

**Kaufen****Kursziel:** 19,50 €

Kurs: 11,95 €

07.08.06

17:30 h

Letztes Rating/ Kursz.:  
Kaufen / 16,50 €Letzte Analyse:  
09.05.2006

S&amp;P-Rating: n.a.

Medizintechnik

Anzahl Aktien:  
3,3 Mio.Marktkapitalisierung:  
38,8 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,09 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:  
IFRSKalender: Quartals-  
bericht am 07.11.2006

Dividende 06e: 0,20 €

ISIN: DE0005659700

Bloomberg: EUZ GY

Reuters: EUZG.DE

**Dr. Alexander Burger**

Dr. oec., Diplom-Volkswirt

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-74029

alexander.a.burger@LBBW.de

**Equity Research**Landesbank Baden-  
Württemberg  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart[www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)**Eckert & Ziegler**

08.08.2006

Anlass: Q2-Finanzzahlenkommentierung

**Stammgeschäft erweist sich als Cash cow**

Im Umsatz lag EUZ im Q2 leicht unter unseren Erwartungen; hier haben wir aus den Akquisitionen einen stärkeren Umsatzschub erwartet. Auf der Ergebnisebene konnte EUZ allerdings unsere Erwartungen toppen. Hierzu trugen allerdings auch zeitliche Verzögerungen bei dem Hoffnungsträger SpondylAT bei. Die geringeren Aufwendungen führen zu einer Anhebung der Unternehmensprognose für den Gewinn je Aktie auf über 0,70 €. Wir haben unsere Prognosen ebenfalls überarbeitet, behalten unsere Kaufempfehlung bei und erhöhen unser Kursziel von 16,50 € auf 19,50 €.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	0,51	-	0,9	6,4	23,3
2006e	0,76	0,57	0,8	4,8	15,7
2007e	0,91	0,86	0,6	4,1	13,2
2008e	1,15	1,15	0,6	3,6	10,4

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	8,6	4,1	8,2 %	2,4
2007e	60,2	10,1	5,5	9,1 %	2,9
2008e	68,3	11,5	6,6	9,6 %	3,6

- Der Bereich Nuklearmedizin und Industrie, das eigentliche Stammgeschäft der EUZ erwies sich als Cash cow. Bei einem Umsatzplus von 15,7 % auf 12,4 Mio. € erreichte der Bereich eine Umsatzrendite von 10,9 % (vor Minderheiten).
- Das Therapiegeschäft zeigte sich eher enttäuschend schwach. Das Umsatzplus lag hier lediglich bei 6,5 % auf 8,8 Mio. € und die Umsatzrendite bei 3,8 % (vor Minderheiten).
- Der Bereich Radiopharmazie existierte in dieser Form im Vorjahresquartal noch nicht. Erfreulich ist jedoch aus unserer Sicht, dass auch dieser Bereich trotz der Integrationsaufwendungen mit einer positiven Null (vor Minderheiten) abschließen konnte.
- Die Verzögerungen bei den Diskussionen mit dem BfArm über die Phase III-Studie für SpondylAT bringen zunächst Kostenersparnisse mit sich, welche das Unternehmen zu einer Anhebung seiner Ergebnisprognose veranlasst hat.

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

## Bewertung

### Multiplikatorbewertung

- Wir verzichten nach wie vor aus den bekannten Gründen (vor allem schlechte Datenlage bei den Konkurrenten) auf eine Multiplikatorbewertung.

### Discounted Cashflow-Bewertung

#### DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	3,9 %
Marktrisikoprämie Aktien	5,9 %
Beta-Faktor	1,60
Eigenkapitalkosten	13,3 %
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,8 %
Ziel-Eigenkapitalquote	60,0 %
WACC	9,5 %
Wachstumsrate der ewigen Rente	1,0 %

Quelle: LBBW

- Wir haben unsere Prognosen für EUZ überarbeitet und in unserem DCF-Modell den risikofreien Zins und die Marktrisikoprämie den aktuellen Gegebenheiten angepasst.
- Das daraus abgeleitete DCF-Modell mit einer fünfjährigen Detail- und einer fünfjährigen auf Wachstumstreiber gestützten Planung stellt sich wie folgt dar:

Free Cashflow (Mio. €)	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>50,2</b>	<b>60,2</b>	<b>68,3</b>	<b>73,1</b>	<b>77,5</b>	<b>82,1</b>	<b>87,0</b>	<b>92,3</b>	<b>97,8</b>	<b>103,7</b>
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>20,0 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>8,2 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>9,5 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>12,5 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>12,0 %</i>
<b>Steuern</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>
<i>Steuerquote</i>	<i>29,3 %</i>	<i>37,2 %</i>	<i>36,9 %</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>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>
<i>vom Umsatz</i>	<i>8,9 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,0 %</i>
<b>Rückstellungen</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>
<i>vom Umsatz</i>	<i>6,0 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>
<b>Delta Rückstellungen</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>7,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,4</b>	<b>14,2</b>	<b>15,1</b>
<b>Investitionen in SA</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>
<i>vom Umsatz</i>	<i>6,6 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,0 %</i>
<b>Working Capital</b>	<b>12,2</b>	<b>15,1</b>	<b>16,4</b>	<b>17,8</b>	<b>19,4</b>	<b>20,5</b>	<b>21,8</b>	<b>23,1</b>	<b>24,5</b>	<b>25,9</b>
<i>vom Umsatz</i>	<i>24,3 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>24,0 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>25,0 %</i>
<b>Delta Working Capital</b>	<b>0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>

Quelle: LBBW

- Unter Berücksichtigung einer unterstellten ewigen Wachstumsrate von 1,0 % errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 19,87 €.

#### Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert der Free Cashflows Planjahre	32,1
Barwert der ewigen Rente	36,0
<b>Enterprise Value</b>	<b>68,1</b>
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>52,9 %</i>
Nettofinanzverschuldung	3,1
Anteile Dritter	0,3
Pensionsrückstellungen	0,2
<b>Fairer Wert</b>	<b>64,6</b>
Aktienanzahl (Mio.)	3,3
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>19,87</b>

Quelle: LBBW

- Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse, die zu folgendem Ergebnis führt.

#### Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie (€)		Diskontierungszins		
		8,5 %	9,5 %	10,5 %
	0,0 %	20,32	18,71	17,34
<b>Wachstum der ewigen Rente</b>	1,0 %	21,79	<b>19,87</b>	18,28
	2,0 %	23,71	21,34	19,44

Quelle: LBBW

## Empfehlung

- Aus unserer Sicht ist der aus dem DCF-Modell errechnete faire Wert gut geeignet, um ein neues Kursziel daran anzulehnen.
- Wir erhöhen unser Kursziel von 16,50 € auf 19,50 € und bekräftigen unsere Empfehlung, die Aktie der EUZ zu kaufen.

**Kaufen mit Kursziel  
19,50 €**

**Negative Umsatz-  
überraschung**

**Kostenseite gut im  
Griff**

## Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

- Die Umsatzentwicklung im zweiten Quartal bzw. im ersten Halbjahr hat uns negativ überrascht. Nachdem im Q1 noch ein Umsatzplus von 31,6 % erreicht werden konnte, lag die Vergleichsgröße im Q2 nur noch bei 16,2 %. Hier hatten wir aus den Akquisitionen und dem Therapiebereich ein kräftigeres Wachstum erwartet.
- Auf der Ergebnisebene zeigte sich jedoch, dass EUZ trotz der Integrationsanstrengungen die Kostenseite gut im Griff hat, denn unsere Erwartungen wurden hier klar übertroffen. Allerdings ist dazu anzumerken, dass wir im Q2 von höheren F&E-Aufwendungen ausgegangen waren. Hier kam es zu zeitlichen Verzögerungen bei den Gesprächen mit dem BfArm über eine

**SpondylAT verzögert sich****Höhere Ergebnisprognose****EUZ hält am Bereich Therapie fest****Phase III-Studie für SpondylAT****Design noch unklar****Fördermittel möglich****Start der Phase III nicht vor 2007**

Phase III-Studie für das Medikament SpondylAT gegen Morbus Bechterew. Dadurch fielen die geplanten Kosten für eine entsprechende klinische Prüfung noch nicht an. EUZ sah sich auf dieser Grundlage zu einer Anhebung der Unternehmensprognose für den Gewinn je Aktie veranlasst: Statt eines Zielkorridors zwischen 0,50 und 0,70 € wird nun ein Gewinn je Aktie von über 0,70 € erwartet. Wir haben diese Entwicklung auch in unseren eigenen Prognosen verarbeitet.

**Ausblick**

- Auch wenn die Umsatz- und Ertragsentwicklung im Bereich Nuklearmedizin und Industrie besonders hervorsticht und Therapie eher enttäuschend erscheint, hält EUZ dennoch klar am Therapiesegment fest. Grund dafür ist nach Unternehmensangaben die hohe Bruttomarge, die bei entsprechend steigenden Fall- bzw. Umsatzzahlen auch in eine höhere Umsatzrendite umgesetzt werden soll.
- Die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Medikamentenkandidaten SpondylAT bleiben spannend:
  - Nach dem aktuellen Stand der Diskussion mit dem BfArm wird auf jeden Fall eine komplette Phase III-Studie durchgeführt werden müssen.
  - Die derzeitigen Diskussionen drehen sich vor allem um das Design der Studie. Während EUZ SpondylAT gerne gegen ein Placebo testen möchte, besteht das BfArm derzeit auf einer vergleichenden Studie gegen TNF-Inhibitoren, was eine Studie mit 150 Patienten um ca. vier Millionen € verteuern würde.
  - Allerdings stünde in diesem Fall schon die Politik Gewehr bei Fuß: Laut EUZ gäbe es in diesem Fall die Möglichkeit, einen großen Teil der klinischen Entwicklungskosten über Fördergelder zu finanzieren.
  - Der nächste Gesprächstermin der EUZ mit dem BfArm ist Ende August; nach Aussage des Vorstands ist aber derzeit bereits absehbar, dass es im laufenden Geschäftsjahr nicht mehr zum Start einer klinischen Phase III-Studie für SpondylAT kommen wird.
- EUZ hat seinen eigenen Ausblick für den Gewinn je Aktie angehoben und erwartet nun statt einem Korridor zwischen 0,50 bis 0,70 € mehr als 0,70 € je Aktie.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>
Mio. €					
<b>Umsatz</b>	<b>35,5</b>	<b>41,8</b>	<b>50,2</b>	<b>60,2</b>	<b>68,3</b>
Herstellungskosten	-19,2	-23,3	-26,1	-31,3	-35,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>16,3</b>	<b>18,5</b>	<b>24,1</b>	<b>28,9</b>	<b>32,9</b>
<i>Marge</i>	<i>45,9%</i>	<i>44,2%</i>	<i>48,0%</i>	<i>48,1%</i>	<i>48,1%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-1,9
Allgemeine Verwaltungskosten	-12,5	-16,2	-20,1	-21,7	-24,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,8	0,7	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,6</b>	<b>10,1</b>	<b>11,5</b>
<i>Marge</i>	<i>20,2%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,8%</i>
Abschreibungen	-3,7	-3,9	-4,5	-4,7	-4,9
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>
<i>Marge</i>	<i>9,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,6%</i>
Finanzergebnis	0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>
<i>Marge</i>	<i>10,2%</i>	<i>5,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,0%</i>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,3	-0,7	-1,1	-1,9	-2,3
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>
<i>Marge</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,7%</i>
Sondereinflüsse	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0
Minderheiten	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>
<i>Marge</i>	<i>9,4%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,3%</i>
<b>Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen (€)</b>	<b>0,72</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>	<b>1,15</b>
<b>Gewinn je Aktie vor Minderheiten (€)</b>	<b>1,11</b>	<b>0,48</b>	<b>0,84</b>	<b>0,99</b>	<b>1,24</b>
<b>Gewinn je Aktie vor Sondereinflüssen und Minderheiten (€)</b>	<b>0,75</b>	<b>0,48</b>	<b>0,84</b>	<b>0,99</b>	<b>1,24</b>
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>1,08</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>	<b>1,15</b>

Quelle: Eckert &amp; 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
48,4 %	41,4 %	10,2 %

#### 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, die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen.

---