

Kaufen

Kursziel: 16,50 €

Kurs: 14,45 €

08.05.06

17:30 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 16,50 €Letzte Analyse:
31.03.2006

S&P-Rating: n.a.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:
3,25 Mio.Marktkapitalisierung:
47,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,09 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:
IFRSKalender:
Hauptversammlung am
30.05.2006

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 Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgartwww.LBBW.de

Eckert & Ziegler

09.05.2006

Anlass: Telefonkonferenz zum Q1 2006

Erfreuliches Q1

Eckert & Ziegler (EUZ) konnten sehr erfreuliche Q1-Zahlen vorlegen, die unsere Erwartungen in allen Punkten übertroffen haben. Allerdings sehen wir im Laufe des Jahres höhere F&E-Aufwendungen für die Zulassung von SpondylAT auf EUZ zukommen, so dass wir uns mit unseren Schätzungen für das Gesamtjahr nach wie vor auf der sicheren Seite sehen. Wir belassen unsere Prognose, unser Rating und unser Kursziel unverändert.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2005	0,51	-	1,1	7,7	28,2
2006e	0,57	0,57	0,9	6,7	25,5
2007e	0,86	0,86	0,8	5,4	16,8
2008e	1,15	1,15	0,7	4,6	12,6

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

- Die Umsatzentwicklung von 8,6 Mio. € auf 11,3 Mio. € überraschte uns positiv. Hier schlugen sich offenbar die Neuaquisitionen in höherem Maße als von uns erwartet nieder.
- Auf der Ergebnisebene führte der durch die Akquisitionen verbesserte Produktmix zu einer deutlich erhöhten Bruttomarge von 45,7 %, die unsere Erwartungen einer Bruttomarge von 43,5 % klar übertroffen hat.
- Die F&E-Kosten von 0,1 Mio. €, die EUZ im ersten Quartal 2006 verbuchte, lagen nur bei knapp einem Viertel der von uns erwarteten. Wir waren davon ausgegangen, dass die Aufwendungen durch die Zulassungsbemühungen für SpondylAT steigen würden. Dieser Effekt verschiebt sich nun offenbar in spätere Quartale, wird aber unseres Erachtens nicht vermeidbar sein und liegt nach den Angaben des Managements in 2006 bei etwa 1,0 Mio. €.
- Positiv anzumerken sind auch die bilanziellen Entwicklungen. Die Forderungen aus LuL und die Vorräte konnten reduziert werden, bei den Verbindlichkeiten wurde weiter kurz- gegen langfristig umgeschichtet. Das Management der EUZ bezeichnet diese Entwicklungen als weitgehend nachhaltig, nachdem die Steuerung des Nettoumlaufvermögens auch die Bonusvereinbarungen der verantwortlichen Mitarbeiter eingeflossen sind.

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

Mio. €	Q1 2005	Q1 2006e	Q1 2006
Umsatz	8,6	10,5	11,3
y-o-y		22,8 %	31,6 %
Bruttoergebnis	3,4	4,6	5,2
y-o-y		36,3 %	53,3 %
<i>Bruttomarge</i>	<i>39,2 %</i>	<i>43,5 %</i>	<i>45,7 %</i>
EBITDA	1,3	1,0	2,1
y-o-y		-19,6 %	65,9 %
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>15,0 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>19,0 %</i>
EBIT	0,4	0,0	1,0
y-o-y		-98,3 %	145,1 %
<i>EBIT-Marge</i>	<i>4,9 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>9,1 %</i>
Nettoergebnis	0,5	0,0	0,7
y-o-y		-108,4 %	40,1 %
<i>Umsatzrendite</i>	-	<i>neg.</i>	<i>5,8 %</i>
Gewinn je Aktie (€)	0,15	-0,01	0,21

Quelle: Eckert & Ziegler AG

- Bei dem Vergleich mit dem Q1 2005 ist zu beachten, dass die Vorjahreszahlen auf IFRS angepasst wurden, so dass sich hier leichte Abweichungen zur Berichterstattung im Q1 2005 ergeben.

Empfehlung

- EUZ gibt einen Ausblick auf das Gesamtjahr mit einem erwarteten Umsatz von 50 Mio. €, was mit unseren Schätzungen konform geht. Beim Gewinn je Aktie erwartet EUZ eine Größenordnung von 0,75 €, wir sind hierbei mit 0,57 € deutlich konservativer. Hintergrund ist für uns zum einen das Bekenntnis des Vorstands, opportunitätsgetrieben seine Akquisitionsstrategie weiter führen zu wollen. Zum anderen besteht unseres Erachtens das Risiko, dass die Anforderungen des BfArm für die Zulassung von SpondylAT strenger ausfallen als bisher erwartet, so dass möglicherweise höhere Aufwendungen zu tätigen sind.
- Wir sehen derzeit keinen Anlass, unsere Prognosen, unser Rating oder unser Kursziel zu ändern und empfehlen die Aktie der EUZ weiterhin mit Kursziel 16,50 € zum Kauf.

EUZ-Ausblick im Umsatz auf unserem Niveau, im Ergebnis optimistisch

Kaufen mit Kursziel 16,50 €

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
41,4 %	44,8 %	13,8 %

Ratingänderungen der letzten 12 Monate

Datum	Rating
--------------	---------------

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.