

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG 3. SEPTEMBER 2013

Votum:		Kaufen	
alt:	-	vom	-
Kursziel (in Euro)	34,00		
Kurs (Xetra) (in Euro)	27,15		
02.09.2013	17:09 Uhr		
Kurspotenzial	25%		

Unternehmensdaten	
Branche	Medizintechnik
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005659700
Reuters	EUZG.DE
Bloomberg	EUZ

Highlights

- Eckert & Ziegler hat einen beachtlichen Track Record bei der Umsatz- (CAGR 2003 bis 2012: +17,1%) und EBIT-Entwicklung (+27,6%). Durch den hohen Umsatzanteil im Bereich Medizintechnik/Pharma ist das Geschäft zu großen Teilen konjunkturreisistent.
- Als Spezialist für schwach radioaktive Produkte sind die Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber (Regulierungen, Zulassungen, Rohstoffbeschaffung) hoch.
- Als Treiber sehen wir die steigende Zahl an Krebspatienten, die geografische Expansion bei Afterloadern und das Wachstum bei Radiodiagnostika bspw. durch einen neuen Zyklotron in Polen.
- Dies sind langfristige Wachstumstrends. Kurzfristig dürfte das Zahlenwerk vom Margendruck bei Seeds zur Prostatakrebsbehandlung und höheren Kosten im Segment Umweltdienste belastet werden (Guidance für 2013 nach Q1 2013 revidiert). Wir erwarten daher ein schwächeres Jahr 2013 (u.a. EBIT: +4,9%) und ab 2014 ein deutlicheres Wachstum (u.a. EBIT: +13,8%).
- Für die Aktie sprechen u.a. die moderate Bewertung (KGV 2013: 12,8; Peer Group-Median: 18,3) und Impulse durch eine mögliche größere Übernahme (auch wenn damit eine Kapitalerhöhung einhergehen könnte). Wir nehmen die Coverage bei einem Kursziel von 34,00 Euro mit Kaufen auf.

Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	5,293
Streubesitz	67,8%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	143,7
Ø Tagesumsatz (Stück)	7.371
52W Hoch	29.04.2013 29,04 Euro
52W Tief	10.09.2012 20,50 Euro

Termine	
Q3-Zahlen	08.11.2013
Q4-Zahlen	27.03.2014

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	3,4%	5,5%
3 Monate	6,9%	7,4%
6 Monate	2,0%	-4,6%
12 Monate	29,7%	10,4%

Index-Gewichtung	
Prime All Share	0,01%
Technology All Share	0,32%



Quelle: Bloomberg

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	111,1	116,2	120,0	126,1	134,5	142,8
Umsatzwachstum	9,6%	4,6%	3,3%	5,0%	6,7%	6,2%
EBIT	16,5	22,9	19,7	20,7	23,5	25,7
EBIT-Marge	14,9%	19,7%	16,4%	16,4%	17,5%	18,0%
Konzernergebnis	9,4	10,4	10,3	11,2	13,5	14,9
Nettomarge	8,5%	9,0%	8,6%	8,9%	10,1%	10,4%
Gewinn je Aktie	1,81	1,97	1,95	2,12	2,56	2,81
Dividende je Aktie	0,60	0,60	0,60	0,65	0,70	0,75
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Net Gearing	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow (FCF)	5,9	6,8	2,1	2,1	6,0	6,9
FCF je Aktie (Euro)	1,14	1,29	0,40	0,40	1,13	1,31
EV / Umsatz	1,2	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9
EV / EBITDA	5,3	3,7	4,3	4,9	4,3	3,8
EV / EBIT	8,4	4,9	6,0	6,7	5,7	4,9
EV / FCF	23,4	16,5	56,6	65,8	22,1	18,3
KGV	12,0	13,1	11,8	12,8	10,6	9,7
KBV	1,6	1,7	1,4	1,5	1,4	1,2
Dividendenrendite	2,8%	2,3%	2,6%	2,4%	2,6%	2,8%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro); Quelle: Eckert & Ziegler; eigene Schätzungen

Kontakt

Abteilung Research
Leitung: Dr. Frank Wohlgemuth, CIAA/CEFA

Equity Sales Team
+49 (0) 211 778-3370

- Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
- Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de
- Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
- Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
- Alexander Lachmann / alexander.lachmann@wgzbank.de
- Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
- Peter Richards / peter.richards@wgzbank.de
- Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

Inhalt

▪ Investment Case	3
▪ SWOT	3
▪ Bewertung	4
→ Bewertungsfazit	4
→ DCF-Bewertung	4
→ Peer Group-Bewertung	5
▪ Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung	7
→ Ergebnisanalyse	7
→ Finanzanalyse	10
▪ Unternehmensüberblick	12
→ Unternehmensprofil	12
→ Historische Entwicklung	13
→ Geschäftsmodell und strategische Perspektiven	14
→ Management	18
→ Aktionärsstruktur	19
▪ Marktumfeld und Wettbewerber	20
▪ Glossar	24
▪ Anhang	25

Investment Case

- Eckert & Ziegler ist ein international tätiger Spezialist für die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb schwach radioaktiver Produkte und dazugehöriger Dienstleistungen für die Industrie, Medizin und Wissenschaft.
- Im Vergleich zu seinen Wettbewerbern hat das Unternehmen das breiteste Produktportfolio und bedient verschiedene Endkundengruppen.
- Eine starke Marktstellung hat Eckert & Ziegler im Segment Isotope Products (weltweiter Marktanteil bei einigen Produkten: > 60%). Wir erwarten hier geringe Impulse. Das Segment ist u.E. eine „Cash Cow“ (EBIT-Marge: > 25%).
- Als erste Wachstumssäule sehen wir das Segment Strahlentherapie. Zwar könnte der schwierige Markt für Seeds zur Behandlung von Prostatakrebs kurzfristig den Umsatz und Ertrag belasten. Wir rechnen aber bei der von Eckert & Ziegler adressierten Brachytherapie mit der Etablierung weiterer Anwendungsfelder (Brust-/Leberkrebs, gynäkologische Krankheiten). Das stärkste Wachstum erwarten wir bei Afterloadern. Der Eintritt in neue Märkte (China, Brasilien, Russland) dürfte sich in den nächsten Jahren auszahlen.
- Die zweite Wachstumssäule ist das Segment Radiopharma. Der neue Zyklotron in Polen (ab 2014) und eine verstärkte Nachfrage nach 18-F infolge der Entwicklung neuer 18-F-Tracer dürften hier stützen. Wegen der hohen Markteintrittsbarrieren ist der Wettbewerb in den Zielregionen limitiert.
- Das Jahr 2013 dürfte noch herausfordernd werden (H1 2013: Umsatz: -4%; EBIT: -31%; reduzierte Guidance für 2013: Umsatz ca. 125 (alt : 125 bis 130) Mio. Euro; Nettoergebnis: 11,3 (alt: 12,0) Mio. Euro). Ursächlich ist u.a. das schwache Seed-Geschäft. Wir rechnen ab 2014 mit einer Umsatz- und Ertragsverbesserung. Das Geschäftsmodell zeichnet sich durch einen in den letzten Jahren stets positiven Free Cashflow aus. Wir rechnen mit einer weiter steigenden Dividende (Dividendenrendite 2014e: 2,6%).
- Ein Impulsgeber für die Aktie könnten größere Akquisitionen sein (Umsatzziel von 200 Mio. Euro für 2014 wurde bekräftigt). Dies könnte aber mit einer Kapitalerhöhung einhergehen. Vor allem im Peer Group-Vergleich ist sie mit einem KGV 2013 von 12,8 (Peer Group: 18,3) günstig bewertet. Unsere Ersteinschätzung lautet bei einem Kursziel von 34,00 Euro auf Kaufen.

Spezialist für schwach radioaktive Produkte

Segment Isotope Products als „Cash Cow“

Wachstumspotenzial bei Afterloadern - Einbußen bei Seeds erwartet

Umsatzpotenzial durch neuen Zyklotron in Polen und neue FDG-Tracer

Deutlicheres Wachstum wieder 2014

Akquisitionen als Treiber für die Aktie - fundamental günstige Aktienbewertung

SWOT-Analyse

Stärken

- Hohe Markteintrittsbarrieren (gesetzliche Auflagen) sichern die Wettbewerbsposition
- In einzelnen Produktgruppen führende oder bedeutende Marktstellungen (Isotope Products; Seeds in Europa; Isotop 18-F (FDG))
- Überdurchschnittlich solide Finanzkennzahlen (EK-Quote über 50%; Nettoliquidität; seit Jahren positive Free Cashflows)

Schwächen

- Preisdruck und eingeschränkte Erstattung durch Krankenkassen bei Seeds - Umsatz- und Ergebnisrückgang in H1 2013 in diesem Bereich
- Hohe Abhängigkeiten auf der Rohstoffbeschaffungsseite (GUS-Staaten mit 40% Marktanteil bei Rohisotopen)
- Segment Umweltdienste aktuell mit unterdurchschnittlicher Ertragskraft (steigende Entsorgungsrückstellungen)

Chancen

- Geografische Expansion bei Afterloadern (Schwellenländer) und Radiopharma (Ost-/Südosteuropa)
- Demografische Entwicklung in vielen Ländern stimuliert Nachfrage nach Produkten vor allem in der Krebstherapie
- Stärkung der Marktstellung durch (Groß-)Übernahmen - u.a. Wiedereintritt in den US-amerikanischen Seed-Markt als Option

Risiken

- Schwierigerer Zugang zu Rohstoffen (Rohisotope), falls Zulieferer aus GUS-Staaten Exporte einschränken (Nationalisierungstendenzen)
- Latente Gefahr einer Kapitalerhöhung bei Akquisition eines großen Unternehmens
- Währungsrisiken (Translationsrisiko USD/EUR)

Quelle: Eigene Darstellung

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die Aktien der Eckert & Ziegler AG anhand eines DCF-Modells und einer Peer Group-Analyse. Nach unserer Einschätzung hat das DCF-Modell eine höhere Aussagekraft als die Ergebnisse der Peer Group-Analyse, da die meisten Peer Group-Unternehmen nur im eingeschränkten Maß vergleichbare Produkte wie Eckert & Ziegler herstellen. Daher gewichten wir das DCF-Modell mit 75% höher als die Peer Group mit 25%. Gemäß dieser Vorgehensweise ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 34,04 Euro bzw. unser nach unten abgerundetes Kursziel von 34,00 Euro je Aktie. Danach hätte die Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 25%. Dieses Kursziel unterstellt für 2013 ein KGV von 16,0 bzw. für 2014 von 13,3 (Peer Group-Median: 18,3 bzw. 15,5).

Kursziel für die Eckert & Ziegler-Aktie bei 34,00 Euro

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	31,44	75,0%
Peer Group - Analyse	41,86	25,0%
Gewichteter fairer Wert	34,04	
Kursziel	34,00	

Quelle: Eigene Schätzungen

DCF-Bewertung

Wir bewerten die Eckert & Ziegler-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells (WACC-Ansatz mittels Free Cashflow). Es basiert in der ersten Stufe auf einer detaillierten Analyse und Jahresplanung für den Konzern von Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Kapitalflussrechnung bis einschließlich 2014. In der zweiten Stufe wechseln wir von unserer Detailplanung zu einer Grobplanung bis 2022. Dabei untersuchen wir die wichtigsten Werttreiber wie das Umsatzwachstum, die Entwicklung der EBIT-Marge oder die Investitionen. In Stufe drei ermitteln wir den Endwert (Terminal Value). Wir folgen in diesem Teil, der mit der größten Prognoseunsicherheit behaftet ist, dem „Going Concern“-Ansatz.

Nach unserem Modell ergibt sich für Eckert & Ziegler ein Unternehmenswert von 174,3 Mio. Euro. Darin hat der Endwert (Terminal Value) einen Anteil von konservativen 49%. Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung, der Pensionsrückstellungen und der Minderheitenanteile errechnet sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 166,4 Mio. Euro bzw. 31,44 Euro je Aktie.

Fairer Wert nach DCF-Modell bei 31,44 Euro je Aktie

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Discounted Cashflow - Modell

Angaben in Mio. Euro	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	126,1	134,5	142,8	150,3	156,9	162,4	168,1	174,0	180,1	186,4
Umsatzwachstum	5,0%	6,7%	6,2%	5,3%	4,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBIT-Marge	16,4%	17,5%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT	20,7	23,5	25,7	25,5	25,1	24,4	25,2	26,1	27,0	28,0
- Ertragssteuern	-6,2	-7,1	-7,7	-7,7	-7,5	-7,3	-7,6	-7,8	-8,1	-8,4
+ Abschreibungen	7,7	7,7	7,9	8,3	8,6	8,9	9,2	9,6	9,9	10,3
+/- Veränd. langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	22,2	24,2	25,9	26,2	26,2	26,0	26,9	27,8	28,8	29,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufverm.	-2,9	-1,7	-1,4	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
- Investitionen in das Anlagevermögen	-10,6	-10,0	-10,7	-10,8	-10,7	-10,6	-10,9	-11,3	-11,7	-12,1
Free Cashflow	8,7	12,5	13,8	14,2	14,4	14,5	15,1	15,6	16,2	16,8
Barwerte	8,4	11,0	11,0	10,3	9,5	8,7	8,3	7,8	7,4	6,9
Summe Barwerte	89,4									
Terminalwert	84,8	in % vom Gesamtwert: 49%								
Wert des operativen Geschäfts	174,3									
+ Liquide Mittel	21,6									
- Finanzverbindlichkeiten	-14,2									
- Pensionsrückstellungen	-8,9									
- Minderheitenanteile	-6,4									
Marktwert Eigenkapital	166,4									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	5,293									
Fairer Wert je Aktie in Euro	31,44									

Quelle: Eigene Schätzungen

Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	90%	Fremdkapital:	10%	
Risikofreie Rendite:	4,0%	Beta:	1,3	Risikopr. FK:	3,1%
		Risikopr.:	5,0%	Tax-Shield:	10,0%
		Zins EK:	10,5%	Zins FK:	5,0%
Wachstum FCF:	2,0%	WACC:	10,0%	Datum:	03.09.2013

Sensitivitätsanalyse (Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	33,47	31,45	29,65	28,04
	1,5%	34,64	32,43	30,49	28,76
	2,0%	35,98	33,55	31,44	29,57
	2,5%	37,52	34,84	32,51	30,48

Quelle: Eigene Schätzungen

Peer Group-Bewertung

Die Gesundheits- bzw. Pharmabranche ist eine sehr breite Industrie mit zahlreichen spezialisierten Unternehmen. Bezogen auf Eckert & Ziegler haben wir kein vergleichbares Unternehmen mit einem ähnlich breiten Produktspektrum gefunden. Manche Wettbewerber konnten nicht einbezogen werden, weil sie in der Rechtsform der GmbH (wie Oncura) geführt werden. Andere Wettbewerber haben wir nicht einbezogen, weil sie noch Verluste generieren (z.B. Navidea) oder zu den Unternehmen keine Konsensdaten vorliegen (z.B. Accuray, Theragenics, Techno Medica Co., Precision Systems Scientific). Wir haben in unsere Peer Group daher im Allgemeinen Medizintechnikunternehmen aufgenommen.

Peer Group-Unternehmen nur eingeschränkt mit Eckert & Ziegler vergleichbar

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

men, die in einigen Segmenten vergleichbare Produkte wie Eckert & Ziegler herstellen oder ähnliche Kundengruppen ansprechen. Direkte Wettbewerber im Segment Radiopharma sind die IBA-Gruppe und Varian.

Auf Basis unserer Peer Group-Analyse ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals von 221,5 Mio. Euro bzw. 41,86 Euro je Aktie. Der faire Wert unterstellt ein KGV 2014 von 16,4 (Peer Group-Median: 15,5). Der im Vergleich zum DCF-Modell deutlich höhere Wert resultiert aus den teils hohen Multiples der Peer Group-Unternehmen (Wachstumsmarkt). Zudem haben wir in unserem DCF-Modell konservative Annahmen getroffen (u.a. Umsatzwachstum ab 2018 von 3,5%; Rückgang der EBIT-Marge auf 15,0%).

Fairer Wert nach Peer Group-Analyse bei
41,86 Euro je Aktie

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Peer Group - Analyse

	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV	
	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e
Carl Zeiss Meditec	2,0	1,9	11,9	11,0	13,5	12,4	20,2	18,4
Drägerwerk	0,6	0,6	5,4	4,9	7,1	6,3	12,6	11,3
Guerbet	0,9	0,9	7,6	6,7	13,6	11,5	16,4	13,5
IBA	0,8	0,8	8,0	6,9	10,6	8,9	25,9	16,6
Sartorius	2,2	2,0	11,3	10,3	14,7	13,1	20,5	17,9
Stratec Biomedical	2,6	2,3	14,2	11,9	17,3	14,3	22,2	18,4
UMS United Medical Systems	1,3	1,2	3,1	3,0	4,0	3,9	15,4	14,3
Varian Medical Systems	2,2	2,1	9,4	8,6	10,3	9,5	15,7	14,0
Median	1,7	1,6	8,7	7,7	12,1	10,5	18,3	15,5
Mittelwert	1,6	1,5	8,9	7,9	11,4	10,0	18,6	15,6
Standardabweichung	0,7	0,7	3,6	3,1	4,3	3,6	4,3	2,6
Eckert & Ziegler	1,1	1,0	4,9	4,3	6,7	5,7	12,8	10,6

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e
Eckert & Ziegler	126,1	134,5	28,4	31,2	20,7	23,5	2,12	2,56
Unternehmenswert (EV)	208,5	212,3	246,7	241,3	249,8	246,5		
Liquide Mittel		21,6		21,6		21,6		
Finanzverbindlichkeiten/Minderheiten		-29,4		-29,4		-29,4		
Faire Marktkapitalisierung	200,6	204,4	238,8	233,4	241,9	238,6		
Aktienanzahl (in Mio. Stück)		5,293		5,293		5,293		
Fairer Wert	37,90	38,62	45,11	44,09	45,70	45,08	38,71	39,62
Durchschnittswert		38,26		44,60		45,39		39,16
Gewichtung		25%		25%		25%		25%
Fairer Wert je Aktie in Euro								41,86

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

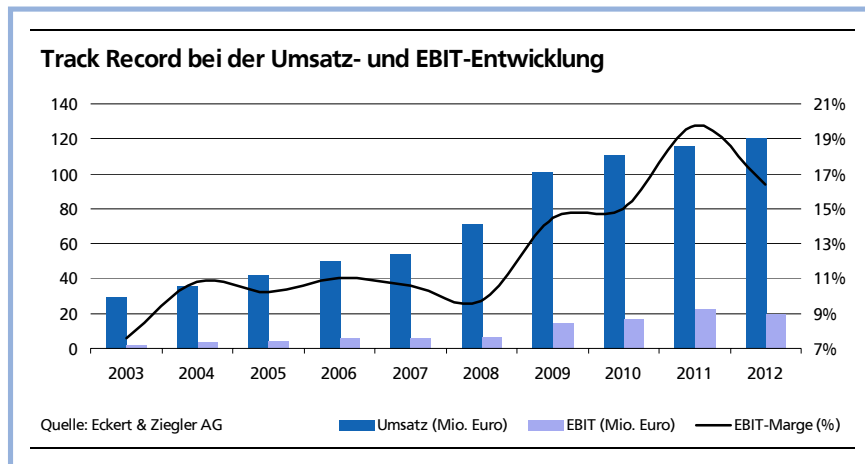
Schlusskurse vom 02.09.2013

Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung

Ergebnisanalyse

Eckert & Ziegler kann auf eine lange Historie an stetig steigenden Umsätzen und Erträgen verweisen - auch in den Krisenjahren. Dies gilt ebenso für fast alle Segmente. Wir führen diese Entwicklung einerseits auf das relativ konjunktur-unabhängige Geschäftsmodell zurück (starker Medizintechnikfokus). Zum anderen hat sich Eckert & Ziegler auch durch zahlreiche Übernahmen (u.a. IBt in 2008/2010) in vielen Bereichen eine starke Marktposition erarbeitet.

Überzeugender Track Record auf der Umsatz- und Ertragsseite

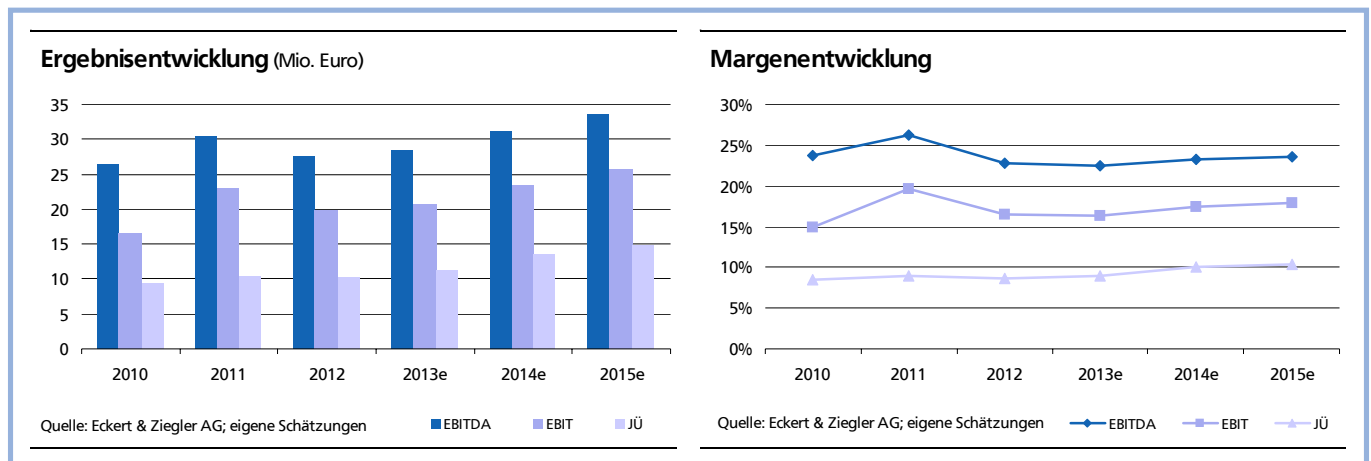


Im Gegensatz zu vielen anderen mittelständischen Unternehmen präsentiert Eckert & Ziegler seine Gewinn- und Verlustrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren. Bezogen auf den Zeitraum 2009 bis 2012 zeigt sich eine relativ stabile Aufwandsstruktur. Die Aufwendungen für die allgemeine Verwaltung und den Vertrieb schwanken in engen Grenzen, während die Umsatzkosten von 49,6% (2009) auf 45,7% (2012) gesenkt werden konnten.

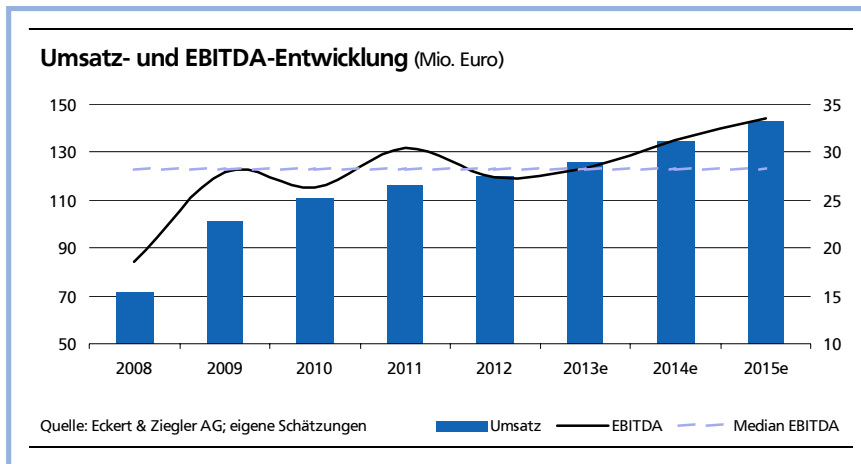
GuV nach dem Umsatzkostenverfahren aufgestellt

Eckert & Ziegler verbesserte den Umsatz 2012 um 3,3% auf 120,0 (116,2) Mio. Euro. Dabei konnte ein leicht negativer organischer Umsatzrückgang von 0,5 Mio. Euro durch einen positiven Effekt von 0,5 Mio. Euro aus Akquisitionen (Bioscan; Vitalea Science (anteilig mit vier Monaten enthalten)) ausgeglichen

2012: Umsatzsteigerung von 3,3%



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



werden. Die Veränderung des USD/EUR-Wechselkurses sorgte für einen positiven Umsatzbeitrag von 3,8 Mio. Euro. Auf die fünf größten Kunden entfiel nach Unternehmensangaben ein Umsatz von 17,3 (18,0) Mio. Euro. Auf Grund eines erhaltenen Großauftrages hatte das Segment Umweltdienste mit 30,3% von allen Segmenten die höchste Zuwachsrate. Das unter Ertragsgesichtspunkten wichtige Segment Isotope Products konnte den Umsatz um 4,8% ausweiten. Dieses Segment verfügt über eine eigene Produktion in den USA.

Beim EBITDA musste Eckert & Ziegler einen Rückgang auf 27,4 (30,4) Mio. Euro hinnehmen. Entsprechend sank die EBITDA-Marge auf 22,8% (26,2%). Dies erklärt sich insbesondere durch Aufwendungen für eine beabsichtigte Akquisition, die dann letztlich aber nicht zustande kam.

In H1 2013 sank der Umsatz um 4,5% auf 55,3 (57,9) Mio. Euro. Damit hat der Umsatz in Q2 2013 (28,8 (28,6) Mio. Euro) nach dem schwachen Auftaktquartal (-9,2%) wieder an Dynamik gewonnen. Verantwortlich hierfür war das Segment Strahlentherapie. Hier hat sich die saisonale Umsatzverteilung in H1 2013 normalisiert, während vor allem in Q1 2012 ungewöhnlich hohe Umsätze erzielt wurden. Das EBIT fiel in Q2 2013 mit 4,6 (4,7) Mio. Euro ebenfalls deutlich stabiler aus, auch wenn in H1 2013 (7,0 (9,9) Mio. Euro) noch ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen war. Auf Segmentebene enttäuschte in H1 2013 ergebnisseitig vor allem die Strahlentherapie (EBIT: 0,9 (0,3) Mio. Euro, allerdings mit einem Ein-

EBITDA-Marge fällt 2012 auf 22,8% (26,2%)

Umsatz gewinnt in Q2 2013 wieder an Dynamik

Schwaches EBIT im Auftaktquartal belastet Ertrag in H1 2013

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. Euro	Q1 13	Q2 13	Q3 13e	Q4 13e	Gj. 2013e
Umsatzerlöse	26,5	28,8	33,1	37,6	126,1
in % ggü. Vorjahr	-9,2%	0,3%	11,2%	16,5%	5,0%
EBIT	2,4	4,6	5,9	7,8	20,7
EBIT-Marge	9,1%	16,0%	17,8%	20,7%	16,4%
Jahresüberschuss	1,2	2,8	3,3	3,9	11,2
Nettomarge	4,5%	9,7%	10,0%	10,3%	8,9%
Ergebnis je Aktie (Euro)	0,23	0,52	0,62	0,74	2,12

Quelle: Eckert & Ziegler AG; eigene Schätzungen

malertrag von 1,3 Mio. Euro aus einem Vergleich mit Core Oncology). Die Aufstockung von Entsorgungsrückstellungen belastete das EBIT im Segment Umweltdienste (-1,8 (-0,6) Mio. Euro). Stabil erwies sich hingegen das margenstarke Segment Isotope Products (EBIT: 8,4 (9,1) Mio. Euro).

Bereits nach dem schwachen Q1 2013 hat Eckert & Ziegler die Ziele für 2013 nach unten angepasst. Der Konzernumsatz soll nun rund 125 (alt: 125 bis 130) Mio. Euro erreichen und das Nettoergebnis wird nun bei 11,3 (alt: 12,0) Mio. Euro gesehen. Ein Vorteil ist u.E., dass Eckert & Ziegler in stabilen, häufig konjunkturresistenten Märkten aktiv ist. Insofern ist die Erwartung, dass sich in Deutschland und Europa die Konjunktur in H2 2013 noch nicht nachhaltig beleben sollte, von untergeordneter Bedeutung. Wachstumsimpulse erwarten wir bei Isotope Products insgesamt dennoch kaum. Vielmehr sehen wir das Segment als stabile Cash Cow (EBIT-Marge über 25%).

Als wichtigen Wachstumstreiber sehen wir die Strahlentherapie. Auf der einen Seite steht hier der Preisverfall bei Seeds für die Behandlung von Prostatakrebs. Demgegenüber erwarten wir ein signifikantes Wachstum bei Afterloadern infolge der Expansion in neue Märkte (zuletzt Liefer-/Lizenzverträge in Russland, Brasilien und China). Hinzu kommen neue Anwendungen für die Brachytherapie bei Brust- und Leberkrebs sowie gynäkologischen Erkrankungen. Im Segment Radiopharma erwarten wir zusätzliche Umsätze aus der Expansion in Polen (neuer Zyklotron geht Anfang 2014 in Betrieb) und Österreich (Akquisition von BSM Diagnostika). Weitere Schritte in Richtung Südosteuropa sind zu erwarten.

Wir erwarten für 2013 bei einem Umsatz von 126,1 Mio. Euro (+5,0%) ein EBIT von 20,7 Mio. Euro (+4,9%) und ein Nettoergebnis von 11,2 Mio. Euro (+8,6%). Für 2014 sehen wir das Nettoergebnis bei 13,5 Mio. Euro. Dabei dürfte Eckert & Ziegler spürbar von ersten Erträgen aus dem neuen Zyklotron in Polen profitieren (bisher Anlaufverluste). Das 2009 verkündete Ziel, 2014 einen Umsatz von 200 Mio. Euro zu erreichen, halten wir aus heutiger Sicht für kaum erreichbar. Dazu bedarf es u.E. eines bedeutenden Akquisitionsschrittes.

Stabil dürfte u.E. weiterhin die Dividendenpolitik mit einer unterstellten Ausschüttungsquote von 25% bis 30% bleiben. Die Dividendenrendite ist mit rd. 2,5% bis 3,0% aus unserer Sicht als solide einzustufen.

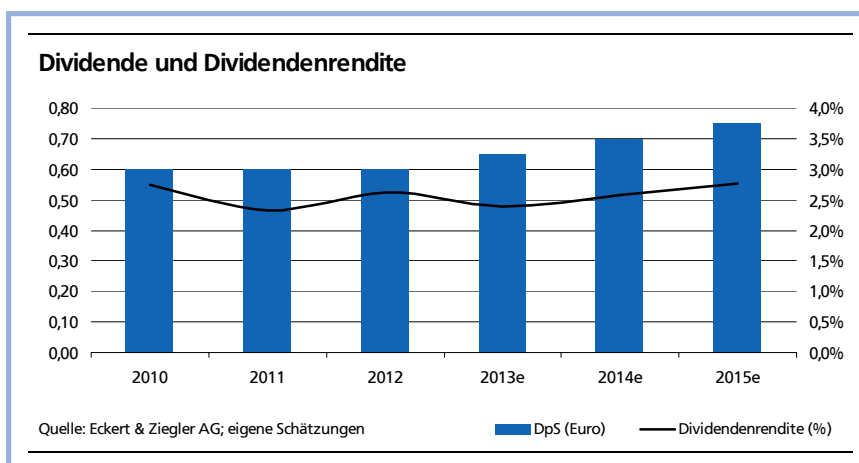
Solides EBIT bei Isotope Products - andere Segmente mit deutlichem EBIT-Rückgang

Isotope Products nur mit moderatem Wachstum - Cash Cow des Konzerns

Afterloader, neue Anwendungsfelder für Brachytherapie und Expansion im Segment Radiopharma als Wachstumstreiber

Erreichen des Umsatzziels von 200 Mio. Euro in 2014 bedarf größerer Akquisition

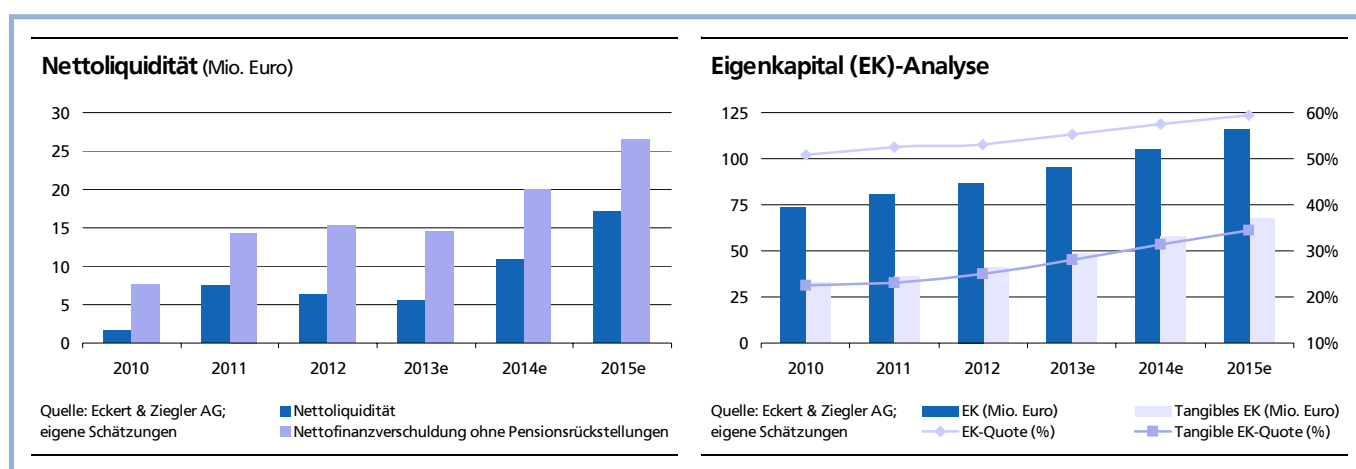
Stabile Dividendenpolitik



Finanzanalyse

Die Finanzierung des Unternehmens erfolgt vor allem über die selbst erwirtschafteten operativen Cashflows, über Bankdarlehen und im begrenzten Maß über Eigenkapitalmaßnahmen. Im Zeitraum 2009 bis 2012 wies Eckert & Ziegler durchgehend eine Nettoliquiditätsposition auf. Zum 30.06.13 war zwar eine leichte Nettofinanzverschuldung von 1,5 (31.12.12 Nettoliquidität: 6,4) Mio. Euro zu verzeichnen. Ohne Berücksichtigung der Pensionsrückstellungen war aber unverändert eine Nettoliquidität von 7,4 (31.12.12: 15,3) Mio. Euro vorhanden. Wir erwarten, dass zum Jahresende 2013 wieder eine Nettoliquidität von 5,5 Mio. Euro aufgebaut werden kann, denn der Wert wurde in H1 2013 von einem starken Abbau der Lieferantenverbindlichkeiten (4,5 Mio. Euro) und der Dividendenzahlung (3,2 Mio. Euro) belastet.

Eckert & Ziegler verfügt über Nettoliquidität

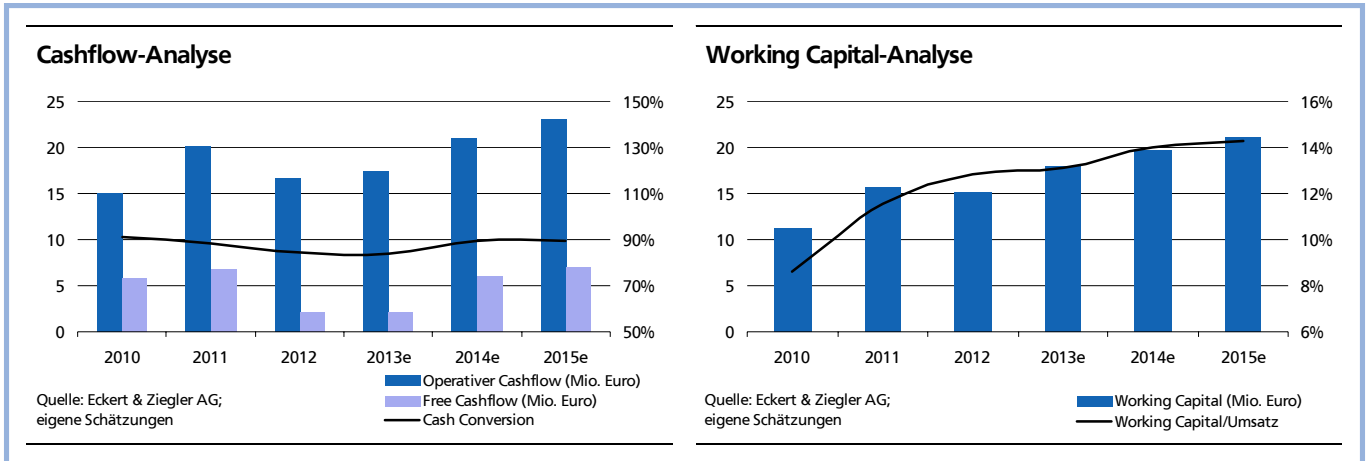


Hervorzuheben ist u.E. zudem die überdurchschnittlich solide Eigenkapitalausstattung mit einer EK-Quote zum 30.06.13 von 54,1% (31.12.12: 52,9%). Auffällig sind in der Bilanz die hohen Firmenwerte (30.06.13: 30,4 (31.12.12: 31,1) Mio. Euro) und sonstigen immateriellen Vermögenswerte (30.06.13: 16,0 (31.12.12: 14,8) Mio. Euro). Der Goodwill verteilte sich Ende 2012 mit 16,6 Mio. Euro auf das Segment Isotope Products, mit 12,1 Mio. Euro auf das Segment Strahlentherapie und mit 2,4 Mio. Euro auf das Segment Radiopharma. Dem Segment Umweltdienste ist kein Goodwill zugeordnet. Wir sehen die Firmenwerte (entsprechen rund 35% des Eigenkapitals) als werthaltig an. Eckert & Ziegler hat in den letzten Jahren hier keine Wertberichtigungen vornehmen müssen. Wir rechnen damit, dass sich die tangible EK-Quote zudem bis Ende 2014 mit 31,4% (30.06.13: 24,9%) noch weiter verbessert.

Eckert & Ziegler erwirtschaftet einen beständig hohen operativen Cashflow, zu dem die „Cash Cow“ Isotope Products (EBIT-Marge über 25%) maßgeblich beiträgt. Der stetig positive Free Cashflow zeigt, dass Eckert & Ziegler aus dem operativen Cashflow sowohl die Investitionen als auch die Dividenden aus eigener Kraft finanzieren kann. Bezogen auf den Umsatz lag der Free Cashflow zwischen 5,9% (2011) und 1,7% (2012). Der Rückgang im letzten Jahr erklärt sich durch einen rückläufigen operativen Cashflow zum Teil bedingt durch hohe Investitionen in das Working Capital. Für 2013 und vor allem

Sehr solide Eigenkapitalquote - auch tangibles EK auf gutem Niveau

Stets positiver Free Cashflow - Erholung erwartet



2014 rechnen wir wieder mit einer Erholung des operativen Cashflows auf 17,4 Mio. Euro bzw. 21,0 Mio. Euro, weil sich u.E. der in den Vorjahren festzustellende Vorratsaufbau nicht in diesem Ausmaß fortsetzen dürfte. Den Free Cashflow sehen wir bei 2,1 Mio. Euro bzw. 6,0 Mio. Euro.

Der noch moderate Free Cashflow in 2013 erklärt sich u.a. aus den hohen Investitionen für den im Bau befindlichen Zyklotron in Warschau (Capex: 7,0 Mio. Euro). Die Ersatzinvestitionen liegen laut Eckert & Ziegler hingegen zwischen 6 und 8 Mio. Euro pro Jahr. Zudem rechnen wir mit weiter steigenden Dividendenzahlungen an die Aktionäre.

Eckert & Ziegler hat wiederholt das Ziel eines Umsatzes von rund 200 Mio. Euro im Jahr 2014 bekräftigt. Da die Marke aus organischem Wachstum u.E. nicht zu erreichen ist, rechnen wir in absehbarer Zeit mit größeren Übernahmen (2012 war ein größerer Zukauf auf der Zielgeraden gescheitert). Bilanziell kann Eckert & Ziegler dies aus unserer Sicht stemmen. Wie bei der Übernahme von IBt (heute Eckert & Ziegler BEBIG) rechnen wir bei der Finanzierung mit einer Mischung aus Kapitalerhöhung und Bankdarlehen.

Hohes Investitionsvolumen

Größere Akquisitionen erwartet - Kapitalerhöhung zur Finanzierung möglich

Unternehmensüberblick

Unternehmensprofil

Im Bereich radioaktiver Stoffe ist Eckert & Ziegler einer der bekanntesten Anbieter. Heute ist das 1992 als BEBIG Isotopentechnik und Umweltdiagnostik GmbH gegründete Unternehmen ein international tätiger Spezialist für radioaktive Anwendungen in der Industrie, Medizin und Wissenschaft. Die Gruppe besteht aus der Holding und 27 konsolidierten Gesellschaften mit zusammen über 600 Mitarbeitern. Sie erwirtschaftete 2012 einen Konzernumsatz von 120 (116) Mio. Euro. Die Aktivitäten des Konzerns verteilen sich auf die vier Segmente Isotope Products, Strahlentherapie, Radiopharma und Umweltdienste. Mittelfristig wird vom Management ein Umsatzvolumen von etwa 200 (2012: 120) Mio. Euro anvisiert, welches organisch aber vor allem durch Akquisitionen erreicht werden soll. Mit einer Eigenkapitalquote von über 50% und einer Nettoliquidität (inkl. Pensionsrückstellungen) von über 6 Mio. Euro ist Eckert & Ziegler u.E. sehr solide finanziert.

Als weltweit tätiges Unternehmen ist Eckert & Ziegler Währungseinflüssen ausgesetzt. Durch eigene Produktionsstätten und damit eigener Wertschöpfung, insbesondere in den USA, wird das Währungsrisiko verringert und besteht insofern eher in einem Translationsrisiko.

Für Forschung und Entwicklung, inklusive aktivierter Entwicklungsaufwendungen, wurden zuletzt 4,3% des Umsatzes aufgewendet. Bei zahlreichen Produkten und Medikamenten hält das Unternehmen Patente.

Spezialist im Bereich radioaktiver Stoffe

Mittelfristiges Umsatzziel von 200 Mio. Euro - organisch und anorganisch

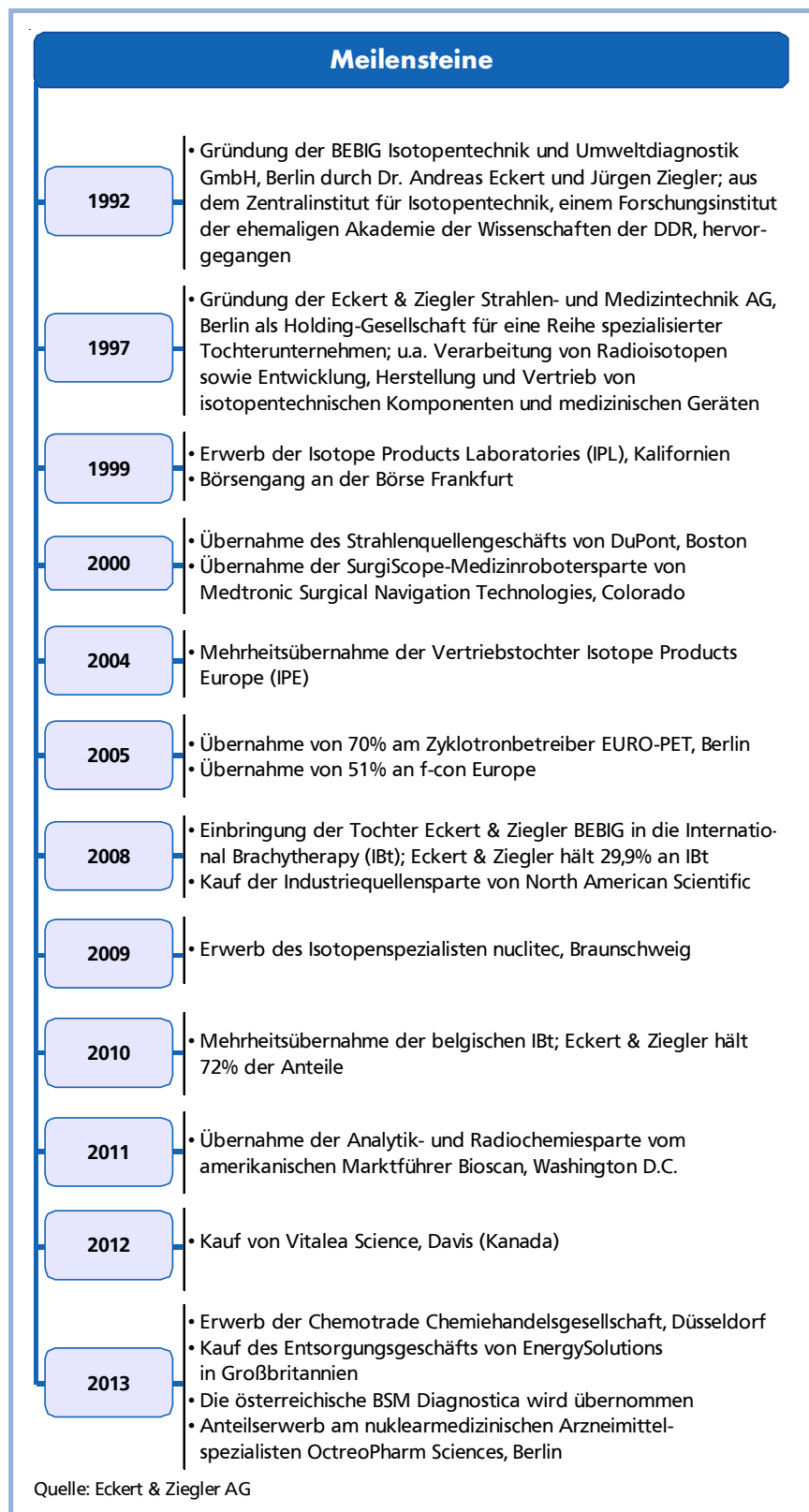
F&E-Aufwandsquote von über 4%

Unternehmensstruktur von Eckert & Ziegler

Messen und Regeln (ISOTOPE PRODUCTS)	Krebsbestrahlung (STRAHLENTHERAPIE)	Nuklearmedizin (RADIOPHARMA)	Entsorgung (UMWELTDIENSTE)
Industrielle Komponenten	Prostataimplantate	Synthesemodule	Quellenrücknahme
Medizinische Bildgebung	Augenapplikatoren	Radiodiagnostika (vorwiegend FDG)	Entsorgung schwach-aktiver Abfälle
Kalibrierquellen	Tumorbestrahlungsgeräte (Afterloader)	Generatoren	
Radioisotope		Pharmazeutisches Yttrium-90	

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Historische Entwicklung

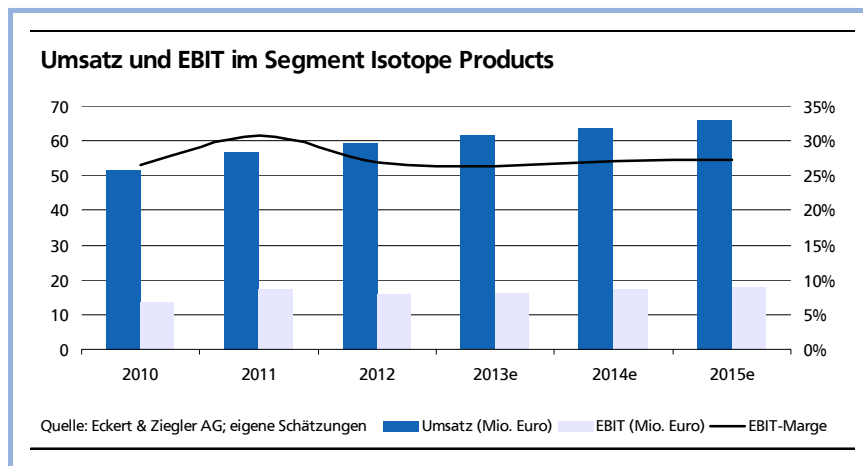


Geschäftsmodell und strategische Perspektiven

Eckert & Ziegler ist ein weltweit vertretener Spezialist für die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von radioaktiven Produkten und Dienstleistungen für die Industrie, Medizin und Wissenschaft. Zu den Kernkompetenzen zählen:

- Der Umgang mit und die Verarbeitung von radioaktiven Materialien geringer Aktivität.
- Die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung isotopechnischer Komponenten, Bestrahlungsgeräte und Radiopharmazeutika.
- Die Erzeugung von Medizinprodukten für die Krebstherapie und Synthesegeräte zur Herstellung von Radiopharmaka.

Spezialist für schwach radioaktive Produkte für die Industrie und Medizin



Im größten Segment **Isotope Products** gibt es vier Hauptproduktgruppen:

- Radioaktive Komponenten für die industrielle Messtechnik
- Strahlenquellen für die nuklearmedizinische Bildgebung
- Kalibrier- und Messquellen (Marke Isotrak)
- Rohisotope und sonstige Produkte.

In der industriellen Messtechnik produziert Eckert & Ziegler Strahlenquellen für Messgeräte (z.B. zur Qualitätssicherung in der Eisen- und Stahlindustrie, Papierindustrie, bei Umweltmessungen und in der Rohstoffexploration). In der Nuklearmedizin finden Referenzstrahler bei der Kalibrierung bildgebender Verfahren wie Gamma-Kameras und PET Anwendung. Hier ist Eckert & Ziegler Weltmarktführer (geringer Wettbewerb wegen hoher regulatorischer Anforderungen) mit Kunden wie Siemens, GE Healthcare und Philips. Zudem stellt Eckert & Ziegler Kalibrierquellen für wissenschaftliche Zwecke her.

Wichtig ist auch die oligopolistische Struktur auf der Beschaffungsseite bei Rohisotopen. Russland, Kasachstan, Usbekistan (Weltmarktanteil: ca. 40%) und Kanada sind die Hauptlieferländer. Aus historischen Gründen verfügt die Gesellschaft über einen sehr guten Zugang zu den Rohstoffen.

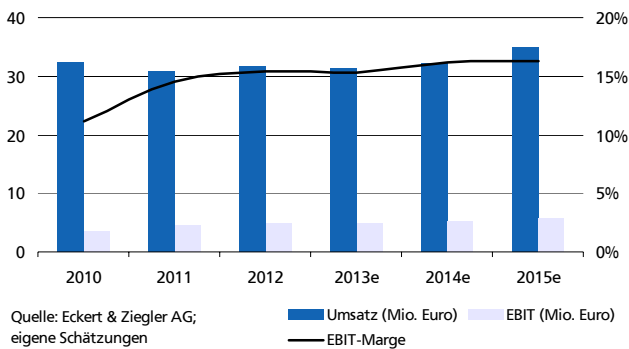
Durch die Akquisitionen der letzten Jahre hat Eckert & Ziegler einen Großteil seiner Wettbewerber aufgekauft. Damit einher geht u.E. ein künftig begrenztes Wachstumspotenzial (Umsatzwachstum entspricht in etwa Rate des BIP-Wachstums). Wir sehen das Segment daher eher als stabile „Cash-Cow“.

Strahlenquellen für medizinische Bildgebung und Kalibrierung von Messgeräten

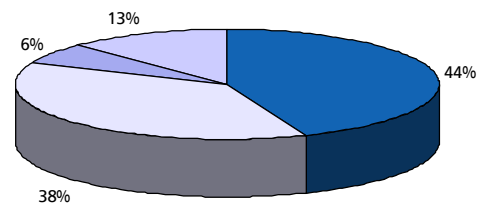
Oligopolistische Struktur bei Lieferanten

Begrenztes Wachstumspotenzial

Umsatz und EBIT im Segment Strahlentherapie



Umsatzverteilung im Segment Strahlentherapie (2012)



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Im zweitgrößten Segment **Strahlentherapie** liegt der Schwerpunkt auf Produkten zur Behandlung mit einer speziellen Form der Bestrahlung - der Brachytherapie:

- Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs (Seeds)
- Tumorbestrahlungsgeräte (Afterloader)
- Produkte zur Behandlung von Augentumoren.

Zur Behandlung von Prostatakrebs im frühen Stadium produziert und vertreibt Eckert & Ziegler schwach radioaktive mit Jod-125 versetzte Permanentimplantate (Seeds). Diese werden bei einem minimal invasiven Eingriff direkt in die Prostata implantiert. Die Brachytherapie des lokal begrenzten Prostatakarzinoms hat verglichen mit anderen Therapieformen im Hinblick auf gängige Nebenwirkungen wie Inkontinenz (unter 1% (andere Therapien: 5% bis 30%)) und Impotenz (15% bis 25% (andere Therapien: 50% bis 100%)) erhebliche Vorteile. Die Kosten einer Seed-Behandlung (5 bis 10 Tsd. Euro) sind verglichen mit anderen Therapien (Operation: ca. 25 Tsd. Euro; externe Bestrahlung: 8 bis 30 Tsd. Euro) niedriger.

Eckert & Ziegler ist bei Seeds europäischer Marktführer (Marktanteil: ca. 30%). Zudem ist Eckert & Ziegler in einigen osteuropäischen Ländern, vor allem in Russland, präsent (Joint Venture mit Rusnanotech und Vertriebsgesellschaft Santis).

Der Markt für Seeds ist von einem hohen Margendruck geprägt. Daher setzt Eckert & Ziegler auf ein ausgeweitetes Dienstleistungsangebot und den Abschluss von Langfristverträgen. Eckert & Ziegler erwägt den Wiedereintritt in den US-Markt. Dies ist wegen der auch dort hohen Konkurrenz herausfordernd. Nach der Übernahme von Theragenics durch Juniper Investment (hierfür hatte Eckert & Ziegler 2011 geboten) dürfte der Markteintritt schwierig werden.

Eckert & Ziegler produziert zudem Tumorbestrahlungsgeräte (Afterloader). Bei der Brachytherapie mit Afterloadern wird eine radioaktive Quelle mittels eines Applikators (Zylinder, Nadel oder Schlauch) in die Nähe oder direkt in den Tumor gebracht und nach kurzer Bestrahlungszeit (meist wenige Minuten) wieder entfernt. Ein Gerät kosten zwischen 200 und 250 Tsd. Euro.

Als Strahlenquelle verwendet Eckert & Ziegler neben der marktüblichen Iridium-192-Quelle auch eine Quelle mit Kobalt-60 mit einer Halbwertszeit von 5,4 Jahren. Wettbewerber setzen Iridium-192 mit einer Halbwertszeit von nur 74 Tagen ein. Dank der langen Halbwertszeit von Kobalt-60 müssen die Strahlenquellen von Eckert & Ziegler seltener ausgetauscht werden, was geringere Betriebskos-

Seeds zur Behandlung von Prostatakrebs im Frühstadium

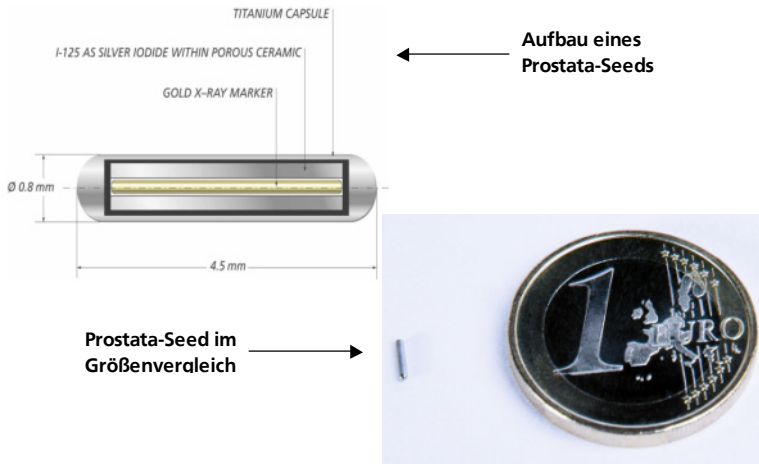
Europäischer Marktführer

Schwieriger Markt in Europa lässt Planung für US-Markteintritt aufleben

Afterloader quasi als Vorgänger der Seeds

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Permanentimplantate (Seeds) zur Behandlung von Prostatakrebs



Quelle: Eckert & Ziegler AG

Tumorbestrahlungsgeräte (Afterloader)



Quelle: Eckert & Ziegler AG

ten mit sich bringt. Afterloader mit Kobalt-60 eignen sich daher eher für den Einsatz in Schwellenländern mit schlechter Infrastruktur. Hauptabsatzmärkte sind Russland, Südamerika, Asien und der Nahe Osten. In den letzten zehn Jahren hat Eckert & Ziegler bereits über 220 MultiSource-Systeme in 40 Ländern installiert. Strategisch plant Eckert & Ziegler den Eintritt in weitere Schwellenländer. Dieser Prozess kann zwei bis drei Jahre in Anspruch nehmen. Der Expansionsfokus liegt auf Indien, Brasilien und China. Für den Einsatz der Afterloader in Industriestaaten müssen noch erhebliche Entwicklungsleistungen erbracht werden.

Nischenplayer in Schwellenmärkten

Fokus auf Expansion in Indien, Brasilien und China

Therapiemöglichkeiten bei Prostatakrebs

Therapie	Beschreibung	Vorteile	Risiken/Nachteile
Radikale Prostatektomie	Entfernung der Prostata	Vollständige Entfernung des erkrankten Organs	Impotenz, Inkontinenz, operativer Eingriff mit langem Krankenhausaufenthalt, Infektionsrisiko
Bestrahlung	Zerstörung der Krebszellen durch hochenergetische Röntgenstrahlen	Effizient bei frühen Tumorstadien; Kombination mit operativem Eingriff oder Brachytherapie	Strahlenschäden an benachbarten Organen; unnötige Bestrahlung
Brachytherapie	Einpflanzen von radioaktiven Kleinimplantaten in das Prostatagewebe oder gezielte Bestrahlung der Prostata mit Afterloadern	Minimal-invasive, ambulante Behandlung; kurze Erholungsdauer; geringe Impotenz- und Inkontinenzrate	Nur anwendbar bei frühen Stadien
Aktive Überwachung	Hinauszögern der Behandlung, engmaschige Überwachung des Patienten	Keine Überbehandlung von möglicherweise insignifikantem Prostatakrebs	Hohe psychische Belastung der Patienten

Quelle: Klinik für Prostata-Therapie, Heidelberg; eigene Darstellung

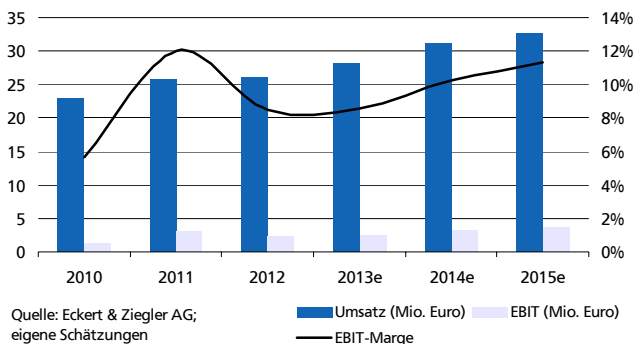
Expansion bei Afterloadern nach Ländern

	Russland	Indien	Brasilien	China
Zulassung beantragen	2008	2009	2010	2011
Zweigniederlassung eröffnen	2008	2009	2011	
Referenzkliniken gewinnen	2009	2010	2012	2012
Markt entwickeln				
Lokale Kooperationen				

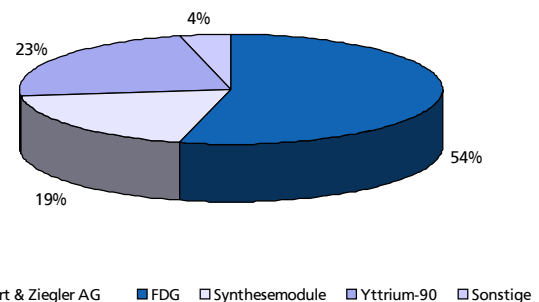
Quelle: Eckert & Ziegler AG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatz und EBIT im Segment Radiopharma



Umsatzverteilung im Segment Radiopharma (2011)



Zu den Hauptprodukten im Segment **Radiopharma** gehören:

- Zyklotronbasierte Diagnostika für die Bildgebung mittels PET
- Synthesemodule zur Herstellung von Radiopharmaka und Geräte zur anschließenden Qualitätskontrolle
- Yttrium-90 und Projekte aus der Auftragsfertigung.

In der Nuklearmedizin werden Kontrastmittel eingesetzt, um kleinere Tumore oder Störungen der Stoffwechselfunktionen sichtbar zu machen. Eckert & Ziegler ist Spezialist für den mit Fluor-18 radioaktiv markierten Zucker Fludeoxyglucose (FDG). Er dient bei der Positronen-Emissions-Tomographie (PET) als Krebsdiagnostika. PET lokalisiert Tumore deutlich besser als die klassische CT und MRT.

PET-Diagnostika sind kurzlebig. Eckert & Ziegler stellt sie in eigenen Zyklotrons (Berlin, Braunschweig und Köln/Bonn) daher nur auf Bestellung her. Aus der Kurzlebigkeit erklärt sich die eingeschränkte geografische Belieferung von Krankenhäusern in Deutschland, Polen und Skandinavien. Darüber hinaus produziert Eckert & Ziegler Synthesemodule (Modular-Labs), mit denen Radiopharmazeutika in der Praxis des Nuklearmediziners hergestellt werden können.

Für die arzneimittelbasierte radiologische Therapie produziert Eckert & Ziegler das von der EMA zugelassene Yttrium-90 (Yttriga). Es wird zur Herstellung radioaktiv markierter Peptide und Antikörper verwendet. Diese heften sich gezielt an die Krebszelle und zerstören sie. Verträge gibt es u.a. mit Spectrum Pharmaceuticals. Wir stufen das Segment durch die regionale Expansion der FDG-Produktion in Österreich (Akquisition von BSM), Osteuropa (Bau eines Zyklotrons in Warschau) und Skandinavien als eines der Wachstumssegmente ein. Zudem dürfte die Entwicklung neuer und in der Zulassung befindlicher 18-F basierter Substanzen (bspw. Alzheimerdiagnose durch Eli Lilly) die Nachfrage erhöhen.

Das kleinste Segment **Umweltdienste** umfasst folgende Punkte:

- Rücknahme von Strahlenquellen
- Annahme von schwach radioaktiven Abfällen
- Dekontamination und Abfallkonditionierung.

Durch die Öffnung des Schachts Konrad als Endlager für schwach radioaktive Abfälle aus Deutschland dürfte die Nachfrage in diesem Segment steigen. Mit der Übernahme des Entsorgungsgeschäfts für schwach radioaktive Stoffe und Strahlenquellen von EnergySolutions ist der Sprung nach UK gelungen.

PET mit Vorteilen gegenüber CT und MRT bei der Lokalisierung von Tumoren

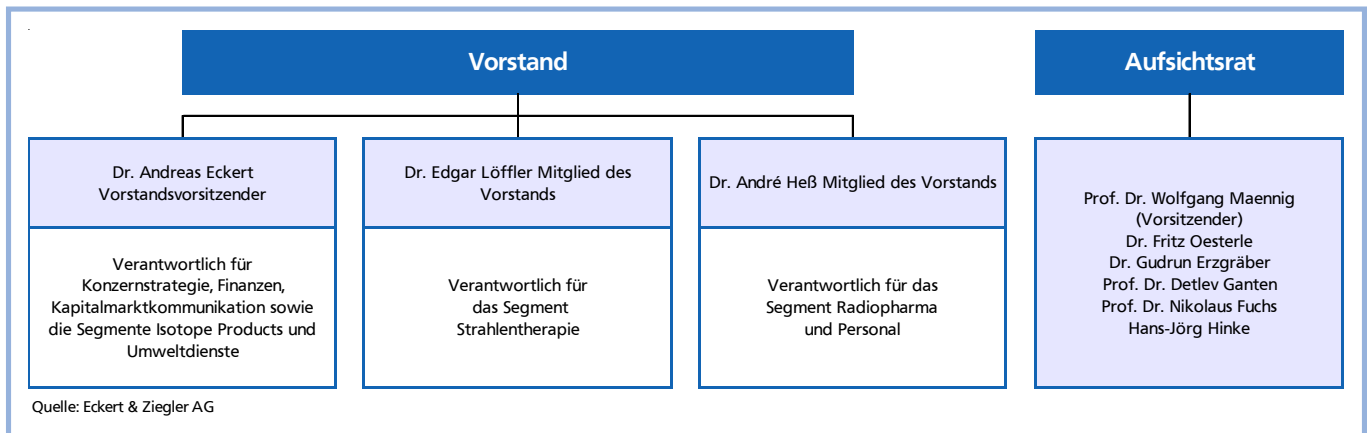
Flexible Herstellung von Radiopharmazeutika mit Modular-Labs

Einstieg in den Markt für radiologische Therapeutika durch nuclitec-Übernahme

Geografische Expansion in der Lohnfertigung

Steigende Nachfrage in Deutschland - Übernahme in Großbritannien

Management

**Dr. Andreas Eckert (Vorstandsvorsitzender)**

- Gründer der Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG
- Selbstständiger Unternehmensberater in Berlin
- Mehrjährige Tätigkeit als Information Officer für das Generalsekretariat der Vereinten Nationen in New York, Lateinamerika, Asien und Afrika
- Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Heidelberg, New York und Berlin

Dr. Edgar Löffler (Mitglied des Vorstands)

- Seit Mai 2001 Vorstandsmitglied
- Geschäftsführer der Theranostic GmbH
- Leiter Produktmanagement und Business Development der Nucletron AG
- Tätigkeit im Bereich der medizinischen Physik
- Studium und Promotion in Physik

Dr. André Heß (Mitglied des Vorstands)

- Seit März 2008 Mitglied des Vorstands
- 1996 Eintritt in die Eckert & Ziegler Gruppe
- Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Humboldt-Universität zu Berlin
- Studium und Promotion in Chemie; Zusatzstudium als Wirtschaftsingenieur

Aktionärsstruktur

Der Streubesitz von Eckert & Ziegler ist u.E. mit knapp 68% groß genug, um einen kontinuierlichen Handel der Aktie sicherzustellen. Die Marktkapitalisierung lag Ende 2012 bei 125 Mio. Euro, während das durchschnittliche Handelsvolumen pro Tag in 2012 von 10.688 Aktien auf 7.144 Aktien gesunken ist. Die Eckert Wagniskapital- und Frühphasenfinanzierung GmbH sehen wir als langfristigen Investor an. Sie ist das Investmentvehikel des Vorstandsvorsitzenden Dr. A. Eckert. Dem Streubesitz zugeordnet sind fünf größere institutionelle Investoren mit einem kumulierten Anteil von 10,7%. Dies sind Allianz Global Investors (3,6%), der Taaleritehdas ArvoRein Equity Fund (3,1%), Union Investment (1,9%), Dimensional Fund Advisors (1,1%) und Baring Asset Management (1,0%).

Streubesitz bei ca. 68%

Fünf große institutionelle Investoren

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Aktionärsstruktur

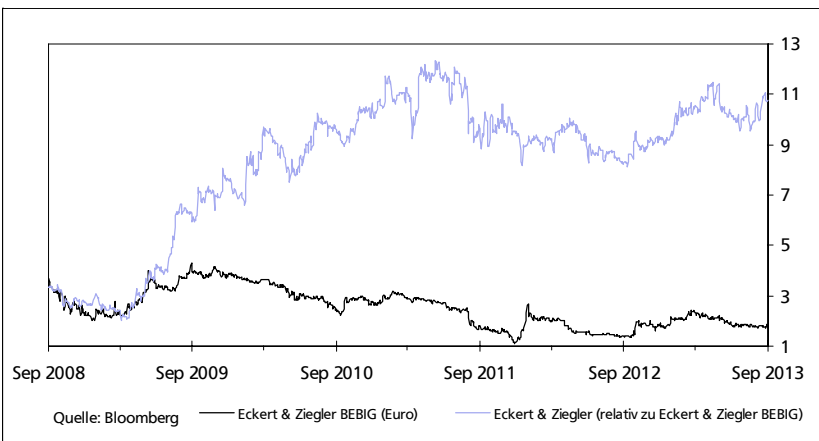
Eckert Wagniskapital- und Frühphasenfinanzierung GmbH	32,1%
Eckert & Ziegler (eigene Anteile)	0,1%
Streubesitz	67,8%

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Erwähnenswert ist die an der Euronext Brüssel börsennotierte Tochter Eckert & Ziegler BEBIG (Segment Strahlentherapie), an der Eckert & Ziegler 72% hält. Die aktuelle Marktkapitalisierung liegt bei 30 Mio. Euro. Auffällig ist die im Vergleich zu Eckert & Ziegler schwache Kursentwicklung.

Börsennotierte Tochter Eckert & Ziegler BEBIG

Chart von Eckert & Ziegler BEBIG im Vergleich zum Kursverlauf von Eckert & Ziegler



Marktumfeld und Wettbewerber

Eckert & Ziegler agiert als Hersteller, Vertreiber und Dienstleister für schwach radioaktive Materialien in einem komplexen Marktumfeld. Im größten Segment **Isotope Products** ist das Know-how von entscheidender Bedeutung. Bei den Isotopen kommt es auf eine hohe Qualität an, da diese in der industriellen Messtechnik oder bei der Kalibrierung zum Einsatz kommen und Genauigkeit hier ein wichtiger Faktor ist.

Hervorzuheben ist die dominierende Marktstellung von Eckert & Ziegler im Segment Isotope Products mit einem Weltmarktanteil von über 60% in einzelnen Produktbereichen. In diesem Segment gibt es wenig Wettbewerber, da Eckert & Ziegler in der Vergangenheit viele Konkurrenten aufgekauft hat.

Allerdings ist diese oligopolistische Struktur auch auf dem Markt für Radioisotope - der Ausgangsstoff für die Produkte von Eckert & Ziegler - zu finden. Rund 40% der Rohisotope werden in den GUS-Staaten produziert (Russland, Kasachstan und Usbekistan). Der aus historischen Gründen gute Zugang zu Rohstoffen ist u.E. ein Wettbewerbsvorteil. Jedoch gibt es in Russland Überlegungen einiger Industriezweige, eine eigene Isotopenproduktion aufzubauen. Daher besteht das Risiko verminderter Rohisotopenexporte aus den GUS-Staaten.

Das weltweite Marktvolumen für radioaktive Isotope ist mit 60 bis 80 Mio. Euro (Quelle: Eckert & Ziegler) relativ klein. Da der Markt lediglich im Gleichschritt mit dem BIP wächst und die Industriestaaten derzeit konjunkturelle Schwächen aufzeigen, ist u.E. das Wachstumspotenzial derzeit limitiert.

Know-how und Qualität bei radioaktiven Isotopen entscheidende Faktoren

Eckert & Ziegler mit großem Abstand Weltmarktführer

Künftiger Wettbewerb durch heutige Rohstoffzulieferer möglich

Wachstum bei Isotope Products auf den bisherigen Kernmärkten begrenzt

Entwicklung des BIP 2005-2018e in einzelnen Ländern bzw. Regionen

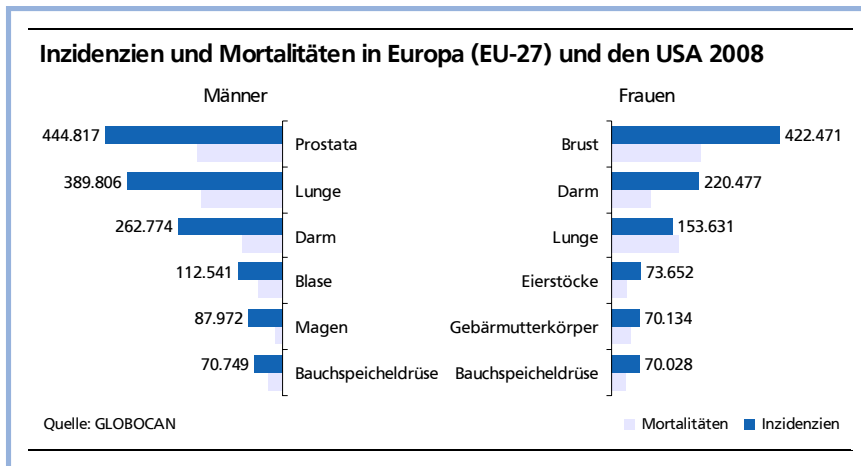
Land/Region	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2018e
Eurozone	1,7%	3,2%	3,0%	0,4%	-4,4%	2,0%	1,5%	-0,6%	-0,6%	0,9%	1,6%
Deutschland	0,8%	3,9%	3,4%	0,8%	-5,1%	4,0%	3,1%	0,9%	0,3%	1,3%	1,2%
USA	3,2%	2,6%	1,2%	-1,5%	-4,0%	2,8%	1,8%	2,2%	1,7%	2,7%	3,0%
China	11,3%	12,7%	14,2%	9,6%	9,2%	10,4%	9,3%	7,8%	7,8%	7,7%	8,5%
Lateinamerika	4,7%	5,7%	5,8%	4,2%	-1,5%	6,1%	4,6%	3,0%	3,0%	3,4%	3,9%

Quelle: IWF

Von zentraler Bedeutung für Eckert & Ziegler ist die Entwicklung auf dem Markt für **Krebstherapien**. Das Unternehmen profitiert - auch wegen des demografischen Wandels - von der steigenden Zahl an Krebspatienten. Die Internationale Agentur für Krebsforschung (IARC) erwartet, dass die Zahl der weltweiten Krebsneuerkrankungen bis 2030 auf 21,3 (2008: 12,6) Mio. steigt (CAGR: +2,4%). In den Kernmärkten EU-27 (3,2 (2008: 2,4) Mio.; CAGR: +1,2%) und USA (2,2 (2008: 1,4) Mio.; CAGR: +2,0%) dürfte die Zuwachsrate niedriger ausfallen. Dies liegt an der bereits hohen Prävalenz. Die für Eckert & Ziegler wichtige Indikation Prostatakrebs dürfte auch 2030 in der EU-27 und den USA mit 464 (2008: 374; CAGR: +1,6%) Tsd. bzw. 313 (2008: 186; CAGR: +2,4%) Tsd. Inzidenzen bei Männern die mit Abstand häufigste Krebsart bleiben.

Zahl der weltweiten Krebsneuerkrankungen steigt jährlich um 2,4%

Prostatakrebs häufigste Krebserkrankung bei Männern



Mehrere Studien zeigen, dass die Brachytherapie zur Prostatakrebsbehandlung vor allem bei den Behandlungskosten und den Nebenwirkungen (Inkontinenz und Impotenz) anderen Behandlungsformen überlegen ist. Eine 2012 in den USA veröffentlichte Metaanalyse von Grimm hat gezeigt, dass die permanente Seed-Implantation (LDR-Brachytherapie) bei lokal begrenztem Prostatakrebs neben dem niedrigen Risikoprofil auch hinsichtlich des Behandlungserfolgs den anderen Therapien überlegen und die wirksamste Methode zur Behandlung von Prostatakrebs ist. Zwar verweist Cozzarini in einer Studie auf neue bzw. verfeinerte Behandlungsmethoden wie MIRP (minimalinvasive radikale Prostatektomie) oder IMRT (intensivitätsmodulierte Bestrahlungstherapie), die sich trotz höherer Kosten zunehmend durchsetzen und künftig schwächere Nebenwirkungen zeigen dürften. Ein Vergleich von radikaler Prostatektomie und aktiver Überwachung hat jedoch in der Gruppe der Operierten keinen Überlebensvorteil gezeigt. In Europa kommt der hohe Wettbewerb durch US-Anbieter (schwacher USD), die eingeschränkte Erstattung der Seeds durch Krankenkassen und die von den Krankenkassen verordnete Senkung der Kostenersatzung hinzu. Dies erklärt den Margendruck. Dass in Europa 9% der Prostatakarzinome mit Seeds behandelt werden, während es in den USA 23% sind, zeigt das Potenzial, die Stückzahlen zu steigern. Eine automatische Umsatz- und Ertragsverbesserung bedeutet dies aber nicht.

Das Marktforschungsinstitut Global Data erwartet ein Wachstum des Brachytherapiemarktes in Nordamerika, Europa und Asien bis 2018 auf 322 (2011: 286) Mio. USD (CAGR: +2,7%). Die USA dürften mit einem Marktanteil von 51% (2018: 164,2 (2011: 136,8) Mio. USD) der größte Einzelmarkt bleiben. Daher erscheint uns ein Wiedereintritt in den US-Markt eine Option zu sein. Wegen des verteilten Markts wäre der Weg über eine Akquisition u.E. am geeignetsten. Die Konzentration im Seed-Markt wird auch in der Marktverteilung deutlich. Weltweit und in den USA dominieren Oncura (GE Healthcare) und CR Bard. In Europa ist Eckert & Ziegler klarer Marktführer.

Neue Behandlungsmethoden machen der Brachytherapie Konkurrenz

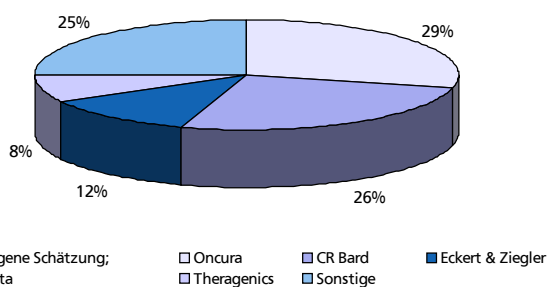
Noch hohes Potenzial der Brachytherapie in Europa

Wiedereintritt in den USA auf Grund des verteilten Marktes u.E. über Akquisition

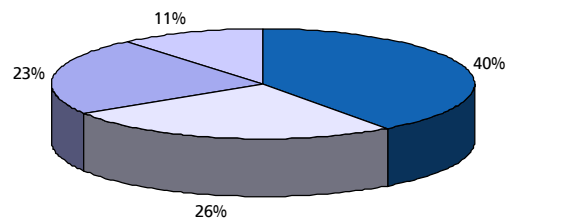
Effektivität der Brachytherapie im Vergleich zu Alternativmethoden

Therapie	Kosten (Euro)	Krankenhausaufenthalt	Effektivität	Erholung
Chirurgie	25.000	7-10 Tage	70%-95%	40-60 Tage
External beam	8.000-30.000	30-40 tägliche Besuche	70%-90%	variabel
Brachytherapie	5.000-10.000	1 Tag	85%-98%	2-3 Tage

Quelle: Eckert & Ziegler AG

Marktanteile bei Seeds weltweitQuelle: Eigene Schätzung;
Global Data

Oncura CR Bard Eckert & Ziegler
 Theragenics Sonstige

Marktanteile bei Seeds in Europa

Quelle: Unternehmensdaten

Schwellenländer bei Afterloadern mit
stärkstem Wachstum

Radiopharmamarkt mit sehr spezifischen
Eigenschaften

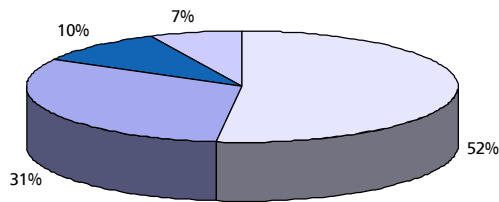
Abhebung vom Wettbewerb durch Spe-
zialisierung auf 18-F (FDG)

Den Markt für Afterloader taxiert Eckert & Ziegler auf 80 bis 120 Mio. Euro. Wir stufen Eckert & Ziegler mit seinem Fokus auf Schwellenländer als Nischenplayer ein. Dies kann u.E. von Vorteil sein, da laut Global Data Schwellenmärkte wie Indien, China und Brasilien (in diese ist Eckert & Ziegler in den letzten Jahren eingetreten) das größte Wachstumspotenzial haben. Zudem treibt Eckert & Ziegler die Expansion in Russland voran (Kooperationen mit MSM Medimpex und Rusnano). Die größten Wettbewerber sind Elekta/Nucletron und Varian. Dass der Brachytherapiemarkt trotz der Herausforderungen attraktiv ist, zeigt die Übernahme von Nucletron durch Elekta 2011 (Kaufpreis: 365 Mio. Euro) und von Theragenics durch Juniper Investment (Bewertung: 69 Mio. USD). Die Marktstruktur im Segment **Radiopharma** ist von den Besonderheiten der Produkte geprägt. Zur PET verwendete Isotope werden vorwiegend in Zyklotronen hergestellt werden. Diese haben besondere Eigenschaften:

- Sehr kurze Haltbarkeit der Isotope, was den Lieferradius begrenzt
- Komplexe Anlagen, für deren Bedienung und Instandhaltung hochqualifizierte Physiker benötigt werden
- Hoher Anschaffungs- und Instandhaltungskosten von bis zu 10 Mio. Euro
- Äußerst strenge Regulierung durch die Strahlenschutzbehörden und Arzneimittelbehörden

Angesichts dieses Marktumfelds und des kapitalintensiven Geschäfts sind u.E. die Größe von Eckert & Ziegler und die langjährige Zusammenarbeit mit Behörden wichtige Wettbewerbsvorteile. Bei der Herstellung radioaktiver Tracer steht Eckert & Ziegler in Konkurrenz zu global agierenden Playern wie Cardinal Health, Covidien

Marktanteile bei Afterloadern außerhalb der USA



Quelle: Eckert & Ziegler AG

□ Nucletron □ Varian ■ Eckert & Ziegler □ Sonstige

oder GE Healthcare. Mit dem Krebsdiagnostika 18-F (FDG) besetzt Eckert & Ziegler aber eine Nische. Als nennenswerte Wettbewerber in Europa sehen wir IBA Molecular (Joint Venture zwischen IBA und SK Capital Partners) und Advanced Accelerator Applications (AAA). IBA Molecular ist mit 13 Radiopharmazien in den USA und 36 Produktionsstätten von Radioisotopen in Europa und Asien global aufgestellt. Das Unternehmen besitzt in West- und Südeuropa eine starke Marktpräsenz. Die französische AAA stellt u.a. PET-Pharmazeutika (z.B. 18-F (FDG) her. Hingegen hat Eckert & Ziegler eine überragende Marktstellung in Deutschland (Marktanteil: 80%), Polen und Luxemburg (jeweils 100%). Wegen der abgegrenzten Standorte dürften sich Eckert & Ziegler und IBA in ihren angestammten Märkten auch künftig kaum Konkurrenz machen. Vielmehr sehen wir für Eckert & Ziegler in Südosteuropa weiteres Expansionspotenzial. Allerdings hat sich das Marktumfeld für PET in Europa zuletzt verschlechtert. Zum einen gibt es in einigen Ländern Restriktionen bei der Kostenerstattung durch Krankenkassen. Zum anderen zeigt sich ein leichter Preisverfall.

Bei Synthesegeräten ist der Wettbewerb u.E. intensiver. Hier gibt es weltweit fünf Wettbewerber, wobei Eckert & Ziegler zuletzt Mitte 2011 mit der Sparte Radiopharmazeutische Geräte von Bioscan einen US-Wettbewerber übernommen hat. Die GE-Modelle werden einer Studie zufolge derzeit am häufigsten eingesetzt.

Marktführer in Deutschland und Polen
- Expansionspotenzial in Südosteuropa

Zuletzt leichter Preisverfall festzustellen

GE Healthcare Marktführer bei Syntheselaboratorien

Glossar

Afterloader	Gerät für die Afterloading-Therapie; kurzzeitige Bestrahlung zur Krebstherapie, bei der eine meist drahtgebundene radioaktive Quelle mit Hilfe eines elektrischen Antriebs über einen schlauchartigen Katheter bzw. Hohlnadeln in das Tumor-Zielvolumen für kurze Zeit eingebracht wird
Augenapplikator	Anatomisch geformtes Teil mit Strahlenquelle zur Strahlentherapie von Augentumoren
Brachytherapie	Kontakttherapie, meist als radioaktive Bestrahlung mit minimaler Distanz zwischen Strahlenquelle und zu bestrahlendem Gewebe
Fludeoxyglucose (FDG)	Zuckerstoffwechselmarker, radioaktiv markierte Glucose (Zucker)
Hämodynamik	Beschreibt den Blutfluss in den Blutgefäßen in Abhängigkeit von den verantwortlichen Kräften
In-Vitro-Diagnostik	Begriff für Medizinprodukte zur medizinischen Laboruntersuchung von aus dem Körper stammenden Proben; diese werden außerhalb des Körpers untersucht
Katarakt	Grauer Star (Trübung der Augenlinse)
Kobaltquelle	Strahler mit dem Radionuklid Kobalt-60, das sich sehr gut zur Oberflächenbestrahlung von Tumoren eignet
Magnetresonanztomografie (MRT)	Bildgebendes Verfahren, das vor allem in der bildgebenden Diagnostik zur Darstellung von Struktur und Funktion der Gewebe und Organe im Körper eingesetzt wird
Onkologie	Medizinisches Fachgebiet, das sich mit der Entstehung und Behandlung von bösartigen Tumoren befasst
Ophthalmologie	Augenheilkunde
Perfusion	Durchblutung, beschreibt die Versorgung von Organen und Organteilen mit Blut
Positron	Elementarteilchen mit der Masse eines Elektrons, aber mit positiver Ladung
Positronen-Emissions-Tomographie (PET)	Bildgebendes Verfahren der Nuklearmedizin, das Schnittbilde von lebenden Organismen erzeugt, indem es die Verteilung einer schwach radioaktiv markierten Substanz unter Nutzung der beim Positronenzerfall entstehenden Photonen sichtbar macht
Radiodiagnostika	Radioaktive Substanzen, die zur Diagnose von Krankheiten eingesetzt werden
Rohisotop	Radioaktiver Ausgangsstoff für die Herstellung von Strahlenquellen
Seed	Kleine radioisotopenhaltige Metallstiftchen zur interstitiellen Strahlentherapie
Synthesemodul	Bestandteil des modularen Gerätesystems Modular-Lab zur automatisierten Synthese von Radiopharmaka und -chemikalien
Tracer	Ein Tracer ist eine künstliche, oft radioaktiv markierte körpereigene oder körperfremde Substanz, die nach Einbringung in den lebenden Körper am Stoffwechsel teilnimmt und darüber unterschiedlichste Untersuchungen ermöglicht oder erleichtert
Zyklotron	Kreisrunder Teilchenbeschleuniger zur Erzeugung radioaktiver Isotope

Quelle: Eckert & Ziegler AG; eigene Darstellung

Anhang

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG
Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	111,1	116,2	120,0	126,1	134,5	142,8
Umsatzkosten	-53,3	-51,8	-54,8	-56,8	-60,5	-64,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	57,8	64,4	65,2	69,2	74,0	78,5
Vertriebskosten	-18,9	-19,5	-20,6	-21,1	-22,1	-23,1
Allgemeine Verwaltungskosten	-18,8	-19,2	-22,8	-23,6	-24,6	-26,1
Forschungs- u. Entwicklungskosten	-2,9	-3,0	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	3,8	8,6	5,3	5,2	5,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,7	-3,6	-7,0	-5,5	-5,1	-5,4
Betriebsergebnis	18,3	22,9	19,9	20,7	23,8	25,8
Ergebnis aus at equity bewerteten Anteilen	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Währungsgewinne/-verluste	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3
Wertminderung Finanzanlagen	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,5	22,9	19,7	20,7	23,5	25,7
Zinserträge	0,3	0,2	0,6	0,4	0,5	0,6
Zinsaufwendungen	-1,6	-1,2	-1,7	-1,8	-1,7	-1,9
Übriges Finanzergebnis	-0,9	-1,7	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7
EBT	14,3	20,2	17,5	18,3	21,6	23,7
Ertragsteuern	-3,9	-8,8	-5,7	-5,5	-6,5	-7,1
Konzernergebnis	10,4	11,4	11,8	12,8	15,1	16,6
Ergebnisanteile Dritter	-1,0	-1,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Konzernergebnis nach Anteilen Dritter	9,4	10,4	10,3	11,2	13,5	14,9
Anzahl Aktien (in Mio. Stück)	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Gewinn je Aktie (unverwässert, Euro)	1,81	1,97	1,95	2,12	2,56	2,81
Zusatzinformationen:						
Abschreibungen	9,8	7,5	7,7	7,7	7,7	7,9
EBITDA	26,3	30,4	27,4	28,4	31,2	33,6

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	48,0%	44,6%	45,7%	45,1%	45,0%	45,0%
Bruttoergebnis vom Umsatz	52,0%	55,4%	54,3%	54,9%	55,0%	55,0%
Vertriebskosten	17,0%	16,8%	17,2%	16,7%	16,4%	16,1%
Allgemeine Verwaltungskosten	16,9%	16,5%	19,0%	18,7%	18,3%	18,2%
Forschungs- u. Entwicklungskosten	2,6%	2,6%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
Sonstige betriebliche Erträge	2,5%	3,3%	7,2%	4,2%	3,9%	3,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5%	3,1%	5,8%	4,4%	3,8%	3,8%
Betriebsergebnis	16,5%	19,7%	16,6%	16,4%	17,7%	18,1%
Ergebnis aus at equity bewerteten Anteilen	0,4%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Währungsgewinne/-verluste	0,0%	0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,3%	-0,2%
Wertminderung Finanzanlagen	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	14,9%	19,7%	16,4%	16,4%	17,5%	18,0%
Zinserträge	0,3%	0,2%	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%
Zinsaufwendungen	1,4%	1,0%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Übriges Finanzergebnis	0,8%	1,5%	0,9%	0,8%	0,5%	0,5%
EBT	12,9%	17,4%	14,6%	14,5%	16,1%	16,6%
Ertragsteuern	3,5%	7,6%	4,8%	4,3%	4,8%	5,0%
Konzernergebnis	9,4%	9,8%	9,8%	10,1%	11,3%	11,6%
Ergebnisanteile Dritter	0,9%	0,9%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
Konzernergebnis nach Anteilen Dritter	8,5%	9,0%	8,6%	8,9%	10,1%	10,4%
Zusatzinformationen						
Abschreibungen	8,8%	6,5%	6,4%	6,1%	5,7%	5,5%
EBITDA	23,7%	26,2%	22,8%	22,5%	23,2%	23,5%

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Geschäfts- oder Firmenwert	29,7	31,3	31,1	31,1	31,1	31,1
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	11,5	13,8	14,8	15,6	16,6	17,6
Sachanlagen	27,5	28,8	31,1	35,1	36,4	38,2
Übrige Finanzanlagen	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Langfristige Forderungen und sonstige Vermögenswerte	1,3	1,3	5,9	6,5	6,7	6,9
Latente Steuern	11,9	9,8	9,1	9,3	9,6	9,9
Langfristige Vermögenswerte	82,0	85,0	92,0	97,7	100,5	103,9
Vorräte	12,7	14,2	15,5	16,3	17,4	18,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,3	18,1	20,1	21,1	22,5	23,9
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,1	4,8	6,0	6,2	6,4	6,6
Wertpapiere	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	29,2	32,3	30,8	30,2	36,0	42,8
Kurzfristige Vermögenswerte	62,5	69,4	72,4	73,7	82,3	91,7
Aktiva	144,5	154,4	164,4	171,5	182,8	195,6
Gezeichnetes Kapital	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kapitalrücklage	53,9	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5
Gewinnrücklage	11,7	18,1	25,3	25,3	25,3	25,3
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-2,2	-1,7	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Eigene Anteile	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	11,2	21,5	33,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	-3,2	-3,4	-3,7
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	68,3	75,2	80,8	88,8	98,9	110,1
Anteile anderer Gesellschafter	5,3	5,7	6,2	6,2	6,2	6,2
Eigenkapital	73,6	80,9	87,0	95,0	105,1	116,3
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	5,9	6,8	8,9	9,0	9,2	9,3
Langfristige sonstige Rückstellungen	17,8	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	16,0	12,9	9,8	10,1	10,3	10,5
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,6	1,8	1,5	1,5	1,6	1,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,8	2,5	2,3	2,4	2,4	2,5
Langfristige Verbindlichkeiten	42,1	44,6	43,1	43,6	44,1	44,6
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,8	5,1	5,7	5,6	5,7	5,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4,3	5,3	7,5	7,9	8,4	8,9
Erhaltene Anzahlungen	3,4	1,3	2,3	1,8	1,9	2,1
Steuerverbindlichkeiten	1,1	2,4	2,1	1,7	1,3	1,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	14,2	14,8	16,7	15,9	16,3	16,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	28,8	28,9	34,3	32,8	33,6	34,7
Passiva	144,5	154,4	164,4	171,5	182,8	195,6

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Bilanz (Positionen in % der Bilanzsumme)

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Geschäfts- oder Firmenwert	20,6%	20,3%	18,9%	18,1%	17,0%	15,9%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	8,0%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,0%
Sachanlagen	19,0%	18,7%	18,9%	20,5%	19,9%	19,5%
Übrige Finanzanlagen	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Forderungen und sonstige Vermögenswerte	0,9%	0,8%	3,6%	3,8%	3,7%	3,5%
Latente Steuern	8,2%	6,3%	5,5%	5,4%	5,3%	5,1%
Langfristige Vermögenswerte	56,7%	55,1%	56,0%	57,0%	55,0%	53,1%
Vorräte	8,8%	9,2%	9,4%	9,5%	9,5%	9,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,0%	11,7%	12,2%	12,3%	12,3%	12,2%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,1%	3,1%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Wertpapiere	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	20,2%	20,9%	18,7%	17,6%	19,7%	21,9%
Kurzfristige Vermögenswerte	43,3%	44,9%	44,0%	43,0%	45,0%	46,9%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	3,7%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,7%
Kapitalrücklage	37,3%	34,7%	32,5%	31,2%	29,3%	27,4%
Gewinnrücklage	8,1%	11,7%	15,4%	14,8%	13,8%	12,9%
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-1,5%	-1,1%	-2,0%	-1,9%	-1,8%	-1,7%
Eigene Anteile	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	6,5%	11,8%	16,9%
Dividendenzahlung	0,0%	0,0%	0,0%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	47,3%	48,7%	49,1%	51,8%	54,1%	56,3%
Anteile anderer Gesellschafter	3,7%	3,7%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%
Eigenkapital	50,9%	52,4%	52,9%	55,4%	57,5%	59,5%
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	4,1%	4,4%	5,4%	5,3%	5,0%	4,8%
Langfristige sonstige Rückstellungen	12,3%	13,3%	12,5%	12,0%	11,3%	10,5%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	11,1%	8,4%	6,0%	5,9%	5,6%	5,4%
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,4%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,2%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Langfristige Verbindlichkeiten	29,1%	28,9%	26,2%	25,4%	24,1%	22,8%
Kurzfristige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,0%	3,3%	3,5%	3,3%	3,1%	3,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,0%	3,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Erhaltene Anzahlungen	2,4%	0,8%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%
Steuerverbindlichkeiten	0,8%	1,6%	1,3%	1,0%	0,7%	0,5%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	9,8%	9,6%	10,2%	9,3%	8,9%	8,6%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	19,9%	18,7%	20,9%	19,2%	18,4%	17,8%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Konzernergebnis vor Anteilen Dritter	10,4	11,4	11,8	12,8	15,1	16,6
Abschreibungen	9,8	7,5	7,7	7,7	7,7	7,9
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen / Erträge	-1,0	-0,7	-1,3	0,1	0,1	0,1
Gewinn / Verlust aus Abgang AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,4	-1,5	-0,8	-2,9	-1,7	-1,4
Veränderung Pensions- und sonstiger langfristiger Rückstellungen	-1,0	-1,4	-3,0	0,1	0,2	0,1
Zinsergebnis	0,6	1,7	1,3	0,0	0,0	0,0
Gezahlte / erhaltene Ertragsteuern	-1,4	3,2	0,9	-0,4	-0,3	-0,3
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	15,0	20,2	16,6	17,4	21,0	23,0
Investitionen	-5,8	-9,2	-9,8	-10,6	-10,0	-10,7
Einzahlungen / Auszahlungen Finanzanlagen	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Verkauf von Anlagevermögen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen Erwerb von konsolidierten Unterehmen	-1,9	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,0	0,0	-1,5	-0,6	-0,2	-0,2
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-7,5	-8,9	-11,3	-13,2	-10,2	-10,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,6	-3,7	-2,5	0,2	0,3	0,3
Einzahl. / Auszahl. aus Kapitalerhöhungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahl. / Auszahl. von / an Minderheitsgesellschafter	-0,4	-0,5	-0,7	-1,6	-1,6	-1,7
Auszahlungen für Rückkauf eigener Anteile	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Verkauf eigener Anteile	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen	-2,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,4	-3,7
Veränderung latenter Steuern	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Einzahl. / Auszahl. für Finanzanlagen / Beteiligungen	-22,8	-1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-22,3	-8,4	-6,6	-4,8	-5,0	-5,3
Veränderung der Zahlungsmittel	-14,8	2,9	-1,3	-0,6	5,8	6,8
Veränderung Wechselkurse / Konsolidierung / Sonstiges	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	43,7	29,2	32,3	30,8	30,2	36,0
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	29,2	32,3	30,8	30,2	36,0	42,8

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

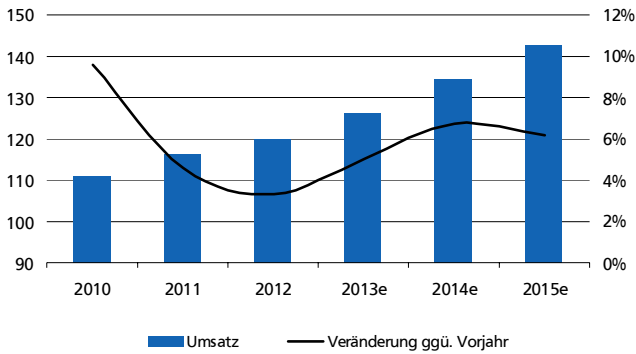
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	9,6%	4,6%	3,3%	5,0%	6,7%	6,2%
EBITDA-Wachstum	-5,7%	15,6%	-9,9%	3,5%	10,0%	7,5%
EBIT-Wachstum	0,6%	38,8%	-14,0%	4,9%	13,8%	9,2%
EBT-Wachstum	-5,9%	41,3%	-13,4%	4,4%	18,4%	9,4%
EPS-Wachstum	-47,9%	8,7%	-1,2%	8,6%	21,0%	9,8%
Margenanalyse						
EBITDA-Marge	23,7%	26,2%	22,8%	22,5%	23,2%	23,5%
EBIT-Marge	14,9%	19,7%	16,4%	16,4%	17,5%	18,0%
EBT-Marge	12,9%	17,4%	14,6%	14,5%	16,1%	16,6%
Nettomarge	8,5%	9,0%	8,6%	8,9%	10,1%	10,4%
Renditeanalyse						
ROI	6,1%	7,0%	6,5%	6,7%	7,6%	7,9%
ROCE	15,0%	15,0%	14,1%	14,2%	15,2%	15,9%
ROE	13,0%	14,5%	13,2%	13,2%	14,4%	14,2%
ROIC	13,6%	14,1%	13,6%	13,7%	14,6%	15,3%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	50,9%	52,4%	52,9%	55,4%	57,5%	59,5%
Anlagendeckung I	89,8%	95,2%	94,6%	97,2%	104,5%	112,0%
Anlagendeckung II	141,1%	147,6%	141,4%	141,9%	148,4%	154,9%
Anlagenintensität	56,7%	55,1%	56,0%	57,0%	55,0%	53,1%
Vorratumschlag	8,8	8,6	8,1	7,9	8,0	8,0
Debitorenumschlag	6,6	6,6	6,3	6,1	6,2	6,1
Debitorenlaufzeit/-ziel	55,0	55,6	58,1	59,7	59,2	59,4
Working Capital / Umsatz	8,6%	11,6%	12,8%	13,1%	14,0%	14,3%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	54,9	63,7	85,3	99,4	102,2	105,6
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-1,7	-7,5	-6,4	-5,5	-10,8	-17,2
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Net Gearing	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	16,4	25,3	16,1	16,1	17,8	18,1
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	10,3	19,1	11,6	11,7	13,4	13,8
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (FCF) (Mio. Euro)	5,9	6,8	2,1	2,1	6,0	6,9
FCF / Umsatz	5,3%	5,9%	1,7%	1,7%	4,5%	4,8%
FCF / Jahresüberschuss	62,8%	65,4%	20,4%	18,8%	44,3%	46,5%
FCF je Aktie (Euro)	1,14	1,29	0,40	0,40	1,13	1,31
FCF Yield	5,2%	5,0%	1,7%	1,5%	4,2%	4,8%
Capex (Mio. Euro)	5,8	9,2	9,8	10,6	10,0	10,7
Capex /Abschreibungen	59,2%	122,7%	127,3%	137,7%	129,9%	135,4%
Capex /Umsatz	5,2%	7,9%	8,2%	8,4%	7,4%	7,5%
Bewertungsmultiplikatoren						
EV / Umsatz	1,2	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9
EV / EBITDA	5,3	3,7	4,3	4,9	4,3	3,8
EV / EBIT	8,4	4,9	6,0	6,7	5,7	4,9
EV / FCF	23,4	16,5	56,6	65,8	22,1	18,3
KGV	12,0	13,1	11,8	12,8	10,6	9,7
KBV	1,6	1,7	1,4	1,5	1,4	1,2
KCV	7,7	6,8	7,3	8,3	6,8	6,2
KUV	1,0	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0
Dividendenrendite	2,8%	2,3%	2,6%	2,4%	2,6%	2,8%

Quelle: Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG; eigene Schätzungen

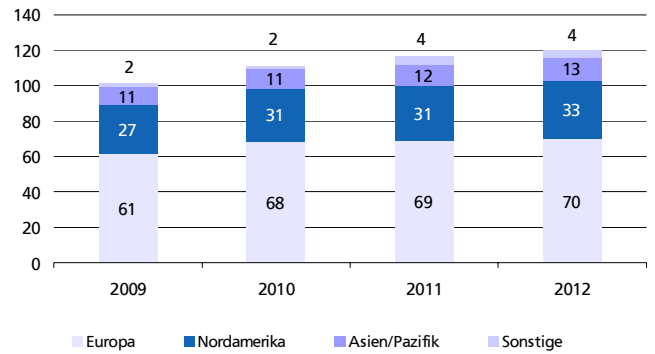
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Umsatzentwicklung (Mio. Euro)



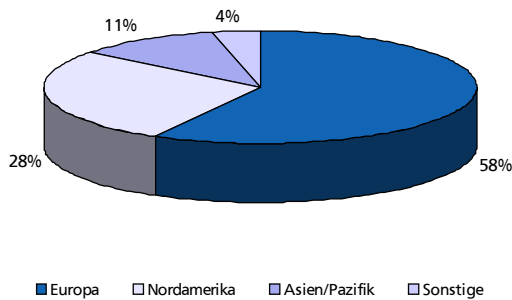
- ⇒ Stetiger Umsatzzuwachs getrieben durch organisches Wachstum (insbesondere bei Isotope Products) und Übernahmen (u.a. IBT in 2009)
- ⇒ Starkes Wachstum bei Afterloadern und Radiopharma erwartet

Umsatzentwicklung nach Regionen (Mio. Euro)



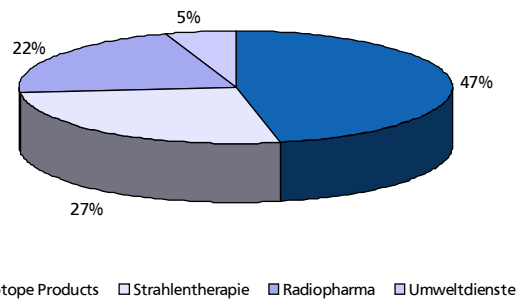
- ⇒ Kontinuierliches Umsatzwachstum in allen Regionen; europäischer Markt profitiert vom Wachstum bei Strahlentherapie und Radiopharma
- ⇒ US-Markt mit hohem Exposure bei Isotope Products und geringerem Wachstum

Umsatzverteilung nach Regionen (2012)



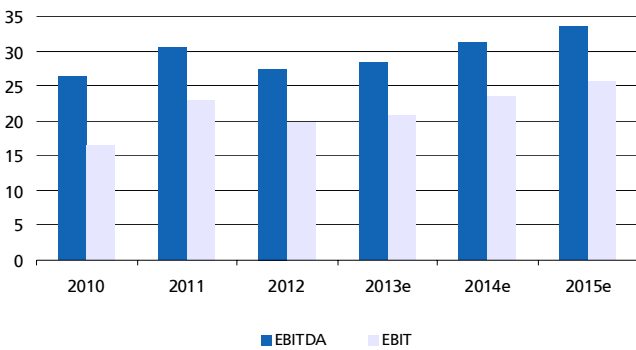
- ⇒ Europäischer Markt dominiert weiterhin mit starker Marktstellung in Deutschland, Frankreich, Belgien aber auch Polen und Russland
- ⇒ In Schwellenmärkten vor allem Verkauf von Afterloadern

Umsatzverteilung nach Segmenten (2012)



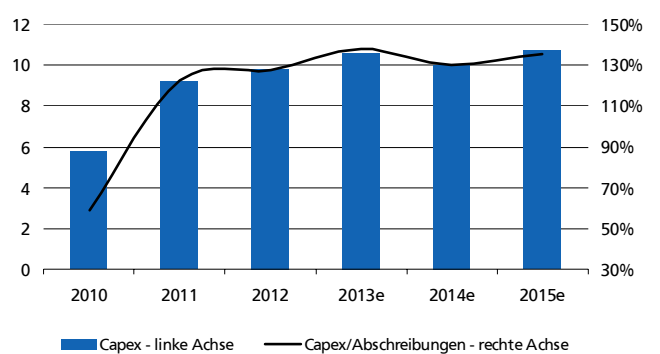
- ⇒ Isotope Products ist das größte Segment mit dominierendem Marktanteil sowohl in Europa als auch in Nordamerika
- ⇒ Segment Strahlentherapie mit hohem Marktanteil bei Seeds in Europa

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



- ⇒ Ertragsdelle in 2012 u.a. wegen Einmalkosten für gescheiterte Übernahme
- ⇒ 2013 noch Belastungen u.a. wegen Rückstellungen im Segment Umweltdienste;
- ⇒ 2014 deutlicher Zuwachs nach Inbetriebnahme des Zyklotrons in Polen

Investitionen (Mio. Euro)

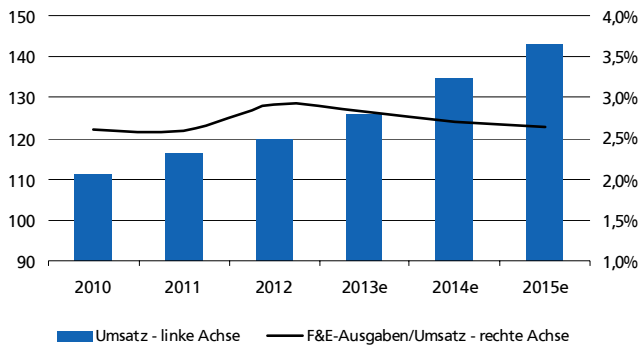


- ⇒ Hohe Investitionstätigkeit allein für Ersatzinvestitionen von 6 bis 8 Mio. Euro p.a.
- ⇒ Capex 2012 und 2013 u.a. vom Bau eines Zyklotrons in Warschau geprägt; zudem Expansion in Osteuropa und Südamerika (Brasilien)

Quelle: Eckert & Ziegler AG; eigene Schätzungen

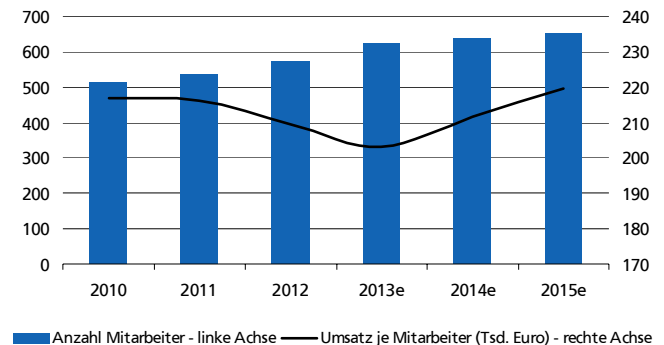
1)2)3)4)6) **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Forschung & Entwicklung (Mio. Euro)



- ⇒ F&E-Aufwendungen wachsen ungefähr mit dem Umsatz; CAGR 2010 bis 2015e: jeweils +5,1% beim Umsatz und den F&E-Aufwendungen
- ⇒ F&E-Aufwandsquote liegt stabil zwischen 2,5% und 3,0%

Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter



- ⇒ Anzahl der Mitarbeiter bei rd. 570 Ende 2012; kontinuierlicher Anstieg der Mitarbeiterzahl auf geschätzt 635 Ende 2014 erwartet
- ⇒ Umsatz pro Mitarbeiter liegt zwischen 200 und 220 Tsd. Euro

Quelle: Eckert & Ziegler AG; eigene Schätzungen

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG

Peer Group-Vergleich

in Mio. Landeswährung außer EpS	Kurs	Market Cap	EV	Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
				2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e
Carl Zeiss Meditec (Euro)	23,28	1.893	1.944	955	1.005	164	177	144	156	1,15	1,26
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	5,3%	17,1%	17,6%	15,0%	15,6%	-	-
Drägerwerk (Euro)	92,06	1.370	1.556	2.428	2.516	286	316	219	247	7,32	8,12
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	3,6%	11,8%	12,6%	9,0%	9,8%	-	-
Guerbet (Euro)	91,60	279	376	399	424	50	56	28	33	5,58	6,77
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	6,2%	12,4%	13,3%	6,9%	7,7%	-	-
IBA (Euro)	5,82	160	188	225	232	24	27	18	21	0,23	0,35
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	3,1%	10,5%	11,8%	7,9%	9,1%	-	-
Sartorius (Euro)	82,00	1.540	1.958	903	963	173	191	133	150	3,99	4,58
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	6,6%	19,2%	19,8%	14,7%	15,5%	-	-
Stratec Biomedical (Euro)	29,80	350	344	132	150	24	29	20	24	1,34	1,62
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	13,3%	18,3%	19,2%	15,0%	16,1%	-	-
UMS United Medical Systems (Euro)	10,03	49	56	44	46	18	19	14	15	0,65	0,70
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	4,1%	41,6%	41,3%	32,0%	31,7%	-	-
Varian Medical Systems (USD)	70,45	7.584	6.934	3.155	3.366	735	809	671	733	4,48	5,02
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	6,7%	23,3%	24,0%	21,3%	21,8%	-	-
Eckert & Ziegler (Euro)	27,15	144	152	126	135	28	31	21	24	2,12	2,56
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)				-	6,7%	22,5%	23,2%	16,4%	17,5%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 02.09.2013

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkomentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 03.09.2013 -

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 03.09.2013

WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
Ludwig-Erhard-Allee 20
D-40227 Düsseldorf

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments