

**Kaufen****Kursziel: 16,50 €**

Kurs: 12,70 €

07.11.06

10:00 h

Letztes Rating/ Kursz.:  
Kaufen / 19,50 €Letzte Analyse:  
08.08.2006

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

Medizintechnik

Anzahl Aktien:  
3,3 Mio.Marktkapitalisierung:  
41,3 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,08 %

Beta: 1,60

Rechnungslegung:  
IFRSKalender: GJ 2006  
am 29.03.2007

Dividende 2006e: 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**

07.11.2006

Anlass: Q3-Finanzzahlenkommentierung

**Zahlen sind stark, aber der SpondylAT-Ausblick bleibt unklar**

EUZ hat erneut ein starkes Quartal vorgelegt, in dem zwar unsere Umsatzerwartungen nicht ganz erfüllt wurden, die Ergebnisse aber klar über unseren Erwartungen lagen.

SpondylAT beschäftigt mittlerweile das Verwaltungsgericht, und das BfArm blockiert derzeit weitere Verhandlungen über das Design einer Phase III-Studie für den Medikamentenkandidaten.

Wir senken unser Kursziel mit einem Risikoabschlag auf 16,50 €, behalten aber unsere Kaufempfehlung bei.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		KUV	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	0,51	-	0,9	7,3	24,7
2006e	0,76	0,76	0,8	5,5	16,6
2007e	0,91	0,91	0,7	4,6	14,0
2008e	1,15	1,15	0,6	4,1	11,0

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

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

## Bewertung

### Multiplikatorbewertung

- Wir bleiben vor dem Hintergrund der dürftigen Datenlage der Konkurrenten bei unserem Vorgehen, auf eine Multiplikatorbewertung zu verzichten.

### 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

- Wir haben dabei lediglich den risikolosen Zins und die Marktrisikoprämie den aktuellen Gegebenheiten angepasst.
- Das DCF-Modell stellt sich darauf basierend 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>6,6</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>9,6 %</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>36,5 %</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>9,6</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

- Daraus errechnet sich ein fairer Wert von 21,88 €.

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

Barwert der Free Cashflows Planjahre	33,6
Barwert der ewigen Rente	41,0
<b>Enterprise Value</b>	<b>74,7</b>
<i>Anteil der ewigen Rente am Enterprise Value</i>	<i>55,0 %</i>
Nettofinanzverschuldung	3,1
Anteile Dritter	0,3
Pensionsrückstellungen	0,2
<b>Fairer Wert</b>	<b>71,1</b>
Aktienanzahl (Mio.)	3,3
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>21,88</b>

Quelle: LBBW

- Wir unterziehen diesen Wert einer Sensitivitätsanalyse, der zu folgendem Ergebnis führt:

#### Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie (€)		Diskontierungszins		
		8,0 %	9,0 %	10,0 %
	0,0 %	22,34	20,47	18,92
<b>Wachstum der ewigen Rente</b>	1,0 %	24,14	<b>21,88</b>	20,05
	2,0 %	26,56	23,69	21,45

Quelle: LBBW

## Empfehlung

- Wir haben unsere Schätzungen unverändert belassen. Q4 sollte saisonal bedingt eher schwach ausfallen, so dass unsere Schätzungen weitgehend mit denen des Unternehmens konform gehen. Daher resultiert der rechnerisch höhere faire Wert lediglich auf Veränderungen der Rahmenbedingungen risikoloser Zins und Marktrisikoprämie.
- Wir gehen nicht davon aus, dass der Markt die Bewegung hin zu diesem fairen Wert innerhalb unseres Anlagehorizontes vollständig nachvollzieht. Die Unsicherheiten über die Zukunft des Projektes SpondylAT (genauer Zeitplan, exaktes Studiendesign, Referenzmaßstab einer eventuell erforderlichen vergleichenden Studie, ausstehende Verwaltungsgerichtsentscheidung über die vorläufige bedingte Zulassung etc.) sind dafür unseres Erachtens zu groß.
- Wir versehen daher den errechneten fairen Wert mit einem Abschlag von 25 % und senken unser bisheriges Kursziel von 19,50 € auf 16,50 €, behalten aber unsere Empfehlung, die Aktie der EUZ zu kaufen, bei.

**Unveränderte  
Schätzungen**

**Sehr große Unsi-  
cherheiten beim  
Projekt SpondylAT**

**Kaufen mit Kursziel  
16,50 €**

## Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Mio. €	Q3 2005	Q3 2006e	Q 2006
<b>Umsatz</b>	<b>11,2</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>
y-o-y		20,4 %	12,9 %
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>
y-o-y		42,9 %	167,9 %
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,6 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>13,3 %</i>
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>
y-o-y		163,2 %	289,5 %
<i>Umsatzrendite</i>	<i>-</i>	<i>3,7 %</i>	<i>5,8 %</i>
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,14</b>	<b>0,22</b>

Quelle: Eckert & Ziegler AG, LBBW

**Umsatz unter, Ergebnisse über unseren Erwartungen**

**BfArm blockiert Verhandlungen über Studiendesign**

**Klärende Gespräche noch vor Weihnachten?**

**Studie gegen Placebos unseres Erachtens nicht ratsam**

**Notbremse?**

**Schwaches Q4 zu erwarten**

- Der Umsatz lag leicht unter unseren Erwartungen. Die Ergebnisebene zeigte sich aber deutlich stärker als von uns erwartet. Hier lief die Integration der akquirierten Geschäftsbereiche und die Hebung von Synergien offenbar besser als von uns unterstellt.
- Die vorläufige bedingte Zulassung für den Medikamentenkandidaten SpondylAT bzw. deren Widerruf durch das BfArm beschäftigt derzeit das Verwaltungsgericht. Das BfArm hat als Konsequenz daraus mit einer Blockade der weiteren Verhandlungen über das Studiendesign einer Phase III-Studie reagiert.

## Ausblick

- EUZ erhofft sich möglicherweise noch vor Weihnachten weitere klärende Gespräche mit dem BfArm. Auch die Idee, in der Phase III-Studie SpondylAT gegen ein Placebo laufen zu lassen, ist vom Management noch nicht aufgegeben worden.
- Unseres Erachtens würde sich EUZ aber keinen Gefallen damit tun, SpondylAT gegen ein Placebo zu testen, vorausgesetzt, das BfArm würde einem solchen Studiendesign überhaupt zustimmen. Nach den letzten Entscheidungen einzelner nationaler Gesundheitsbehörden zu Kostenerstattungen von neuen Medikamenten treten bei den Entscheidungen über deren Kostenerstattungen gesundheitsökonomische Aspekte verstärkt in den Vordergrund. Vor diesem Hintergrund wäre EUZ unseres Erachtens besser beraten, wenn EUZ SpondylAT gegen eine Standardtherapie testen würde und dann auch mit einem ökonomischen Vorteil argumentieren könnte.
- Stünde eventuell zu befürchten, dass SpondylAT in einer Phase III nur einen seine Wirksamkeit, nicht aber einen klaren gesundheitsökonomischen Vorteil gegenüber den Standardtherapien nachweisen kann, sollte EUZ unseres Erachtens schnellstmöglich „die Reißleine ziehen“ und das Projekt einstellen.
- Q4 dürfte – auch nach Angaben des Managements – eher schwach ausfallen. Dafür sind zum einen saisonale Effekte wie die Weihnachtsfeiertage verantwortlich. Zum anderen ist Q4 bei EUZ aber auch Bonussaison, was das Quartalsergebnis belastet.

<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
46,3 %	42,6 %	11,2 %

#### 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.