

Kaufen**Kursziel:** 16,50 €

Kurs: 13,50 €

31.03.06

09:02 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 18,00 €Letzte Analyse:
08.11.2005

S&P-Rating: n.a.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:
3,3 Mio.Marktkapitalisierung:
43,88 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,09 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:
IFRS

Kalender:

Analystenkonferenz
am 04.04.2006

Dividende 06e: 0,20 €

ISIN: DE0005659700

Bloomberg: EUZ GY

Reuters: EUZG.DE

Dr. Alexander Burger

Dr. oec., Diplom-Volkswirt

Investmentanalyst

Tel. +49 7 11 1 27-7 40 29

alexander.burger@LBBW.de

Equity ResearchLandesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgartwww.LBBW.de**Eckert & Ziegler**

31.03.2006

Anlass: Jahresabschluss 2005

Das Pflänzchen reift langsam, braucht aber noch Pflege

EUZ hat mit seinem 2005er-Abschluss seine ursprünglichen Ziele voll erreicht. Für 2006 stehen Belastungen in Form einer klinischen Studie für das Rheumamedikament SpondylAT an, außerdem soll die Akquisitionsstrategie gelegentlichsgetrieben fortgeführt werden. Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Prognosen umfassend überarbeitet und unsere Bewertung angepasst. Wir senken unser Kursziel auf 16,50 €, behalten aber unsere Empfehlung, die EUZ zu kaufen, bei.

| Aktienkennzahlen | Gewinn je Aktie | | KUV | EV/EBITDA | KGV |
|------------------|-----------------|-------------|-----|-----------|------|
| | neu € | bisher € | | | |
| 2005 | 0,51 | 0,40 | 1,0 | 7,2 | 26,3 |
| 2006e | 0,57 | 0,70 | 0,9 | 6,3 | 23,9 |
| 2007e | 0,86 | 0,81 | 0,7 | 5,1 | 15,7 |
| 2008e | 1,15 | - | 0,7 | 4,3 | 11,7 |

| Unternehmenszahlen | Umsatz | EBITDA | EBIT | EBIT-Marge | Nettoergebnis |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|---------------|
| | Mio. € | Mio. € | Mio. € | | Mio. € |
| 2005 | 41,8 | 6,4 | 2,5 | 6,1 % | 1,6 |
| 2006e | 50,2 | 7,4 | 3,3 | 6,5 % | 1,8 |
| 2007e | 60,2 | 9,1 | 4,8 | 8,0 % | 2,7 |
| 2008e | 66,2 | 10,8 | 6,3 | 9,5 % | 3,6 |

| | 2005 | 2004 | Veränderung | 2005 LBBWe | Abweichung |
|------------------------|------|------|-------------|---------------|------------|
| Umsatz (Mio. €) | 41,8 | 35,5 | 17,6 % | 42,3 | -1,2 % |
| EBIT (Mio. €) | 2,5 | 3,4 | 46,2 % | 2,7 | -6,1 % |
| Nettoergebnis (Mio. €) | 1,6 | 3,3 | 100,0 % | 1,4 | 13,6 % |
| Gewinn je Aktie (€) | 0,51 | 1,08 | -52,6 % | 0,40 | 28,1 % |

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

- Die deutliche Abweichung im Gewinn je Aktie zu unseren Schätzungen erklärt sich dadurch, dass die Vorlaufverluste aus den Akquisitionen in höherem Masse zu Steuerminderungen geführt haben als von uns erwartet. Zudem hält EUZ nach wie vor noch ca. 0,1 Mio. eigene Anteile, was bei der geringen Aktienzahl ebenfalls einen Teil der Abweichung erklärt. Das Vorjahr 2004 war durch positive Sondereffekte (Entkonsolidierung der NEMOD geprägt, so dass ein direkter Vergleich nicht sinnvoll erscheint.

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.

Keine Multiplikatorbewertung

Bewertung

Multiplikatorbewertung

- Wir verzichten nach wie vor aus den bekannten Gründen bei EUZ auf eine Multiplikatorbewertung. Die Datenlage bei potenziellen Peers hat sich noch mehr verschlechtert, nachdem IBT im vergangenen Jahr von der nicht börsennotierten CurieMed akquiriert wurde.

Discounted Cashflow-Bewertung

- Unser DCF-Modell geht von folgenden Grundannahmen aus:

DCF-Modell - Annahmen

| | |
|-----------------------------------|--------|
| Risikoloser Zins | 3,7 % |
| Marktrisikoprämie Aktien | 5,5 % |
| Beta-Faktor | 1,60 |
| Eigenkapitalkosten | 12,5 % |
| Fremdkapitalkosten (nach Steuern) | 3,7 % |
| Ziel-Eigenkapitalquote | 60,0 % |
| WACC | 9,0 % |
| Wachstumsrate der ewigen Rente | 1,0 % |

Quelle: LBBW

Konservative Ansätze in der Werttreiberphase

- Gegenüber unserer letzten Analyse haben wir den risikolosen Zins und die Marktrisikoprämie den aktuellen Gegebenheiten angepasst.
- Unsere Prognosen für EUZ haben wir umfassend überarbeitet. In der auf Werttreiber gestützten Phase unseres DCF-Modells haben wir sehr konservative Ansätze gewählt, so dass wir bei der Ermittlung des Kursziels auf den bisher verwendeten Abschlag von 25 % verzichten können.
- Die aktuelle DCF-Kalkulation stellt sich wie folgt dar:

| Free Cashflow (Mio. €) | 2006e | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 50,2 | 60,2 | 66,2 | 70,8 | 75,1 | 80,3 | 86,0 | 92,0 | 98,4 | 105,3 |
| <i>Wachstum (yoy)</i> | <i>20,0 %</i> | <i>20,0 %</i> | <i>10,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>6,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> |
| EBIT | 3,3 | 4,8 | 6,3 | 7,8 | 9,4 | 8,0 | 8,6 | 9,2 | 9,8 | 10,5 |
| <i>EBIT-Marge</i> | <i>6,5 %</i> | <i>8,0 %</i> | <i>9,5 %</i> | <i>11,0 %</i> | <i>12,5 %</i> | <i>10,0 %</i> | <i>10,0 %</i> | <i>10,0 %</i> | <i>10,0 %</i> | <i>10,0 %</i> |
| Steuern | 1,1 | 1,8 | 2,4 | 3,0 | 3,6 | 3,2 | 3,4 | 3,7 | 3,9 | 4,2 |
| <i>Steuerquote</i> | <i>39,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> | <i>40,0 %</i> |
| Abschreibungen | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,8 | 5,0 | 5,6 | 6,0 | 6,4 | 6,9 | 7,4 |
| <i>vom Umsatz</i> | <i>8,2 %</i> | <i>7,2 %</i> | <i>6,9 %</i> | <i>6,7 %</i> | <i>6,7 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> |
| Rückstellungen | 3,6 | 3,9 | 4,3 | 4,7 | 5,2 | 8,8 | 9,5 | 10,1 | 10,8 | 11,6 |
| <i>vom Umsatz</i> | <i>7,1 %</i> | <i>6,5 %</i> | <i>6,5 %</i> | <i>6,7 %</i> | <i>6,9 %</i> | <i>11,0 %</i> | <i>11,0 %</i> | <i>11,0 %</i> | <i>11,0 %</i> | <i>11,0 %</i> |
| Delta Rückstellungen | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 3,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 |
| Operativer Cashflow | 6,6 | 7,7 | 8,9 | 10,0 | 11,3 | 14,1 | 11,8 | 12,6 | 13,5 | 14,4 |
| Investitionen in SA | 3,3 | 3,6 | 4,0 | 4,4 | 4,8 | 5,6 | 6,0 | 6,4 | 6,9 | 7,4 |
| <i>vom Umsatz</i> | <i>6,6 %</i> | <i>6,0 %</i> | <i>6,0 %</i> | <i>6,2 %</i> | <i>6,4 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> | <i>7,0 %</i> |
| Working Capital | 14,1 | 15,1 | 16,4 | 17,9 | 19,5 | 20,1 | 21,5 | 23,0 | 24,6 | 26,3 |
| <i>vom Umsatz</i> | <i>28,1 %</i> | <i>25,1 %</i> | <i>24,8 %</i> | <i>25,2 %</i> | <i>25,9 %</i> | <i>25,0 %</i> | <i>25,0 %</i> | <i>25,0 %</i> | <i>25,0 %</i> | <i>25,0 %</i> |
| Delta Working Capital | 2,7 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 0,6 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| Free Cashflow | 0,6 | 3,1 | 3,5 | 4,2 | 4,8 | 7,8 | 4,4 | 4,7 | 5,0 | 5,4 |

Quelle: LBBW

- Diese Planung sowie eine unterstellte finale Wachstumsrate von 1,0 % führen zu einem fairen Wert je Aktie von 16,57 €.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

| | |
|--|---------------|
| Barwert der Free Cashflows Planjahre | 27,8 |
| Barwert der ewigen Rente | 29,2 |
| Enterprise Value | 57,0 |
| <i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i> | <i>51,2 %</i> |
| Nettofinanzverschuldung | 5,4 |
| Anteile Dritter | 0,1 |
| Pensionsrückstellungen | 0,1 |
| Fairer Wert | 51,4 |
| Aktienanzahl (Mio.) | 3,1 |
| Fairer Wert je Aktie (€) | 16,57 |

Quelle: LBBW

- Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse:

Sensitivitätsanalyse

| Wert je Aktie (€) | | Diskontierungszins | | |
|---------------------------|-------|--------------------|--------------|--------|
| | | 8,0 % | 9,0 % | 10,0 % |
| | 0,0 % | 16,97 | 15,52 | 14,31 |
| Wachstum der ewigen Rente | 1,0 % | 18,31 | 16,57 | 15,15 |
| | 2,0 % | 20,11 | 17,92 | 16,20 |

Quelle: LBBW

**Anpassung unserer
Prognosen**

**Kaufen mit Kursziel
16,50 €**

Empfehlung

- EUZ hat seine für 2005 geplanten Ziele weitgehend erreicht. Die vorgeschlagene Dividende von 0,15 € entspricht voll unseren Erwartungen.
- Wir haben unsere Ergebnisprognosen vor dem Hintergrund zu erwartender Belastungen durch eine klinische Prüfung des Rheumamedikaments SpondylAT für 2006 gesenkt. Im Umsatz und für die Folgejahre haben wir gegenüber unserer letzten Analyse deutlich positivere Schätzungen als bisher eingearbeitet.
- Wir lehnen unser neues Kursziel von 16,50 € eng an den errechneten fairen Wert von 16,57 € an und empfehlen die Aktie der EUZ weiterhin zum Kauf.

| Gewinn- und Verlustrechnung | 2004 | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mio. € | | | | | |
| Umsatz | 35,5 | 41,8 | 50,2 | 60,2 | 66,2 |
| Herstellungskosten | -19,2 | -23,3 | -27,1 | -31,9 | -34,4 |
| Bruttoergebnis | 16,3 | 18,5 | 23,1 | 28,3 | 31,8 |
| <i>Marge</i> | <i>45,9%</i> | <i>44,2%</i> | <i>46,0%</i> | <i>47,0%</i> | <i>48,0%</i> |
| Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen | -0,4 | -0,5 | -1,8 | -1,8 | -1,8 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -12,5 | -16,2 | -18,1 | -21,7 | -23,7 |
| Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 7,2 | 6,4 | 7,4 | 9,1 | 10,8 |
| <i>Marge</i> | <i>20,2%</i> | <i>15,4%</i> | <i>14,7%</i> | <i>15,2%</i> | <i>16,4%</i> |
| Abschreibungen | -3,7 | -3,9 | -4,1 | -4,3 | -4,5 |
| EBIT | 3,4 | 2,5 | 3,3 | 4,8 | 6,3 |
| <i>Marge</i> | <i>9,7%</i> | <i>6,1%</i> | <i>6,5%</i> | <i>8,0%</i> | <i>9,5%</i> |
| Finanzergebnis | 0,2 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,3 |
| Ergebnis vor Steuern | 3,6 | 2,2 | 2,9 | 4,5 | 5,9 |
| <i>Marge</i> | <i>10,2%</i> | <i>5,3%</i> | <i>5,7%</i> | <i>7,4%</i> | <i>9,0%</i> |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -1,3 | -0,7 | -1,1 | -1,8 | -2,4 |
| Ergebnis nach Steuern | 2,3 | 1,5 | 1,8 | 2,7 | 3,6 |
| <i>Marge</i> | <i>6,5%</i> | <i>3,6%</i> | <i>3,5%</i> | <i>4,4%</i> | <i>5,4%</i> |
| Sondereinflüsse | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 |
| Minderheiten | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | 3,3 | 1,6 | 1,8 | 2,7 | 3,6 |
| <i>Marge</i> | <i>9,4%</i> | <i>3,8%</i> | <i>3,5%</i> | <i>4,4%</i> | <i>5,4%</i> |
| Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€) | 0,72 | 0,51 | 0,57 | 0,86 | 1,15 |
| Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€) | 1,11 | 0,48 | 0,57 | 0,86 | 1,15 |
| Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€) | 0,75 | 0,48 | 0,57 | 0,86 | 1,15 |
| Gewinn je Aktie (€) | 1,08 | 0,51 | 0,57 | 0,86 | 1,15 |

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

| Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW | | |
|---|--------|-----------|
| Kaufen | Halten | Verkaufen |
| 43,0 % | 43,0 % | 13,9 % |

Ratingänderungen der letzten 12 Monate: keine

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben und die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen.