MENA (schlechte Zahlungsmoral) Produkte nur noch gegen Vorkasse bei gleichzeitiger Tilgung von bestehenden Forderungen geliefert werden. Die Vertriebspartnerschaften innerhalb Europas werden im Rahmen eines „Alliance Managements“ im Vertrieb unterstützt, u.a. indem (bestehende) personelle Ressourcen seitens curasan hierfür bereit gestellt werden.

Falls die Suche nach geeigneten Vertriebspartnern in den USA nicht erfolgreich sein sollte, hält sich das Unternehmen zur Sicherung zukünftiger Liquidität offen, Produktrechte in den USA (und ggf. in China) zu veräußern; das Management hat erkannt, dass man sich in diesen Märkten - ohne eine kritische Unternehmensgröße erreicht zu haben - aus eigener Kraft kaum behaupten kann. Dass die Qualität der curasan-Produkte gleichwohl weltweit anerkannt ist, wird nicht zuletzt untermauert durch die jüngste Zulassung des synthetischen Knochenmaterials „Osbone“ im streng regulierten japanischen Markt.

## Bewertungsfazit

**Fairer Wert pro Aktie:  
€ 0,53**

**Wir ermitteln auf Basis unserer fundamentalen Analyse einen Wert pro Aktie von € 0,53.**

**Darüber hinaus haben wir den Nettobarwert des steuerlichen Verlustvortrags (ca. € 45 Mio.) - über den Prognose-Zeitraum unseres DCF-Modells hinaus - modelltheoretisch mit € 2,3 Mio. ermittelt. Aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen fiskalischen Bewertung der Verlustvorträge, haben wir dies allerdings nicht in unsere Bewertung einfließen lassen.**

## Bewertung

### DCF-Analyse

in T€	2018a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		16,4%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
Umsätze	5.842	6.800	8.160	9.792	11.261	12.950	14.245	15.669	17.236	17.581
EBIT	-4.784	-2.650	-2.177	-1.150	-238	904	1.731	2.581	3.503	3.574
- adaptierte Steuern auf EBIT*	488	0	0	0	0	0	88	190	300	1.072
+ Abschreibungen	641	598	508	467	434	313	249	243	257	130
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-34	5	5	5	5	6	6	6	6	6
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	235	-1.603	-195	-224	-101	-123	-73	-85	-97	0
+ andere Positionen	558	-411	85	85	85	85	85	85	85	85
- Investitionen in Anlagevermögen	591	1.065	130	130	130	130	130	130	130	130
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-4.933</b>	<b>-1.920</b>	<b>-1.514</b>	<b>-499</b>	<b>258</b>	<b>1.301</b>	<b>1.926</b>	<b>2.680</b>	<b>3.519</b>	<b>2.592</b>
Terminal Value										27.631
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,90	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47	0,42	0,42
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	-1.721	-1.217	-359	166	753	1.000	1.248	1.469	
Nettobarwert des Terminal Values										11.535
<b>Bewertung</b>		<b>Anteil am EV</b>								
Ergebnis Phase I u. II	1.339	10%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	11.535	90%								
<b>= Unternehmenswert</b>	<b>12.874</b>	* Verlustvträge (VVe) bis 2026 berücksichtigt; der Wert der verbleibenden VVe wird näherungsweise ermittelt (s. Text)								
- Nettoverschuldung**	1.600	** Verbindlichkeiten ggü. Riemser (Rückkauf des Dentalbereichs) sind in den Investitionen erfasst;								
<b>= Wert des Eigenkapitals</b>	<b>11.274</b>									
Anzahl ausstehende Aktien (nach KE)	21.321									
<b>Fairer Wert pro Aktie</b>	<b>0,53</b>									

Quelle: BankM Research (e)

### Modellannahmen

Quelle	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV	
Risikofreier Zins*	Bloomberg	-0,54%	-0,63%	-0,64%	-0,60%	-0,52%	-0,48%	-0,40%	-0,31%	0,322%
Erwartete Marktrendite - MSCI World	Bloomberg / KPMG	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%
Marktrisikoprämie		9,86%	9,96%	9,96%	9,93%	9,84%	9,80%	9,72%	9,64%	9,00%
Sektor Beta (Daxsubsec. Pharmaceut. vs. MSCI World); de-/relevered	Bloomberg	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<b>Eigenkapitalkosten</b>		<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,32%</b>
Gewichtung nach Marktwerten		89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
<b>Fremdkapitalkosten</b>		<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>
Gewichtung nach Marktwerten		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Tax Shield		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>WACC</b>		<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,54%</b>	<b>11,38%</b>

\* Spot Rate laufzeitkongruenter Deutscher Staatsanleihen; TV: 20-jährige; Daten vom 27.5.2019, 11:20

Quelle: BankM Research (e)

### Sensitivitätsanalyse

		WACC im Terminal Value						
		9,00%	10,00%	11,00%	11,38%	12,00%	13,00%	14,00%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	0,62	0,55	0,49	0,47	0,44	0,41	0,37
	1,50%	0,66	0,58	0,52	0,50	0,47	0,43	0,39
	<b>2,00%</b>	0,71	0,62	0,55	<b>0,53</b>	0,50	0,45	0,41
	2,50%	0,77	0,67	0,59	0,56	0,52	0,47	0,43
	3,00%	0,84	0,72	0,63	0,60	0,56	0,50	0,45

		EBIT-Marge im Terminal Value						
		17,50%	18,00%	18,50%	20,33%	19,50%	20,00%	20,50%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	0,41	0,42	0,43	0,47	0,45	0,46	0,48
	1,50%	0,43	0,44	0,45	0,50	0,48	0,49	0,50
	2,00%	0,46	0,47	0,48	<b>0,53</b>	0,51	0,52	0,53
	2,50%	0,48	0,50	0,51	0,56	0,54	0,55	0,57
	3,00%	0,52	0,53	0,55	0,60	0,58	0,59	0,60

Quelle: BankM Research

## Tabellenanhang

### Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e	5y - CAGR (%) 2017 -2022
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>6.795</b>	<b>5.842</b>	<b>6.800</b>	<b>8.160</b>	<b>9.792</b>	<b>11.261</b>	
<i>Wachstumsrate in %</i>	4,5	-14,0	16,4	20,0	20,0	15,0	10,6
Bestandsveränderungen	120	-332	0	0	0	0	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>6.915</b>	<b>5.510</b>	<b>6.800</b>	<b>8.160</b>	<b>9.792</b>	<b>11.261</b>	10,2
Materialaufwand	2.555	2.379	2.448	2.856	3.427	3.941	
<i>% vom Umsatz</i>	37,6	45,5	36,0	35,0	35,0	35,0	
<b>Rohergebnis</b>	<b>4.360</b>	<b>3.131</b>	<b>4.352</b>	<b>5.304</b>	<b>6.365</b>	<b>7.320</b>	10,9
Sonst. betr. Erträge	202	556	746	250	250	250	
<i>% vom Umsatz</i>	3,0	9,5	11,0	3,1	2,6	2,2	
Personalaufwand	3.339	3.639	3.650	3.723	3.797	3.873	
<i>% vom Umsatz</i>	48,3	66,0	53,7	45,6	38,8	34,4	
Sonstige betr. Aufwend.	3.440	3.884	3.500	3.500	3.500	3.500	
<i>% vom Umsatz</i>	50,6	66,5	51,5	42,9	35,7	31,1	
<b>EBITDA</b>	<b>-2.217</b>	<b>-3.836</b>	<b>-2.052</b>	<b>-1.669</b>	<b>-683</b>	<b>196</b>	n.a.
Abschreibungen	620	948	598	508	467	434	
<b>EBIT</b>	<b>-2.837</b>	<b>-4.784</b>	<b>-2.650</b>	<b>-2.177</b>	<b>-1.150</b>	<b>-238</b>	n.a.
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	
Zinsaufwendungen	375	109	0	0	285	95	
<b>EBT</b>	<b>-3.212</b>	<b>-4.893</b>	<b>-2.650</b>	<b>-2.177</b>	<b>-1.435</b>	<b>-333</b>	n.a.
Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	786	488	0	0	0	0	
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-3.998</b>	<b>-5.381</b>	<b>-2.650</b>	<b>-2.177</b>	<b>-1.435</b>	<b>-333</b>	n.a.
Anpassungen	0	0	0	0	0	0	
<b>Bereinigtes Konzernergebnis</b>	<b>-3.998</b>	<b>-5.381</b>	<b>-2.650</b>	<b>-2.177</b>	<b>-1.435</b>	<b>-333</b>	n.a.
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	11.019	16.376	19.852	21.321	21.321	21.321	
Ergebnis / Aktie (EPS)	-0,36	-0,33	-0,13	-0,10	-0,07	-0,02	

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

### GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
Rohertragsmarge	64,2	53,6	64,0	65,0	65,0	65,0
EBITDA-Marge	-32,6	-65,7	-30,2	-20,5	-7,0	1,7
EBIT-Marge	-41,8	-81,9	-39,0	-26,7	-11,7	-2,1
EBT-Marge	-47,3	-83,8	-39,0	-26,7	-14,7	-3,0
Nettomarge	-58,8	-92,1	-39,0	-26,7	-14,7	-3,0

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-3.998</b>	<b>-5.381</b>	<b>-2.650</b>	<b>-2.177</b>	<b>-1.435</b>	<b>-333</b>
+ Abschreibung & Wertminderungen	620	641	598	508	467	434
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-12	-34	5	5	5	5
<b>= Cash Earnings</b>	<b>-3.390</b>	<b>-4.774</b>	<b>-2.047</b>	<b>-1.664</b>	<b>-962</b>	<b>107</b>
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-361	235	-1.603	-195	-224	-101
+ Finanzergebnis	95	109	0	0	285	95
+ Sonstiges	182	89	-411	85	85	85
- latente Steuern	-200	-469	0	0	0	0
<b>= Operativer Cash Flow</b>	<b>-2.552</b>	<b>-4.342</b>	<b>-855</b>	<b>-1.384</b>	<b>-369</b>	<b>388</b>
- Investitionen in Anlagevermögen	514	321	130	130	130	130
- Zahlungen an Riemser	600	270	935	0	0	0
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-3.666</b>	<b>-4.933</b>	<b>-1.920</b>	<b>-1.514</b>	<b>-499</b>	<b>258</b>
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	4.804	2.887	3.085	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2	-109	-572	0	0	0
+ Wandelschuldverschreibung	0	0	1.900	0	0	0
- Sonstiges	95	7	300	0	285	95
<b>Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)</b>	<b>1.041</b>	<b>-2.162</b>	<b>2.193</b>	<b>-1.514</b>	<b>-784</b>	<b>163</b>

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>6.897</b>	<b>6.026</b>	<b>5.558</b>	<b>5.180</b>	<b>4.843</b>	<b>4.539</b>
Sachanlagen	1.012	833	659	585	533	477
Immaterielle Vermögenswerte	1.550	1.595	1.487	1.368	1.270	1.208
Firmenwert	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776
Kundenstamm	1.008	822	636	450	264	78
Latente Steuern	550	0	0	0	0	0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>7.652</b>	<b>5.233</b>	<b>5.757</b>	<b>4.209</b>	<b>3.393</b>	<b>3.628</b>
Vorräte	2.469	1.993	1.300	1.365	1.433	1.505
Forderungen	2.632	2.444	1.800	1.700	1.600	1.600
Barmittel	2.286	464	2.657	1.144	360	523
Sonstiges Umlaufvermögen	265	332	0	0	0	0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>14.548</b>	<b>11.259</b>	<b>11.315</b>	<b>9.389</b>	<b>8.236</b>	<b>8.166</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>9.941</b>	<b>7.521</b>	<b>8.041</b>	<b>5.949</b>	<b>4.599</b>	<b>4.351</b>
Gezeichnetes Kapital	15.569	18.382	21.321	21.321	21.321	21.321
Kapitalrücklagen (inkl. Optionen)	8.377	8.541	8.773	8.858	8.943	9.028
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	-14.005	-19.402	-22.052	-24.229	-25.664	-25.997
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>4.607</b>	<b>3.738</b>	<b>3.274</b>	<b>3.439</b>	<b>3.637</b>	<b>3.815</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1.033</b>	<b>569</b>	<b>2.474</b>	<b>2.479</b>	<b>2.485</b>	<b>2.490</b>
Rückstellungen	568	534	539	544	550	555
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	294	255	260	265	271	276
Wandelschuldverschreibung	0	0	1.900	1.900	1.900	1.900
andere langfristige Verbindl.	465	35	35	35	35	35
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>3.574</b>	<b>3.169</b>	<b>800</b>	<b>960</b>	<b>1.152</b>	<b>1.325</b>
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	1.055	866	800	960	1.152	1.325
Bankverbindlichkeiten	265	572	0	0	0	0
Rückstellungen	998	496	0	0	0	0
andere kurzfristige Verbindl.	1.256	1.235	0	0	0	0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>14.548</b>	<b>11.259</b>	<b>11.315</b>	<b>9.389</b>	<b>8.236</b>	<b>8.166</b>

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2017a	2018a	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>47,40</b>	<b>53,52</b>	<b>49,12</b>	<b>55,17</b>	<b>58,80</b>	<b>55,58</b>
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>52,60</b>	<b>46,48</b>	<b>50,88</b>	<b>44,83</b>	<b>41,20</b>	<b>44,42</b>
Vorräte	16,97	17,70	11,49	14,54	17,40	18,43
Forderungen	18,09	21,71	15,91	18,11	19,43	19,59
Liquide Mittel	15,71	4,12	23,49	12,18	4,37	6,40
<b>Eigenkapital</b>	<b>68,33</b>	<b>66,80</b>	<b>71,06</b>	<b>63,37</b>	<b>55,85</b>	<b>53,28</b>
Langfristige Verbindlichkeiten	7,10	5,05	21,87	26,41	30,17	30,49
kurzfristige Verbindlichkeiten	24,57	28,15	7,07	10,23	13,99	16,22
ges. Verbindlichkeiten	31,67	33,20	28,94	36,63	44,15	46,71

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

**MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.**

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: flatex Bank AG (flatex), Frankfurt.**

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst.**

Die flatex Bank unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die curasan AG.

**Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:**

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker, CEFA	28. Mai 2018	Kaufen	€ 1,33
Dr. Roger Becker, CEFA	28. August 2018	Kaufen	€ 1,20
Dr. Roger Becker, CEFA	30. Oktober 2018	Halten	€ 0,77
Dr. Roger Becker, CEFA	5. Februar 2019	Halten	€ 0,54

### II. Zusätzliche Angaben:

#### 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltliche Änderungen.

#### 2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**HALTEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

#### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

27.5.2019

#### 4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 24.5.2019

#### 5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der flatex Bank, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der flatex Bank und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der flatex Bank durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

3. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

4. Aktuelle Angaben gemäß Deligierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Verbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2019 BankM - Repräsentanz der flatex Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

flatex Bank AG, Rotfeder-Ring 7, 60327 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.