

Healthcare

D Z B A N K R E S E A R C H

Eckert & Ziegler

Anlageurteil: Kaufen

Jahr ^{*)}	Umsatz in Mio Euro	Ergebnis je Aktie in Euro	Cashflow je Aktie in Euro	KCF	KGV	Dividende je Aktie in Euro
2000	23,6	0,40	1,46	35,8	130,8	-
2001e	32,0	0,73	1,88	7,4	19,2	-
2002e	37,2	1,08	1,95	7,2	12,9	-
2003e	42,9	1,35	2,39	5,9	10,4	-

*) Geschäftsjahr endet zum 31.12.

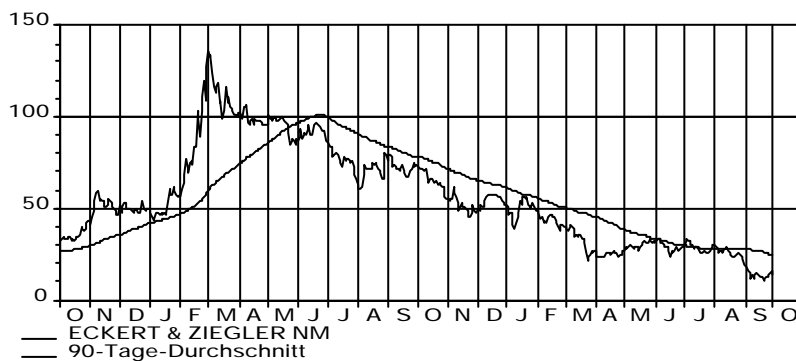
Kurs am 01.10.2001 (in Euro)	14,0
Kurspotenzial in (%), Zeit- Horizont sechs Monate):	55
Risikokategorie:	5
KGV relativ (2002e)	0,74

Finanzkennzahlen 2002e:	
Buchwert je Aktie (in Euro):	11,74
EK-Quote (in %):	65,9
Umsatzrendite (in %):	9,4
EBITDA-Marge (in %):	24,3
ROE n. Steuern (in %):	9,2

Anzahl Aktien (Mio Stück):	3,25
Marktkapitalisierung (Mio Euro):	45,5
Free float (in %):	32,1
WKN:	565 970
Reuters-Kürzel:	EUZG.DE
Bloomberg-Kürzel	EUZ.NM

Kursverfall ohne fundamentale Begründung

- Isotopenspezialist mit Fokussierung auf Wachstumsmärkte
- Erfolgreiches Geschäftsmodell wird um Radiopharmaka erweitert
- Neuste Erfolgsmeldungen der Drug-Coated Stent-Technologie haben auf Eckert & Ziegler nur begrenzt negative Auswirkungen
- DCF-Analyse ergibt einen fairen Wert je Aktie von 21,9 Euro
- Fazit: Wir sehen die Aktie als derzeit unterbewertet und beginnen die Coverage mit der Anlageempfehlung Kaufen



Source: DATASTREAM

IMPRESSUM

Herausgeber:
DZ BANK AG
Deutsche
Zentral-Genossenschaftsbank
Research
Platz der Republik
60265 Frankfurt

Dr. med. Jochen Badouin
Christian Englert

Diese Publikation erscheint unregelmäßig

Inhaltsverzeichnis

Investment Case.....	4
Unternehmensbewertung.....	6
Kennzahlen-Vergleich: Neuer Markt-Peers	6
Kennzahlen-Vergleich: Closest Comparable-Peers	8
Discounted Cashflow-Modell.....	8
Unternehmensprofil.....	13
Unternehmenszweck.....	13
Unternehmensstruktur und Geschäftsbereiche.....	13
Unternehmensstrategie.....	15
Unternehmensbereiche.....	19
Onkologie.....	19
Kardiologie.....	23
Nuklearmedizin, Industrie & Wissenschaft	25
Radiopharmaka	26
Unternehmensentwicklung und Ausblick	28
Entwicklung seit dem IPO.....	28
Ausblick für das laufende Geschäftsjahr	29
Umsatz- und Ertragsaussichten ab 2002	30
Anhang	34
Gewinn- und Verlustrechnung.....	34
Bilanz.....	35
Kapitalflussrechnung.....	36
Kennzahlenübersicht.....	37
Glossar	38
Finanzkalender NEMAX Medtech & Healthcare	41

Investment Case

Die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG ist einer der weltweit führenden Spezialisten für die Entwicklung und Produktion von schwach radioaktiven Strahlenquellen. Die von dem Berliner Unternehmen hergestellten radioaktiven Komponenten finden vor allem in messtechnischen und medizinischen Anwendungen ihren Einsatz.

In den Geschäftsfeldern der Onkologie und Kardiologie hat sich das Medizintechnikunternehmen auf wachstumsstarke Spezialgebiete der modernen Strahlentherapie fokussiert. Bekannt ist Eckert & Ziegler für seine miniaturisierten Strahlenkomponenten, die in Bestrahlungssystemen zur minimal invasiven Behandlung von Prostatakrebs und Herzkranzgefäßverengungen eingesetzt werden.

Zusammen mit den beiden Kerngeschäftsfeldern „Nuklearmedizin“ (medizinische Referenzquellen) und „Industrie“ (Industriequellen) hat das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr einen Gesamtumsatz von knapp 24 Mio Euro (plus 137% gegenüber dem Vorjahr) und ein operatives Ergebnis von über 2 Mio Euro erzielt. Durch die steigende Nachfrage nach effektiven und zugleich kostengünstigen Therapiemethoden, die hohe Entwicklungskompetenz und strategische Kooperationen mit führenden Medizingeräteherstellern wird Eckert & Ziegler nach unserer Einschätzung in den nächsten 4-5 Jahren mit durchschnittlich 19,6% per annum beim Umsatz wachsen. Ausdruck der zunehmenden Profitabilität ist das zum Umsatz überproportionale Ergebnisswachstum (CAGR 2000 bis 2005e: 40%).

Durch den im Juni letzten Jahres getätigten Zukauf des Strahlenquellengeschäftes vom US-amerikanischen Pharmakonzern DuPont und dessen Integration in die bereits 1999 erworbene kalifornische Tochtergesellschaft Isotope Products Laboratories (IPL), konnte der Weltmarktanteil im Bereich nuklearmedizinischer Referenzquellen von rund 30% auf 65% ausgebaut werden. Damit plant die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr 2001 Umsatzerlöse von knapp 10 Mio Euro zu erwirtschaften. Gleichzeitig gelang durch die beiden Akquisitionen ein wichtiger Schritt in Richtung Internationalisierung und Aufbau der Vorort-Präsenz im wichtigsten Medizintechnikmarkt der Welt, den USA.

Das klar strukturierte Geschäftsmodell von Eckert & Ziegler basiert im wesentlichen auf zwei Säulen: erstens auf dem Verkauf von Endprodukten (Seeds, Augenapplikatoren) und zweitens auf dem Verkauf von Know-how im Rahmen von Kooperationen mit namhaften Medical Device- und Life Science-Anbietern. Diese Vertragspartnerschaften sichern Eckert & Ziegler in der Regel Entwicklungs- und Investitionskostenzuschüsse durch den Systempartner, so dass das Investitionsrisiko beim Aufbau neuer Produktionslinien kalkulierbar bleibt.

Zur Abrundung ihres Produktportfolios im Geschäftsbereich Onkologie engagiert sich Eckert & Ziegler seit 1999 überdies auf dem Gebiet der Navigationsrobotik. Durch Integration der robotergestützten Positioniersysteme aus der kürzlich veräußerten Intelligente Instrumente GmbH in die Entwicklungs-Tochtergesellschaft BEBIG GmbH soll die Wertschöpfungskette in diesem Bereich erweitert werden.

Technologische Führungsposition bei radioaktiven Strahlenquellen für die Medizintechnik

Fokussierung auf Wachstumsmärkte

Umsatz-CAGR 2000 bis 2005e von rund 20% prognostiziert

Akquisition im Bereich nuklearmedizinischer Referenzquellen sichert Weltmarktführerschaft

Teilfinanzierung durch Kooperationspartner minimiert Investitionsrisiko

Ausweitung der Wertschöpfungskette durch Entwicklung von navigierten Positioniersystemen

Bei der zukünftigen Ausrichtung konzentriert sich das Unternehmen im Wesentlichen auf die Erweiterung des bestehenden Produktportfolios und die Erschließung attraktiver angrenzender Marktsegmente. Ein Beispiel dafür ist die kürzlich bekannt gegebene Allianz mit dem Berliner Krebsimpfstoffspezialisten NEMOD (New Modalities Heilmittel GmbH), die eine Umsetzung des isotopentechnischen Know-hows zur Entwicklung von radioaktiv markierten Antikörpern ermöglichen soll. Mit dem Einstieg in das neue Geschäftsfeld der Radiopharmaka will man künftig die Palette an Nukleartherapeutika, insbesondere im Bereich von Krebsprodukten, erweitern. Sollte der „proof of concept“ dieser viel versprechenden Technologie gelingen, sehen wir hierin ein beträchtliches Upside-Potenzial für Eckert & Ziegler. Dieses haben wir in unserem Umsatz- und Ergebnismodell noch nicht berücksichtigt, was zu einer konservativen Unternehmensbewertung führt.

Seit Beginn des Jahres hat das Unternehmen durch eine Reihe von großvolumigen Lieferabkommen seine Auftragslage maßgeblich verbessern und damit den Grundstein für eine sehr aussichtsreiche mittel- bis langfristige Geschäftsentwicklung legen können. Die Vereinbarungen zur Lieferung von nuklearmedizinischen Strahlenquellen, kardiovaskulären Komponenten und Implantaten zur Behandlung von Prostatakrebs erforderten frühzeitig neue Investitionen in den Ausbau der Produktionskapazitäten, werden dafür aber nun signifikant zur Erreichung der gesteckten Umsatz- und Ertragsziele beitragen können.

Der Markt für radioaktive Quellen in der Medizin ist ein Wachstumsmarkt mit hohen Markteintrittsbarrieren. Eckert & Ziegler hat sich in diesem Umfeld als internationaler Isotopenspezialist sehr gut positioniert und wird aus unserer Sicht daher nachhaltig an diesem Wachstum partizipieren. Die jüngst publizierten Erfolgsmeldungen einer Konkurrenztechnologie im Kardiologiesegment (Drug-Coated Stents) gefährden das Geschäftsmodell Eckert & Ziegler's nicht, so dass wir den massiven Kursrückgang der vergangenen Wochen als eine negative Übertreibung des Marktes werten.

Aus unserem Bewertungsmodell (DCF- und SWOT-Analyse) leitet sich eine deutliche Unterbewertung der Aktie ab. Daher empfehlen wir die Aktie zum Kauf mit einem Kurspotenzial von 55% auf Sicht von sechs Monaten. Das Kursziel beträgt 21,9 Euro.

Expansion der bisherigen und Erschließung neuer Geschäftsfelder im medizin- und biotechnologischen Bereich

Stärkung der Auftragslage sichert mittelfristiges Wachstum

Nachhaltige Partizipation am Wachstum der relevanten Märkte

Anlageurteil: Kaufen
Kurspotenzial: 55%

Unternehmensbewertung

Für die Unternehmensbewertung haben wir sowohl quantitative als auch qualitative Methoden herangezogen. Der quantitativen Bewertung haben wir relative Kennzahlenvergleiche gegenüber zwei verschiedenen Peer-Groups (nationale und Closest Comparable Peers) sowie eine DCF-Bewertung mit Szenario-Analyse zugrunde gelegt. Durch die Einbeziehung interner (Stärken und Schwächen) und externer (Chancen und Risiken) qualitativer Einflußfaktoren wird ein abgerundetes Bewertungsmodell geschaffen.

Kennzahlen-Vergleich: Neuer Markt-Peers

Zurzeit sind im NEMAX Medtech&Healthcare-Index neben Eckert & Ziegler elf weitere Healthcare-Werte notiert. Davon wurden mit BB Medtech (Holdinggesellschaft) und Euromed (Kliniken-Projekt-Gesellschaft) zwei Werte nicht berücksichtigt, da beide keine „Medical Devices“ (medizinische Geräte) herstellen und/oder vertreiben. Die übrigen neun Medizintechnik-Unternehmen sind zwar keine direkten Peers zu Eckert & Ziegler (da sie nicht in dem Bereich schwach radioaktiver Strahlenquellen tätig sind), dennoch sind sie in Bezug auf Grösse, Wachstumsdynamik sowie Marktumfeld die besten Vergleichsunternehmen in Deutschland.

aap-Implantate ist auf die Bereiche Endoprothetik (künstlicher Gelenkersatz), Osteosynthese (Rekonstruktion von Knochen mittels Platten, Nägeln oder Schrauben) sowie Orthobiologie (Knochenzement und Knochenersatzstoffe) spezialisiert. Das Unternehmen wird im Jahr 2002e rund 32,3 Mio Euro Umsatz erzielen. Break-Even wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2000 erreicht. Die EBITDA-Marge wird für 2002e auf 22% geschätzt.

Asclepion-Meditec stellt medizinische Lasergeräte her, die in den Bereichen Augenheilkunde, Dermatologie und Zahnmedizin angewandt werden. Asclepion wird im Geschäftsjahr 2001/02e nach unseren Schätzungen 47 Mio Euro Umsatz erzielen. Die operative EBITDA-Marge 2001/02e wird rund 6% betragen.

Biolitec bietet fotodynamische Therapien auf der Grundlage von Dioden-Lasern und Fotosensitizern (lichtaktivierbare Substanzen) an. Für das Geschäftsjahr 2001/02e werden Umsätze in Höhe von rund 35 Mio Euro erwartet. Break-Even soll im Geschäftsjahr 2002/03e erreicht werden.

Das österreichische Unternehmen Kretztechnik entwickelt und produziert 2D- und 3D-Ultraschall-Geräte für verschiedene medizinische Fachgebiete (Gynäkologie, Radiologie, Urologie, Chirurgie und Innere Medizin). Das Unternehmen wird im Geschäftsjahr 2002e rund 160 Mio Euro Umsatz und eine EBITDA-Marge von geschätzten 14% erzielen. GE Medical Systems hat den freien Aktionären ein Kaufangebot zu 17 Euro je Aktie unterbreitet.

Das im Juni diesen Jahres an den Neuen Markt gegangene Medizintechnikunternehmen Pulsion Medical Systems entwickelt und vertreibt Monitoring-Systeme zur Patienten-Überwachung in intensivmedizinischen Einrichtungen. Nach unseren Schätzungen wird der Umsatz im Geschäftsjahr 2002e bei rund 25 Mio Euro, die EBITDA-Marge bei etwa 9% liegen.

Die Rösch Medizintechnik AG ist auf den Gebieten nadellose Injektionshilfen, Audiometer und digitale Röntgentechnologie tätig. Für das Geschäftsjahr 2001/02e erwarten wir einen Umsatz von 18,4 Mio Euro und eine EBITDA-Marge von etwa 1%.

Kennzahlen-Vergleich,
DCF- und SWOT-Analyse

Deutsche Medizintechnik-
Unternehmen sind
nicht im Segment von
Eckert & Ziegler tätig

aap-Implantate

Asclepion-Meditec

Biolitec

Kretztechnik

Pulsion Medical Systems

Rösch Medizintechnik

United Medical Systems (UMS) vertreibt medizintechnische Geräte externer Hersteller auf den Gebieten Urologie, Orthopädie und Gynäkologie. Weiterhin werden Dienstleistungen wie das Betreiben von Therapiezentren oder die Bereitstellung von medizinischen Großgeräten an Kliniken angeboten. Wir schätzen die Umsätze für 2002e auf rund 66 Mio Euro und die EBITDA-Marge auf 37%.

United Medical Systems (UMS)

Wavelight Laser Technologie entwickelt, produziert und vertreibt Laser für die medizinischen Fachgebiete Chirurgie, Zahnheilkunde, Dermatologie und Augenheilkunde. Der Umsatz wird für 2001/02e auf 33,0 Mio Euro bei einer EBITDA-Marge von 14% geschätzt.

Wavelight Laser Technologie

World Of Medicine (W.O.M.) ist Hersteller von Produkten für die Minimal Invasive Chirurgie (MIC). Zum Produktportfolio gehören Insufflatoren, medizinische Pumpen-Systeme, Laser und Kameras. Im Geschäftsjahr 2002e erwarten wir einen Umsatz von 49,8 Mio Euro bei einer EBITDA-Marge von rund 21%.

World Of Medicine (W.O.M.)

Eckert & Ziegler: Peers – Neuer Markt

Unternehmen	aktueller Kurs	Marktkap. in Euro (Mio)	KGV 2002e	EV/ Umsatz 2002e	EV/ EBITDA 2002e	EBITDA-Marge 2002e	EPS CAGR 2000-2003e	Break-Even
aap Implantate	5,00	23,8	7,8	0,69	3,18	21,8%	93,6%	2000
Asclepion-Meditec**	6,40	39,7	39,4	0,67	9,96	6,7%	k.A.	1999
Biolitec**	6,31	69,4	k.A.	1,67	k.A.	-2,8%	k.A.	1997
Kretztechnik *	13,73	171,€	17,6	1,19	8,54	13,9%	k.A.	1997
Pulsion	5,00	39,3	35,6	2,90	31,52	9,2%	k.A.	2002 e
Rösch**	3,70	18,2	k.A.	0,42	6,06	6,9%	k.A.	2003 e
UMS	12,75	74,0	9,7	0,88	2,35	37,4%	97,2%	2000
Wavelight**	6,70	21,0	6,3	0,57	3,45	16,5%	k.A.	2001 e
W.O.M.	8,55	70,1	15,3	1,10	5,26	20,9%	65,3%	1997
Eckert & Ziegler	14,00	45,5	13,0	1,08	4,45	24,3%	49,4%	2000
Mittelwert ohne Eckert & Ziegler			18,8	1,12	8,79	14,5%	85,4%	
Median ohne Eckert & Ziegler			15,3	0,88	5,66	13,9%	93,6%	
Kurspotenzial in % bezogen auf den Median			18%	-19%	27%			

k.A.: Verluste im Basis- oder Geschäftsjahr

* gewichteter Preis des GE Medical Übernahmeangebots, ** abweichendes Wirtschaftsjahr auf Kalenderjahr adjustiert

Quelle: Bloomberg, I/B/E/S und DZ BANK Schätzungen

Bei den von uns ausgewählten Vergleichsunternehmen aus dem Medtech-Segment des Neuen Marktes liegt das geschätzte mediane EPS-CAGR 2000-2003e bei 93,6% und die mediane EBITDA-Marge bei 13,9%. Eckert & Ziegler zeigt über den betrachteten Zeitraum im Vergleich ein deutlich niedrigeres EPS-Wachstum (49,4%), während das Unternehmen bei der EBITDA-Marge (24,3%) deutlich über der Peer-Group rangiert. Wir halten den medianen EPS-CAGR jedoch für wenig aussagekräftig, da er nur auf drei Vergleichszahlen beruht.

Hohe Wachstums-
erwartungen bei deutschen
Medtech-Unternehmen

Auf Basis der Kennzahlen KGV und EV/EBITDA ergibt sich eine Unterbewertung der Eckert & Ziegler-Aktie zur Peer-Group (der Median des EV/EBITDA liegt für die Vergleichsgruppe bei 5,66, für Eckert & Ziegler bei 4,45). Das Multiple EV/Umsatz indiziert eine leichte Überbewertung des Unternehmens. Die Ertragskraft wird durch die für uns relevante Kennzahl EV/EBITDA abgebildet. Hier zeigt sich die Unterbewertung des Unternehmens am deutlichsten.

Relevante Kennzahl
EV/EBITDA zeigt deutliche
Unterbewertung

Kennzahlen-Vergleich: Closest Comparable-Peers

Es gibt kein Unternehmen, das in allen Segmenten aktiv ist, in denen auch Eckert & Ziegler vertreten ist. Daher haben wir eine Gruppe von internationalen Vergleichsunternehmen zusammengestellt, die in unterschiedlichen Geschäftsfeldern direkte Wettbewerber von Eckert & Ziegler sind. Eine Analyse der Konkurrenzunternehmen erfolgt im weiteren Verlauf unter der Überschrift „Wettbewerb“.

Unternehmen mit vergleichbaren Geschäftsbereichen

Eckert & Ziegler: Peers – Closest Comparables

Unternehmen	aktueller Kurs	Währung	Marktkap. in LW (Mio)	Marktkap. in Euro (Mio)	KGV 2002e	EV/Umsatz 2002e	EPS CAGR 2000-2003e	Break-Even
Amersham Plc	5,8	GBP	3.651,3	5.914,1	20,2	2,43	12,9%	1998
North American Scientific Inc.*	10,8	USD	109,2	119,8	185,1	4,74	k.A.	2001 e
Theragenics Corp.	9,2	USD	273,€	300,2	16,5	4,28	4,5%	1994
Eckert & Ziegler	14,0	Euro	45,5	45,5	13,0	1,08	49,4%	2000
Mittelwert ohne Eckert & Ziegler					73,9	3,8	8,7%	
Median ohne Eckert & Ziegler					20,2	4,3	8,7%	
Kurspotenzial in % bezogen auf den Median					55,5%	296,9%		

k.A.: Verluste im Basis- oder Geschäftsjahr, * abweichendes Wirtschaftsjahr auf Kalenderjahr adjustiert

Quelle: Bloomberg, I/B/E/S und DZ BANK Schätzungen

Die Closest Comparable Peer-Group zeigt für alle betrachteten Kennzahlen eine deutlich höhere Bewertung für die Wettbewerber von Eckert & Ziegler. Dabei ist das Risiko einer möglichen Substitution ihrer Produkte bei den US-Werten „North American Scientific“ und „Theragenics“ aus unserer Sicht noch nicht ausreichend im Kurs antizipiert. Ein Kurspotenzial lässt sich unseres Erachtens daraus nicht ableiten.

Risiken einiger Vergleichsunternehmen erscheinen uns nicht ausreichend eingepreist

Zusammenfassend lässt sich aus den Vergleichen mit der Closest Comparable Peer-Group und mit der Neuer Markt Peer-Group eine Unterbewertung der Eckert & Ziegler-Aktie ableiten.

Eckert & Ziegler ist im Vergleich zu den relevanten Peer-Groups unterbewertet

Discounted Cashflow-Modell

Da die Aussagekraft der Peer-Group-Vergleiche wegen oben genannter Gründe deutlich eingeschränkt ist, messen wir der Bewertung anhand des DCF-Modells die größte Bedeutung bei. Grundlage unserer Berechnungen sind die diskontierten freien Zahlungsmittelüberschüsse (Free Cashflows). Als Diskontierungsfaktor haben wir die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) angesetzt. Mittels Regressionsanalyse gegen den DAX haben wir einen Beta-Wert von 1,38 ermittelt. Daraus errechnet sich für den WACC ein Wert von 9,52%. Die Wachstumsrate der ewigen Rente beträgt 0% (konservative Annahme).

Bewertung nach DCF-Modell am aussagekräftigsten

**Discounted Cashflow-Bewertung
Entity-WACC-Modell**

Mio Euro	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e	2006e	Ewige Rente 2007e
EBIT	4,6	6,2	7,6	9,8	11,8	12,4	11,1
+ Zinsaufwand Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adjustiertes EBIT	4,6	6,2	7,6	9,8	11,8	12,4	11,1
- Angepasste Ertragsteuern des Unternehmens	-2,2	-2,7	-3,3	-4,2	-5,1	-5,4	-4,8
Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	2,4	3,5	4,3	5,6	6,7	7,1	6,3
+ Abschreibungen SAV/Immat. Vermögensgegenst.	3,7	2,8	3,4	3,6	3,9	3,7	3,5
- Invest./Desinvest. SAV/Immat. Vermögensgegenst.	-4,2	-3,1	-3,2	-3,7	-2,7	-2,7	-2,6
+/- Veränd. Rückstellungen/Sonderposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Veränd. Working Capital	-1,2	-0,8	-0,8	-1,1	-1,5	-1,0	0,0
+/- Veränd. Sonstiges Umlaufvermögen	0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Freier Cashflow	1,5	1,7	3,7	4,4	6,4	7,1	7,2
Barwerte der Freien Cashflows zum Bewertungsstichtag 09/2001	1,6	1,6	3,2	3,5	4,6	4,6	49,4
Summe der Barwerte der Freien Cashflows	68,4						
+ Marktwert des nicht-betriebsnotw. Vermögens	0,1						
+ Liquide Mittel/Wertpapiere/Verzinsl. Finanzanlagen	7,8						
Unternehmenswert	76,3						
- Finanzschulden/Pensionsrückstellungen	-5,0						
Marktwert des Eigenkapitals (incl. Anteile Dritter)	71,3						
- Marktwert der Anteile Dritter	0,0						
Marktwert des Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter)	71,3						
Marktwert des EK je Aktie, voll verwässert (Euro)	21,9						

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Eckert & Ziegler AG und DZ BANK Schätzung

Aus oben genannten Faktoren errechnet sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 71,3 Mio Euro. Der Barwert der ewigen Rente beträgt etwa 70% des Gesamtwertes des Unternehmens. Aus dem Marktwert des Eigenkapitals errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 21,9 Euro. Bezogen auf den gegenwärtigen Kurs von 14,0 Euro leitet sich daraus ein Kurspotenzial von rund 55% ab.

DCF-Modell ergibt fairen Wert je Aktie von 21,9 Euro

Szenarioanalyse

Die Szenarioanalyse zeigt die Schwankungsbreite des Unternehmenswertes bei konstantem WACC und Variation der Wachstumsrate der Ewigen Rente zwischen 0% und 2%. Hier liegt der Unternehmenswert zwischen 71,3 und 84,4 Mio Euro. Dies entspricht einem Wert je Aktie zwischen 21,9 und 26,0 Euro.

Szenario I bei konstantem WACC

Unternehmenswert in Mio Euro					
Wachstum Ewige Rente	WACC				
	8,52%	9,02%	9,52%	10,02%	10,52%
0,0%	80,0	75,4	71,3	67,5	64,2
1,0%	87,7	82,1	77,1	72,6	68,7
2,0%	97,7	90,6	84,4	79,0	74,2

Quelle: DZ BANK

Bei variablen WACC's und konstantem Wachstum der ewigen Rente (0%) liegt der Unternehmenswert zwischen 64,2 und 80,0 Mio Euro. Für den Wert je Aktie bedeutet dies eine Schwankungsbreite zwischen 19,7 und 24,6 Euro.

Szenario II bei konstanter Wachstumsrate der ewigen Rente

Unternehmenswert je Aktie in Euro					
Wachstum Ewige Rente	WACC				
	8,52%	9,02%	9,52%	10,02%	10,52%
0,0%	24,6	23,2	21,9	20,8	19,7
1,0%	27,0	25,2	23,7	22,4	21,1
2,0%	30,1	27,9	26,0	24,3	22,8

Quelle: DZ BANK

SWOT-Analyse			
Stärken	<ul style="list-style-type: none"> Starke Marktposition als Isotopenspezialist Weltmarktführerschaft auf dem Gebiet nuklearmedizinischer Referenzquellen Etablierte Geschäftsbeziehungen mit führenden Medizingeräteherstellern Internationale Ausrichtung mit Präsenz in den Kernmärkten (Europa und Nordamerika) Fokussierung auf Wachstumsmärkte Minimierung des Investitionsrisikos durch finanzielle Beteiligung der Kooperationspartner Nischenplayer in margenstarken Marktsegmenten 	<ul style="list-style-type: none"> Rohstofflieferungen aus Ländern mit instabilem politischen Umfeld Abhängigkeit von Großkunden und Kooperationspartnern Keine eigenen Endprodukte im Kardiologiebereich (Zulieferfunktion) Produktschwerpunkte auf einem einzigen Gebiet Abhängigkeit von eingespieltem Entwicklungsteam 	Schwächen
	<ul style="list-style-type: none"> Wachsender Markt für minimal invasive Behandlungsverfahren Nachhaltige Partizipation am Wachstum der relevanten Märkte durch Wettbewerbsvorsprung Brachytherapie des Prostata-Karzinoms von zunehmender Bedeutung Steigende Nachfrage nach Radiotherapeutika Hohe Markteintrittsbarrieren schützen vor weiterer Konkurrenz 	<ul style="list-style-type: none"> Konzentration auf kleines Spezialgebiet Substitution der Brachytherapie durch neue, innovative Behandlungsmethoden Nachlassende Akzeptanz der Brachytherapie in der Ärzteschaft Hochkompetitives Wettbewerbsumfeld Selbstständige Herstellung der Komponenten durch Medizingeräteanbieter Negative Entwicklung der Radiobiologie Kursbelastung durch theoretisch mögliche Anteilsveräußerung eines ausscheidenden Vorstandsmitgliedes 	

Quelle: DZ BANK

Die Analyse der qualitativen Faktoren zeigt ein Überwiegen der Stärken und Chancen gegenüber den Schwächen und Risiken. Hervorzuheben ist die starke Präsenz in den wichtigsten Absatzmärkten Nordamerika und Europa sowie die Fokussierung auf margenstarke und wachstumsdynamische Märkte.

Stärken und Chancen überwiegen

Anlageurteil

Aus den beiden Peer-Groups lässt sich auf Grund der schlechten Vergleichbarkeit der Unternehmen keine faire Bewertung ableiten. Wir erachten daher die Analyse anhand des DCF-Modells in Kombination mit den qualitativen Bewertungskriterien als maßgeblich für die Ermittlung des fairen Unternehmenswertes. Die deutliche Unterbewertung der Aktie wird einerseits aus dem sich nach DCF-Analyse ergebenden fairen Wert von 21,9 Euro je Aktie und andererseits durch das klare Überwiegen der Stärken und Chancen gegenüber den Schwächen und Risiken (SWOT) evident.

Bewertungsmodell macht Unterbewertung evident

Die drastischen Kursverluste in den vergangenen Wochen werten wir als eine negative Übertreibung des Marktes, die zu einem großen Teil auf einer Überbewertung der negativen Einflüsse der aktuell viel diskutierten Drug-Coated Stents auf die Geschäftsentwicklung Eckert & Ziegler's basiert (die kürzliche Veröffentlichung der RAVEL-Studienergebnisse hatte extreme Kursausschläge bei fast allen börsennotierten Anbietern von kardiologischen „Medical Devices“ zur Folge). Diese bleiben jedoch auf den für das Unternehmen eher klei-

Kursverlust ohne fundamentale Begründung

nen Geschäftsbereich der Kardiologie (Anteil am Gesamtumsatz in 2004e: 7,5%) beschränkt. Vor 2004 rechnen wir nicht mit signifikanten Umsatzeinbußen durch Verdrängungswettbewerb. Ab 2005 gehen wir im Rahmen unserer konservativen Planung von einer kompletten Einstellung des Geschäftsfeldes Kardiologie aus.

Der aktuell bekannt gegebene Rückzug des Gründungsvorstandes Herrn Jürgen Ziegler in den Aufsichtsrat, respektive in die Funktion eines Consultant's für die amerikanische Tochterfirma IPL erfolgte aus gesundheits- und altersbedingten Gründen. Zu seinem Nachfolger soll der bereits seit Mai 2001 im Vorstand amtierende Medizin-Physiker, Herr Dr. Löffler, der über eine langjährige Erfahrung im Isotopengeschäft verfügt, bestellt werden. Herr Ziegler hält über 20% der Aktien. Nach Unternehmensangaben besteht derzeit keine Intention seitens Herrn Ziegler, größere Anteile zu veräußern. Diese Aussage wird dadurch gestützt, dass seit Ablauf der Lock-up-Periode (Ende 1999) keine wesentlichen Verkäufe durch Vorstandsmitglieder getätigt wurden. Auf Grund der fortbestehenden Verbundenheit mit dem Unternehmen sowie dem intern vereinbarten Vorkaufsrecht der übrigen Vorstandsmitglieder erwarten wir, dass unter Asset-Allocation-Gesichtspunkten theoretisch mögliche Verkäufe kursschonend platziert werden würden.

Die Expansion in den Bereich der Radiopharmaka führt aus unserer Sicht zu einer sinnvollen Ergänzung des bislang erfolgreichen Geschäftsmodells, da hierüber neue Zielmärkte mit langfristigen Wachstumspotenzialen angesteuert werden können. Dies eröffnet dem Wert zusätzliches Upside-Potenzial. Auf Grund des initialen Entwicklungsstadiums haben wir den Bereich Radiopharmaka in unserer Bewertung noch nicht berücksichtigt.

Fazit: Unter Abwägung oben genannter Faktoren empfehlen wir die Aktie zum Kauf. Das Kurspotenzial beträgt auf Sicht von sechs Monaten 55%.

Rückzug eines Gründungs-
vorstandsmitgliedes sollte
ohne kursbelastende
Anteilsveräußerung
vonstatten gehen

Upside-Potenzial durch
Radiopharmaka noch nicht
eingepreist

Anlageurteil: Kaufen
Kurspotenzial: 55%

Unternehmensprofil

Unternehmenszweck

Das seit Mai 1999 am Neuen Markt notierte Medizintechnik-Unternehmen Eckert & Ziegler bezeichnet sich selbst als international führender Spezialist für die Entwicklung und Herstellung von schwach radioaktiven Strahlenquellen. Wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells ist die Beteiligung an oder Inkorporation von Firmen der Medizin- und Isotopentechnik, welche durch die Holding im Unternehmensverbund zentral gesteuert werden. Die vom Unternehmen hergestellten Komponenten werden in vier verschiedenen Bereichen eingesetzt:

- Tumorbehandlung: In diesem klassischen Anwendungsgebiet für Radioaktivität produziert das Unternehmen Brachytherapiequellen gegen Augenkrebs (Aderhautmelanome, Retinoblastome) und Prostatakrebs (Prostatakarzinome).
- Behandlung von Arterienverengungen: Die von Eckert & Ziegler hergestellten miniaturisierten Strahlenquellen werden in speziellen kardiologischen Kathetersystemen von führenden Medizingerätfirmen eingesetzt und dienen der Prävention von Restenosen (Wiederverengungen) nach Ballondilatation von Herzkranzgefäßen.
- Bildgebung in der Nuklearmedizin: Hier werden die Isotopenprodukte vornehmlich als Kalibrier- und Referenzquellen verwendet und finden in Gammakameras und PET-Scannern zur bildgebenden Diagnostik ihre Anwendung.
- Industrielle und wissenschaftliche Messverfahren: Die in den Tochterunternehmen der Eckert & Ziegler AG (IPL Inc., USA und CESIO s.r.o., Prag) gefertigten Strahlenquellen werden hierbei in Spezialmessgeräten zur Bestimmung von verschiedenen physikalischen Größen (Dicken-, Dichten-, Füllstandsmessungen) eingesetzt.

Zielsetzung des Unternehmens ist eine Positionierung als führender, globaler Komplettanbieter im Isotopengeschäft. Neben der Konsolidierung des Stammgeschäfts (Strahlenquellen für wissenschaftliche und industrielle Zwecke) und der Fokussierung auf die Wachstumssparten Onkologie und Kardiologie strebt das Unternehmen nun auch die Expansion in das Feld der Radiobiologie an. Durch den Einstieg in die Entwicklung radiopharmazeutischer Krebstherapeutika (Kooperation mit NEMOD) will man die strategische Lücke im nichtapparativen Strahlentherapiebereich schließen und die Wachstumspotenziale über medizinische Strahlenquellen hinaus nachhaltig absichern.

Unternehmensstruktur und Geschäftsbereiche

Die Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG ist eine international orientierte Finanz- und Verwaltungsholding, in der insgesamt fünf Einzelunternehmen in Form einer Unternehmensgruppe zusammen geschlossen sind. An den Standorten Berlin, Prag und Los Angeles beschäftigt Eckert & Ziegler derzeit rund 220 Mitarbeiter, wobei hier auf Grund der soliden Geschäftsentwicklung eine stetig steigende Tendenz zu verzeichnen ist. Dem nachfolgenden Organigramm sind die Aufstellung sowie die einzelnen Beteiligungsverhältnisse innerhalb der Unternehmensgruppe zu entnehmen.

Entwicklung und Produktion von radioaktiven Produkten für vier Anwendungsbereiche

Brachytherapie von Tumoren

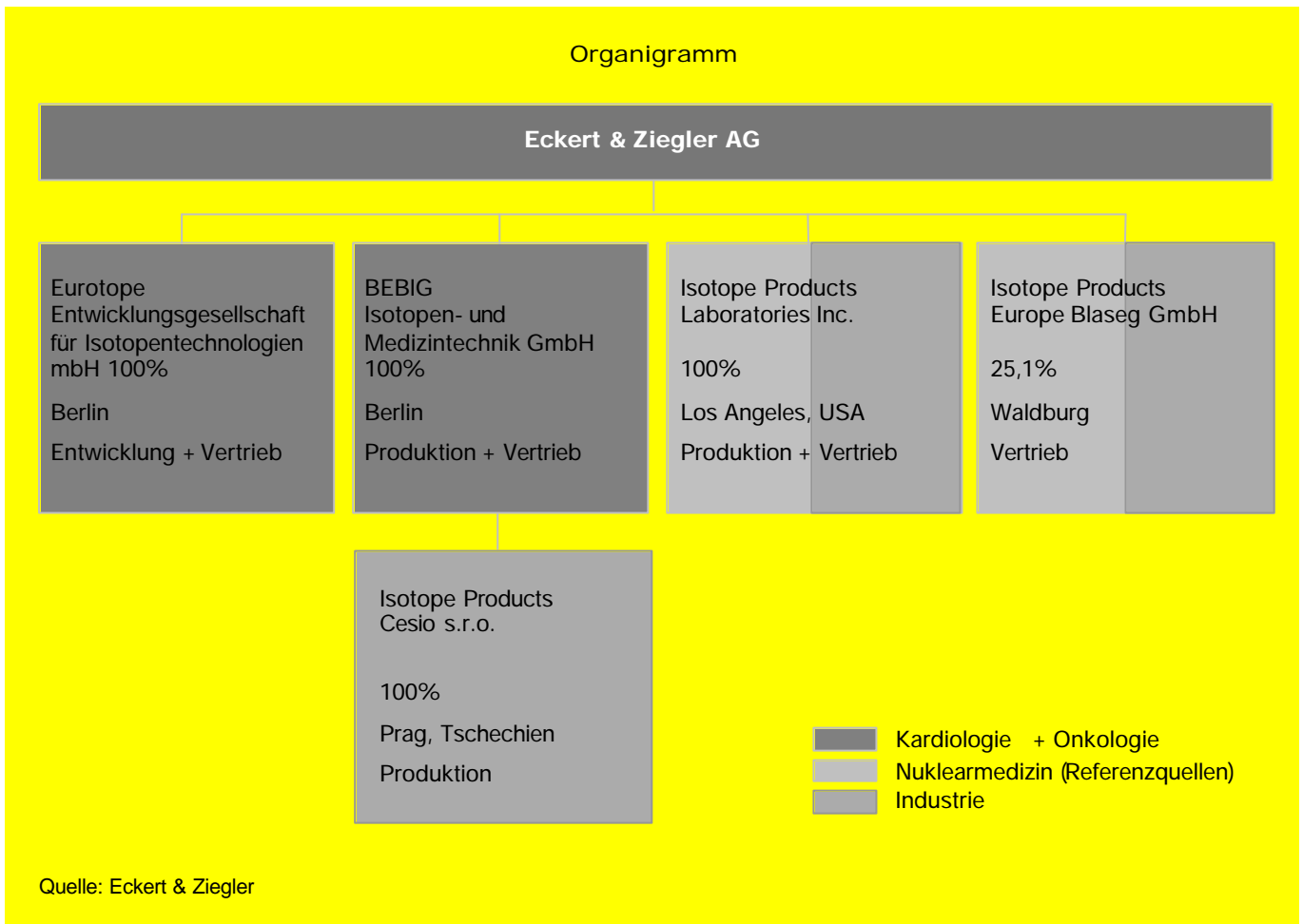
Restenoseprävention

"Nuclear Imaging"

Wissenschaftliche und messtechnische Anwendungen

Ziel: Führender Komplettanbieter im Bereich der Isotopentechnologie

Holding verwaltet fünf Einzelunternehmen im Unternehmensverbund



Die Eurotope Entwicklungsgesellschaft für Isotopentechnologien mbH, Berlin entwickelt Technologien auf den Gebieten der Isotopentechnik und des Isotopenrecyclings. Sie fungiert vornehmlich als Entwicklungsgesellschaft der BEBIG Isotopen- und Medizintechnik GmbH, die primär für Produktion und Vertrieb zuständig ist. Die Produktion von Industriequellen findet auch bei der tschechischen Tochtergesellschaft Isotope Products Cesio s.r.o. statt. Die Isotope Products Laboratories Inc., USA konzentriert sich auf die Herstellung von radioaktiven Quellen für industrielle, wissenschaftliche und medizinische Anwendungen. Mit der Anfang 1999 erworbenen Gesellschaft sicherte sich Eckert & Ziegler frühzeitig den strategischen Einstieg in den US-Markt, während sich der europäische Vertrieb von Strahlenquellen für Wissenschaft und Industrie auf das Beteiligungsunternehmen Isotope Products Europe Blaseg GmbH mit Sitz in Waldburg konzentriert. Die Berliner Tochterfirma jojumarie Intelligente Instrumente GmbH wurde mit Kaufvertrag vom 26. September 2001 und einem Buchgewinn von 250.000 Euro veräußert. Die Entwicklung von medizinischen Robotern zur präzisen Positionierung von Brachytherapiequellen wurde im Vorfeld in die BEBIG GmbH integriert.

Das Business-Modell des in Berlin ansässigen Medizintechnikunternehmens stützt sich auf ein breites Leistungsspektrum in vier separaten Geschäftsfeldern. Die beiden Bereiche „Nuklearmedizin“ sowie „Industrie und Wissenschaft“ zählen zu den ursprünglichen Kerngeschäftsfeldern von Eckert & Ziegler und werden von daher in Abgrenzung zu den neueren Wachstumsfeldern „Onkologie“ und „Kardiologie“ als Stammgeschäft zusammengefasst.

Enge Verzahnung der Tochtergesellschaften bei Entwicklung, Produktion und Vertrieb

Tätigkeitsfeld umfasst vier Geschäftsbereiche

Im Bereich Onkologie steht die Entwicklung und Fertigung von Beta-Strahlenquellen zur Behandlung von Prostata-Karzinomen und bösartigen Augentumoren im Vordergrund. Eckert & Ziegler ist derzeit das einzige Unternehmen, welches Augenapplikatoren auf Basis von Ruthenium-106 herstellt. Diese wurden bereits in den sechziger Jahren in der Akademie der Wissenschaften der ehemaligen DDR entwickelt und nach der Wiedervereinigung von Eckert & Ziegler in das Produktportfolio integriert. Für die Prostatakrebsbehandlung hat sich das Unternehmen auf die Produktion von radioaktiven Seeds (kleine Metallstäbchen, die dauerhaft in das Prostatagewebe implantiert werden) konzentriert. Darüber hinaus plant man durch Kompetenzzukauf die Entwicklung therapeutischer Antikörper voran treiben zu können, die bei einer Reihe von malignen Tumoren potenziell viel versprechende Behandlungsalternativen bieten könnten.

Onkologie: Prostata-Seeds, Augenapplikatoren und therapeutische Antikörper

Im Geschäftsbereich Kardiologie produziert Eckert & Ziegler miniaturisierte Strahlenquellen zur Bestrahlung von Gefäßinnenwänden. Diese in Zusammenarbeit mit führenden Medizingeräteherstellern entwickelten Komponenten werden als Bestandteil von Katheter-Systemen zur Prävention von Restenosen nach Koronar-Angioplastie eingesetzt.

Kardiologie:
Kardiovaskuläre Quellen

Das derzeit noch umsatzstärkste Geschäftsfeld (ein Drittel der für das Geschäftsjahr 2001e geplanten Erlöse) stellt die Nuklearmedizin dar. Eckert & Ziegler ist auf diesem Gebiet mit circa 65% Marktanteil der weltweit führende Anbieter von medizinischen Referenzquellen. Diese werden beispielsweise zur Kalibrierung (Qualitätssicherung) von Gamma-Kameras oder in der Diagnostik verschiedener Erkrankungen (meist onkologische Anwendungen) eingesetzt.

Nuklearmedizin:
Medizinische
Referenzquellen

Der vierte Geschäftsbereich „Industrie und Wissenschaft“ liefert schwach radioaktive Quellen für messtechnische Zwecke an Abnehmer aus der Industrie (meist mittelständische Unternehmen) und wissenschaftliche Institute.

Industrie und Wissenschaft:
Strahlenquellen für
messtechnische Zwecke

Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von Eckert & Ziegler beinhaltet eine klare Ausrichtung auf Teilmärkte der Medizin, in denen eine große Nachfrage nach effektiven und schonenden Therapieverfahren herrscht. Durch die Aufstellung des Unternehmens in verschiedenen Geschäftsfeldern werden mehrere Marktsegmente mit unterschiedlichen Merkmalen abgedeckt, so dass keine universelle Geschäftsstrategie für alle Segmente verfolgt werden kann. Vielmehr orientiert sich die Marketingstrategie an den für die einzelnen Bereiche spezifischen Markterfordernissen. Auf die individuellen Besonderheiten und Gemeinsamkeiten der einzelnen Geschäftsfelder wird später gesondert eingegangen.

Strategie für einzelne
Geschäftsbereiche an
Bedürfnisse
der Teilmärkte adaptiert

Traditionell agiert Eckert & Ziegler primär als Zulieferer von spezialisierten Isotopenprodukten für Medizingerätefirmen. Kern der Unternehmensstrategie ist dabei eine breite Ausschöpfung der Wertschöpfungskette, die durch ein mehrstufiges Dienstleistungsangebot gewährleistet wird. Im einzelnen gehören folgende vier Glieder zum Leistungsspektrum des Unternehmens:

Breites Dienstleistungs-
angebot über mehrere
Stufen der
Wertschöpfungskette

– Entwicklung von Prototypen bis hin zur Validierung in Versuchsreihen.

Development

- Entwicklung und Aufbau von Produktionsanlagen für einzelne Produktlinien. Dabei werden zunächst kleinere Mengen des Prototyps hergestellt, bevor ein Produkt in Serienfertigung geht.
- Vertragsfertigung der Komponenten in großen Stückzahlen. Produziert wird nach strengen Richtlinien (ISO 9001, GMP), um entsprechende Qualitätsstandards gewährleisten zu können.
- Erledigung von Lizenzierungs- und Genehmigungsverfahren, Recycling- und Vertriebsleistungen.

Line Design

Contract Manufacturing

Special Services

Wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells von Eckert & Ziegler ist die Kooperationsstrategie, welche durch langfristige Entwicklungs- und Lieferverträge mit namhaften Medizingeräte-Herstellern die Basis für das zukünftige Geschäft und weiteres Wachstum sichern soll. Bei diesen Allianzen entsteht eine so genannte Win-win-Situation, in der beide Partner voneinander profitieren. Eckert & Ziegler kann sich im Rahmen der projektbezogenen Kooperation auf seine Kernkompetenzen (Entwicklung und Produktion) konzentrieren und erhält gleichzeitig Entwicklungs- und Investitionskostenzuschüsse von seinen Kunden. In den vergangenen Jahren konnte die Gesellschaft auf diese Weise jährlich etwa 1 bis 3 Mio Euro an Meilensteinzahlungen akquirieren und so das Investitionsrisiko beim Bau der Produktionsanlagen/-linien deutlich minimieren. Durch vertraglich zugesicherte Mindestabnahmemengen wird bei einem Teil der Abkommen auch noch das Absatzrisiko reduziert.

Kooperation
mit Global Playern
führt zu Win-win-Situation

Oft handelt es sich um gegenseitige Exklusivvereinbarungen mit den Kooperationspartnern, die sowohl die Herstellung als auch die Distribution der Strahlenquellen betreffen. Dabei bindet sich Eckert & Ziegler auf Grund der geleisteten Zuschüsse insoweit, als das auf den Linien nur für den jeweiligen Systempartner produziert werden kann und darf. Dies ist zum Beispiel im Falle der Beta-Cath™-Katheter der Firma Novoste zutreffend, für die Eckert & Ziegler Strontium-90-Quellen liefert. Teilweise sind die Partner dafür verpflichtet, nur Produkte aus der Fertigung von Eckert & Ziegler zu verwenden. Im Gegenzug bekommt der Kunde für seine Investitionsleistung und die Sicherstellung einer schnellen Marktdurchdringung das isotopentechnische Know-how, ohne in Personal, Laborinfrastrukturen oder Genehmigungsverfahren investieren zu müssen.

Bilaterale Exklusivitätsvereinbarungen führen zur Kundenbindung

Eckert & Ziegler hat frühzeitig die zentrale Bedeutung einer globalen Präsenz im Medizintechnikmarkt erkannt und sich als international ausgerichteter Anbieter mit Fokus auf den Kernmärkten Europa und Nordamerika etabliert. Hier wurden 97% (Nordamerika: 81%, Europa: 16%) der Umsätze des zurückliegenden Geschäftsjahres 2000 generiert und die Wachstumsmärkte mit dem größten Potenzial für die Zukunft gesehen. Durch den Erwerb der IPL Inc., Los Angeles (Entwickler und Produzent von radioaktiven Strahlenquellen) ist Eckert & Ziegler einerseits ein bedeutender Schritt in Richtung internationale Expansion gelungen, andererseits wird durch die Vorort-Präsenz in den USA der Kontakt zu wichtigen Großkunden (Novoste, Uromed) erheblich erleichtert.

Internationale Ausrichtung mit Fokus auf Wachstumsmärkte

Im Geschäftsbereich Onkologie konzentriert sich das Unternehmen vornehmlich auf die Vermarktung ihrer Prostataimplantate. Dabei liegt der Schwerpunkt der Bemühungen nicht primär auf der technologischen Innovation als vielmehr auf der Beschleunigung und Intensivierung der Marktpenetration. Von besonderem Interesse sind für Eckert & Ziegler die europäischen Märkte, da hier im

Ziel für Prostatakrebsprodukte ist die forcierte Penetration der europäischen Märkte

Gegensatz zu den USA die Marktanteile noch nicht verteilt sind. Das liegt hauptsächlich daran, dass die Brachytherapie von Prostata-Karzinomen in den USA bereits seit Jahren etabliert ist und dort einen insgesamt höheren Stellenwert als in Europa einnimmt.

Eckert & Ziegler plant, innerhalb der nächsten fünf Jahre seine Marktanteile von derzeit 35% in Europa zu halten und damit rund 35 Mio Euro Umsatzerlöse (knappe Verzehnfachung gegenüber 2000) zu erwirtschaften. Für das laufende Geschäftsjahr sind 5,8 Mio Euro Umsätze vorgesehen, die sich schon im darauffolgenden Jahr verdoppeln (11,3 Mio Euro) sollen. Die Durchdringung des US-Brachytherapiemarktes hingegen ist auf Grund der starken Position der lokalen Wettbewerber für nicht amerikanische Marktteilnehmer stark erschwert und steht unter ökonomischen Gesichtspunkten für Eckert & Ziegler (aktueller Marktanteil nur rund 1%) daher nicht im Fokus des Interesses.

Durchdringung des US-Brachytherapiemarktes von untergeordneter Bedeutung

Zu den Kunden für Prostata-Seeds zählen etwa 30 Kliniken und ausgewählte Distributoren, wobei der Anteil der Umsätze mit intermediären Organisationen tendenziell sinkt, während die Verkäufe an Kliniken und Ärzte zunehmend an Bedeutung gewinnen. Dazu werden spezialisierte Einrichtungen ausgewählt, die nach Akquisition und „Teaching“ der behandelnden Ärzte im therapeutischen Einsatz durch Direktvertrieb bedient werden. Im vergleichsweise kleinen Markt für Ruthenium-106-Augenapplikatoren (Eckert & Ziegler ist Weltmarktführer mit rund 0,5 Mio Euro Jahresumsatz) verfügt die Gesellschaft über etablierte Absatzkanäle. Der direkte Vertrieb an die rund 60 Kliniken erfolgt seit Unternehmensgründung zentral aus Berlin.

Direktvertrieb von Seeds gewinnt an Bedeutung

Auf dem Gebiet der kardiovaskulären Quellen (Geschäftsbereich Kardiologie) hat sich Eckert & Ziegler bereits eine starke Marktstellung (geschätzter Weltmarktanteil: 65%) erarbeitet. Diese beruht im wesentlichen auf strategischen Allianzen mit international führenden Anbietern von Produkten für die interventionelle Kardiologie. Durch ihren Bekanntheitsgrad erhöhen diese die Reputation des Berliner Unternehmens als Spezialist für die Entwicklung und Herstellung radioaktiver Quellen. Etwa 90% des Umsatzes im Kardiologiesegment werden gegenwärtig alleine über die beiden Hauptkunden Novoste, USA (Beta-Cath-System™) und Radiance, USA (RDX-Katheter™) generiert, deren Katheter-Systeme die derzeit einzigen mit europäischer Marktzulassung sind. Da Radiance die Aktivitäten auf dem europäischen Markt bis auf Weiteres eingestellt hat, verliert das Geschäftsfeld Kardiologie für Eckert & Ziegler an Bedeutung.

Strategische Allianzen bedingen gute Positionierung im Bereich kardiovaskulärer Strahlenquellen

Im Bereich Nuklearmedizin wird das Kundenprofil vornehmlich durch Hersteller von Gamma-Kameras, Kliniken und weitere Sekundärmärkte geprägt. Über die strategische Akquisition des DuPont-Strahlengeschäfts hat sich Eckert & Ziegler in diesem Geschäftsbereich nochmals deutlich verstärkt (der Zukauf hat im letzten Jahr bereits sechs Mio US-Dollar zum Umsatz beigetragen). Zusammen mit dem Tochterunternehmen IPL kann man nun ein umfassendes Portfolio von Referenzquellen anbieten. Die Produktionstechnologie dieser Quellen wird einem kontinuierlichen Überarbeitungsprozess unterworfen, der mittels Prozessoptimierung und effizienter Kostenkontrolle die Wettbewerbsfähigkeit garantieren soll.

Externes Wachstum durch strategische Akquisition im Bereich Nuklearmedizin

Außer der Kompetenz, qualitativ hochwertige Produkte zu wettbewerbsfähigen Preisen anbieten zu können, wird der Markterfolg Eckert & Zieglers durch eine breite Kundenbasis, ihre Zulassungserfahrung und Gewährleistung ausreichender Produktionskapazitäten determiniert. Das wird aus unserer Sicht durch die

Langjährige Erfahrung und breit gefächertes Kontaktnetz sichern Zukunftsgeschäft

kürzlich geschlossene Vereinbarung mit dem amerikanischen Medizingerätehersteller General Electric Medical Systems unterstrichen, die IPL zum Erst-ausrüster für nuklearmedizinische Strahlenquellen vorsieht. Solche Abkommen schaffen Eckert & Ziegler wiederum eine gute Ausgangsbasis für ein künftiges Nachfolgegeschäft (zum Beispiel durch Ersatzquellen).

Das Unternehmen plant, bis zum Jahr 2005 im Segment „Nuclear Imaging“ einen Umsatz von etwa 15 Mio Euro erzielen zu können. Das entspräche einem durchschnittlichen Wachstum von rund 10% per annum. Bis zu 15 Mio Euro sollen aus der Vermarktung von Radiopharmaka generiert werden, die wir aber auf Grund der unsicheren Entwicklung in dem im Aufbau befindlichen Bereich vorerst nicht mit in unsere eigene Umsatz- und Ertragsplanung aufgenommen haben.

Der Geschäftszweig „Industrie und Wissenschaft“ (geplanter Umsatz für 2001e: 9,1 Mio Euro) bildet zusammen mit dem Bereich „Nuklearmedizin“ nach wie vor die „Cash Cow“ des Unternehmens. Auf Grund des eher moderaten Wachstums von jährlich 4-5% soll aber nach Unternehmensplanung schon im kommenden Geschäftsjahr die „Onkologiesparte“ als Wachstumstreiber zum umsatzstärksten Geschäftsbereich (Ziel für 2002e: 11,3 Mio Euro) avancieren.

Eckert & Ziegler verfolgt bei den Industriequellen eine geteilte Vertriebsstrategie, die sowohl die Belieferung größerer und kleinerer Distributoren als auch den Direktvertrieb beinhaltet. Die fünf größten (so genannte „Key Accounts“) der über 1.000 Kunden vereinen rund ein Drittel des Gesamtumsatzes in diesem Geschäftsfeld auf sich.

Um ihre Position als „Partner of Choice“ für forschungsaktive Medizingerätefirmen aufrecht zu erhalten beziehungsweise auszubauen, setzt Eckert & Ziegler auf eine kontinuierliche Entwicklung weiterer Produkte. Das spiegelt sich auch in einer für die Branche überdurchschnittlich hohen Forschungs- und Entwicklungskosten-Quote von aktuell 18% (einschließlich Entwicklung und Bau von Fertigungsanlagen) wider. Zukünftig plant man rund 10-15% des Umsatzes für F&E-Aktivitäten zu investieren (Aufwendungen werden teilweise aktiviert). Hierin sind bereits die vorgesehenen Entwicklungsaufwendungen für den Bereich Radiopharmaka von insgesamt rund 3 Mio Euro enthalten.

Die Einlizenzierung der Nutzungsrechte an der Antikörpertechnologie von NEMOD soll letztlich keine Diversifizierung der Geschäftsaktivitäten nach sich ziehen, sondern nach dem „proof of principle“ der radioaktiv markierten Antikörper an einen größeren Allianzpartner ohne isotopentechnisches Know-how durchlizenzieren werden. Dieser wäre zugleich potenzieller Exklusivabnehmer für die von Eckert & Ziegler gelieferten radioaktiven Komponenten.

Radiopharmaka sollen bis zu 15 Mio Euro Umsatz im Jahr 2005 beitragen

Moderates Wachstum im Geschäftszweig Industrie und Wissenschaft

Geteilte Vertriebsstrategie für Industriequellen

F&E-Quote soll in den kommenden Jahren 10-15% betragen

Fokus bleibt Isotopengeschäft

Unternehmensbereiche

Eckert & Ziegler bewegt sich mit seinen Produkten in wettbewerbsintensiven Wachstumsmärkten. Zum einen liegt das an der Fokussierung auf große und wichtige Indikationsgebiete innerhalb der Medizin (Krebs und kardiovaskuläre Erkrankungen zählen zu den häufigsten Todesursachen in den westlichen Industrienationen), zum anderen besteht eine steigende Nachfrage nach schonenden und kostengünstigen Therapiealternativen. Die als minimal invasiv bezeichneten Verfahren ersetzen bei frühzeitiger Diagnose der Erkrankung oftmals den chirurgischen Eingriff und verkürzen daher die Rekonvaleszenzzeit der Patienten erheblich.

Durch Verfeinerung der diagnostischen Methoden und Ausdehnung so genannter Screening-Programme werden Krankheiten in einem früheren Stadium erkannt, so dass minimal invasive Behandlungsverfahren (so auch miniaturisierte Strahlenquellen) zunehmend zum Einsatz kommen.

Onkologie

Bösartige Tumoren liegen nach Angaben der WHO (Weltgesundheitsorganisation) auf Platz zwei der Todesursachenstatistik (hinter kardiovaskulären Erkrankungen), bezogen auf die Weltbevölkerung. Zu den Krebsarten mit den höchsten Prävalenzen gehört das Prostata-Karzinom, welches das häufigste Malignom des Mannes darstellt. Nach Lungen- und Darmkrebs ist es die dritthäufigste Krebstodesursache bei Männern. Allein in diesem Jahr wird man nach Schätzungen der American Cancer Society rund 200.000 neue Prostatakrebsfälle in den USA diagnostizieren und über 30.000 werden daran sterben. Für Deutschland rechnet man mit jährlich knapp 30.000 Neuerkrankungen. Durch regelmäßige Anwendung von Screening-Tests (Suchverfahren) werden heute fast 70% der Fälle in einem noch nicht fortgeschrittenen Stadium (lokal oder regional begrenzt) diagnostiziert. In diesen frühen Krankheitsstadien liegt die 5-Jahresüberlebensrate bei nahe 100%.

Abhängig vom Alter, dem Erkrankungsstadium und dem Allgemeinzustand des Patienten wird eine Reihe unterschiedlicher Behandlungsmethoden eingesetzt. Neben operativen Verfahren (Prostatektomie), Hormontherapie (Androgensuppression) und Chemotherapie wird vor allem die Bestrahlungstherapie durchgeführt. Hierbei gewinnt die interne Bestrahlung (Implantation radioaktiver Seeds) gegenüber der externen Strahlentherapie zunehmend an Bedeutung. Diese als Brachytherapie bezeichnete Methode bietet einige entscheidende Vorteile (wenig belastend, billig, niedrige Komplikations-/Nebenwirkungsrate, ambulant durchführbar) und wird in der Regel bei Patienten angewendet, bei denen das Tumorwachstum organbegrenzt bleibt.

Das relevante Marktvolumen für Eckert & Ziegler wird durch den Anteil der mittels Permanentimplantaten (im Gegensatz zur temporären Hochdosis-Brachytherapie, bei der für jeweils mehrere Stunden hoch radioaktive Seeds über dünne Plastikkatheter in der Prostata platziert werden) behandelten Patienten determiniert.

Markt

Nach Schätzungen des Marktforschungsinstitutes American Health Consultants (BBI Newsletter) wächst der Anteil der mit Seeds behandelten lokalisierten Prostata-Karzinome in den USA von rund 20% im Jahr 2000 (entspricht 40 Tsd. Brachytherapien) auf über 35% in 2005e (entsprechend 110 Tsd. Bra-

Eckert & Ziegler profitiert von steigender Nachfrage nach minimal invasiven Behandlungsverfahren

Wachstumsmarkt für radioaktive Komponenten

Prostata-Karzinom: dritthäufigste Krebstodesursache bei Männern

Brachytherapie gewinnt bei Prostatakrebsbehandlung an Bedeutung

Relevanter Markt: Anteil der Permanentimplantate an Strahlentherapie

Große Diskrepanz bei Marktvolumina und Marktpotenzialen zwischen USA und Europa

chytherapien). Das ergibt bei geschätzten Behandlungskosten von 2.800 beziehungsweise 2.400 US-Dollar pro Behandlung eine Marktgröße von 112 Mio US-Dollar (2000) respektive 264 Mio US-Dollar (2005e). Anderen Quellen zufolge liegt die Quote der Brachytherapien derzeit bei über 25% aller in den USA durchgeführten kurativen Behandlungen. Während der US-Markt im Segment der Prostata-Seeds bereits weitgehend verteilt ist und von amerikanischen Konkurrenzunternehmen dominiert wird, sind die Wachstumspotenziale für Eckert & Ziegler in Europa noch beträchtlich. Hier hat sich diese Therapieform bislang nicht so recht durchsetzen können, so dass im vergangenen Jahr lediglich etwa 1.500 Seed-Behandlungen bei rund 135 Tsd. Neuerkrankungen (entspricht 1,1% der Fälle) durchgeführt wurden.

Auf Grund steigender Akzeptanz des Verfahrens (gute Behandlungsergebnisse und positive Datenlage klinischer Studien) sowie verbesserter Screening-Methoden prognostizieren wir für die nächsten Jahre einen steilen Anstieg der Behandlungszahlen im europäischen Raum. Das Unternehmen selbst geht von rund 20 Tsd. Brachytherapien im Jahr 2005 aus. Das entspräche einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 68%. Wir erwarten für Europa ein CAGR 2000-2005e der Brachytherapien von rund 65%, so dass wir in 2005e von etwa 18.700 Seed-Behandlungen ausgehen.

Wettbewerb

Weltweit existieren weniger als 15 Unternehmen, die radioaktive Strahlensquellen für medizinische Anwendungen entwickeln und produzieren. Das liegt zum einen im besonderen Know-how begründet, das eine sichere und effektive Produktion von Isotopen erfordert und nur wenige Anbieter besitzen. Zum anderen sorgen hohe Markteintrittsbarrieren (technisch anspruchsvolle Entwicklung und Produktion, kapitalintensive Lizenzierungs- und Genehmigungsverfahren) für eine überschaubare Anzahl an Mitbewerbern.

Eckert & Ziegler verfügt über eine langjährige Erfahrung in der Isotopenforschung und Herstellung radioaktiver Quellen. Als einer der wenigen Anbieter besitzt die Gesellschaft über ihr Tochterunternehmen Eurotope das Know-how zum selbstständigen Bau von Produktionslinien und Laboren, was in Teilbereichen zu einem technologischen Vorsprung beigetragen hat. Durch das integrierte Angebot von Komponenten für die Medizintechnik als auch für die Industrie deckt das Unternehmen mit seiner breiten Produktpalette im Gegensatz zu den meisten Mitbewerbern mehrere verschiedene Marktsegmente ab. Führend ist Eckert & Ziegler auch im Bereich Fertigungstechnik von Prostata-Seeds, wo mittels hohem Automatisationsgrad die Kostenführerschaft erreicht werden konnte. Die internationale Ausrichtung hebt Eckert & Ziegler von kleineren Konkurrenzunternehmen ab.

Für das wachstumsstarke Geschäftsfeld Onkologie haben wir die derzeit wichtigsten und größten Konkurrenten näher betrachtet. Auf dem Gebiet der Prostata-Implantate sind dies Amersham (UK), Theragenics (USA) und National American Scientific (USA). Die drei Unternehmen verfügen wie Eckert & Ziegler über eine umfassende Erfahrung bei der Produktion, Distribution und dem Marketing ihrer Seed-Produkte. Während die amerikanischen Anbieter auf dem heimischen Markt bereits erfolgreich sind, fehlen ihnen für die europäischen Märkte noch ausreichende Vorort-Kapazitäten. Kleinere Wettbewerber im Onkologie-Sektor sind International Brachytherapy (Belgien), Implant

Jährliche Zuwachsraten der Brachytherapie in Europa von 60%-70% erwartet

Überschaubare Anzahl an Mitbewerbern...

...von denen sich Eckert & Ziegler in unterschiedlicher Weise abhebt

Übersicht der wichtigsten Konkurrenten

Sciences (USA) und Imagyn Medical Technology (USA). Nachfolgend findet sich eine kurze Deskription der einzelnen Wettbewerber:

Amersham plc (ehemals Nycomed Amersham) ist einer der bedeutendsten Mitbewerber im Bereich der Prostata-Seeds. Das Unternehmen besitzt die weltweite Zulassung für seine Jod-Seeds und hat im ersten Halbjahr 2001 in diesem Geschäftsfeld einen Umsatz von 31 Mio Pfund erzielt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Amersham eine Vertriebskooperation mit Theragenics besitzt und auch im Segment der vaskulären Brachytherapie mit Eckert & Ziegler konkurriert. Weitere Geschäftsbereiche Amershams sind Radiopharmaka und Kontrastmittel für die bildgebende Diagnostik. Der Gesamtumsatz des Unternehmens betrug im Jahr 2000 rund 1,4 Mrd. Pfund.

Amersham plc (UK)

Das US-Unternehmen Theragenics Corp. ist seit mehr als zehn Jahren auf dem Gebiet der radioaktiven Seed-Produktion tätig. Die Strahlenquelle für sein Hauptprodukt TheraSeedR (Palladium-103) stellt das Unternehmen in eigenen Linearbeschleunigern/Cyclotronen her. Der Vertrieb der FDA-zugelassenen Seeds erfolgt über mehrere Partner (Amersham, Imagyn Medical Technologies, C.R. Bard und Prostate Services of America). Ziel ist die Ausweitung der Indikationsgebiete, unter anderem auch auf den Bereich Restenoseprävention. Der Umsatz des Unternehmens betrug im Geschäftsjahr 2000 rund 44 Mio US-Dollar.

Theragenics (USA)

Mit ihren onkologischen, nuklearmedizinischen und industriellen Produkten ist North American Scientific, mit Ausnahme des Bereiches Kardiologie, in den gleichen Segmenten aktiv wie Eckert & Ziegler. Das an der Nasdaq notierte Unternehmen besitzt sowohl für seine Jod- als auch seine Palladium-Seeds die FDA-Zulassung. Eine Zulassung für den europäischen Markt besteht nicht. Die Vermarktung erfolgt exklusiv über die US-amerikanische Vertriebsfirma Mentor. Das Unternehmen hat im Geschäftsjahr 2000 rund 17,5 Mio US-Dollar umgesetzt.

North American Scientific, Inc. (USA)

International Brachytherapy (IBT) S.A. mit Sitz in Belgien, produziert seine Implantate zur interstitiellen Behandlung von Karzinomen auf Palladium-103- und Jod-125-Basis. Die Seed-Produkte (InterSourceTM) besitzen sowohl die europäische (CE-Zertifizierung) als auch die amerikanische Marktzulassung (FDA-Zulassung). Für Europa besteht ein Distributionsabkommen mit der Firma Mallinckrodt. Das Unternehmen hat im Geschäftsjahr 2000 einen Umsatz von 2,2 Mio Euro erzielt.

International Brachytherapy (Belgien)

Imagyn Medical Technology, Irvine, USA ist in den Bereichen Brachytherapie, Chirurgie, Gynäkologie (Brustbiopsiesysteme) und Urologie tätig. Im Geschäftszweig Brachytherapie wird ihr eigenes Seed-Produkt isoSTARTM von International Isotopes, USA produziert, deren Assets im Bereich Brachytherapie übernommen wurden. Mit Theragenics besteht eine Vertriebskooperation zur Vermarktung des TheraSeed® in Nordamerika und Kanada. Aktuelle Finanzkennzahlen liegen nicht vor. Der Umsatz für 1998 betrug 105,5 Mio US-Dollar.

Imagyn Medical Technology (USA)

Implant Sciences, Corp. hat in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2000/01 einen Umsatz von 3,1 Mio US-Dollar erzielt, wovon rund 10% auf Prostata-Seeds entfielen. Das Unternehmen entwickelt Stents, Katheter und weitere Medizintechnikprodukte mit radioaktiver Beschichtung. Für die von der Firma MED-TEC vertriebenen Seeds (I-PlantTM) bestehen die FDA- und CE-Zulassung.

Implant Sciences (USA)

Fazit: Der wichtigste Wettbewerber in Europa ist Amersham mit einem Marktanteil von über 50%.

Umsatz- und Ertragsmodell

In den Kernmärkten (USA und Europa) rechnen wir mit einer Zunahme der Brachytherapien von etwa 55.000 im Jahr 2000 auf etwa 89.000 im Jahr 2005 (USA: 70.000, EU: 18.700). Nach 2005 gehen wir für die USA von einer Marktsättigung und konsekutiv konstanten Fallzahlen aus, während wir für Europa eine Abschwächung des Wachstums auf rund 30% per annum (2006 bis 2007) unterstellen. Wir erwarten, dass es Eckert & Ziegler auf Grund seiner guten Positionierung im dynamisch wachsenden europäischen Markt (Marktanteil rund ein Drittel) und der komparativen Kostenvorteile (vollautomatische Seedproduktion) gelingen wird, seinen weltweiten Marktanteil auf 9,4% im Jahr 2005 auszubauen (2000: 1,8%).

Ausbau des
Weltmarktanteils über
Wachstum in Europa

Der Erlös pro Behandlung (Case) liegt nach Unternehmensangaben bei zurzeit rund 3.800 Euro (Durchschnitt aus Distribution und Direktvertrieb) und setzt sich aus dem Verkauf der Seeds und zusätzlich gelieferter Hilfsmaterialien („Disposables“ zur Applikation) zusammen. Beim Absatzpreis pro Seed unterstellen wir bis 2005 einen Rückgang um 26%, da wir von zunehmendem Wettbewerb ausgehen. Wir erwarten, dass der Erlös pro Case bis zum Jahr 2005 annähernd gleich bleibt, was eine Kompensation des Umsatzrückgangs bei den Seeds durch den Verkauf von Disposables unterstellt. Der höhere Anteil an Disposables wird die Bruttomarge von aktuell etwa 60% auf rund 49% in 2005 senken. Disposables sind im Wesentlichen Handelswaren mit entsprechend niedrigeren Margen. Für den Teilbereich Augenapplikatoren erwarten wir eine konstante Wachstumsrate des Umsatzes von 5% per annum auf etwa 600.000 Euro bis zum Jahr 2005. Gleichzeitig erwarten wir einen leichten Rückgang der Bruttomarge bis auf 68% im Jahr 2005. Dies impliziert ein jährliches Wachstum des Bruttoergebnisses vom Umsatz von etwa 2,5%. Nach unserer Prognose kann Eckert & Ziegler im Bereich Onkologie sein Bruttoergebnis jährlich um rund 35% bis zum Jahr 2005 steigern. In diesem Zeitraum liegt das durchschnittliche annualisierte Umsatzwachstum bei rund 51%.

Umsatz-CAGR 2000 bis
2005e beträgt 51%

Onkologie					
	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Augenapplikatoren					
Umsatz (T Euro)	500	525	551	579	608
Bruttoergebnis (T Euro)	375	394	397	405	413
Prostata-Seeds					
Behandlungen (Cases)	1.749	2.552	3.709	5.539	8.338
Erlös pro Case (Euro)	3.800	3.777	3.756	3.732	3.709
Umsatz (T Euro)	6.643	9.450	13.499	19.860	29.601
Bruttoergebnis (T Euro)	3.920	5.481	7.289	10.327	14.504
Bruttomarge	59,0%	58,0%	54,0%	52,0%	49,0%
Quelle: D7 BANK Schätzungen					

Kardiologie

Die von Eckert & Ziegler hergestellten radioaktiven Komponenten werden in Kathetersystemen eingesetzt, die man zur Prävention von Restenosen (Wiederverengungen) nach Aufdehnung verengter Herzkranzgefäße (Koronargefäße) anwendet. Diese Gefäßverengungen entstehen als Manifestation der Artherosklerose (Gefäßwandverkalkung) und bilden das morphologische Korrelat der koronaren Herzkrankheit (KHK). Die KHK gilt heute auf Grund ihrer hohen Morbidität als Volkskrankheit und rangiert mittels ihrer schwerwiegenden Folgeerscheinungen (Herzinfarkt, Herzmuskelschwäche, Herzrhythmusstörungen) unter den führenden Todesursachen in der westlichen Welt.

Markt

Um die Patienten vor einem drohenden Myokardinfarkt zu schützen wird neben der Bypass-Operation heute zunehmend auf die wesentlich schonendere Methode der Ballondilatation (PTCA: Perkutane transluminale Koronarangioplastie) zurück gegriffen. Hierbei wird die Gefäßengstelle mit einem kleinen Ballon unter hohem Druck geweitet. Derzeit schätzt man die Anzahl der weltweit durchgeführten Koronarangioplastien auf rund 1,5 Mio Eingriffe pro Jahr. Eingeschränkt wird der Behandlungserfolg jedoch durch die in 20-40% der Fälle auftretenden Restenosen (Wiederverengungen), die innerhalb des ersten halben Jahres nach der Behandlung durch überschüssende Heilungsprozesse entstehen.

Durch Implantation maschendrahtartiger Gefäßwandstützen (Stents) kann die erneute Lumenverengung in einem Teil der Fälle verhindert werden, so dass die Restenoserate auf 15-20% reduziert werden konnte. Diese Erkenntnis hat dazu geführt, dass heute etwa 70% aller Patienten, die sich einer Ballondilatation unterziehen (circa 1 Mio), primär oder auch sekundär einen Stent erhalten, wovon trotz dieser Massnahme rund 15% (circa 150.000) eine erneute Gefäßverengung, eine so genannte „In-Stent-Restenose“ entwickeln. Letztere stellt aus wissenschaftlicher Sicht derzeit die einzig anerkannte Indikation für die intrakoronare Brachytherapie und somit den relevanten Markt für Eckert & Ziegler dar. Vereinzelt wird die Brachytherapie jedoch auch bei erstmaliger PTCA (zur Aufweitung so genannter de novo-Stenosen) zur Rezidivprophylaxe angewendet.

Der Weltmarkt für intrakoronare Brachytherapien wird derzeit auf 400 bis 500 Mio Euro per annum geschätzt. Daraus ergibt sich ein durchschnittliches Marktvolumen von etwa 3.000 Euro pro Behandlung.

Die weitere Dynamik dieses Marktsegmentes wird entscheidend von der Entwicklung und Einführung kompetitiver Behandlungsverfahren abhängen. Zur Prävention von In-Stent-Restenosen gibt es eine Reihe alternativer Ansätze (beispielsweise radioaktive Stents oder Gentherapie) von denen aus unserer Sicht nur die so genannten Drug-Coated Stents eine realistische Chance auf zeitnahe Markteinführung besitzen.

Diese mit speziellen, proliferationshemmenden Substanzen (zum Beispiel Sirolimus, Paclitaxel, Rapamycin) beschichteten Stents scheinen ersten Studienergebnissen zufolge eine viel versprechende Methode zur Verhinderung erneuter Gefäßverengungen zu sein. So haben die jüngst veröffentlichten Daten der so genannten RAVEL-Studie exzellente Ergebnisse (0%ige Restenoserate

Koronare Herzkrankheit ist Volkskrankheit und zugleich eine der häufigsten Todesursachen

Etwa 1,5 Mio Angioplastien pro Jahr mit 20 bis 40%iger Restenoserate

Relevanter Markt für endovaskuläre Brachytherapie: 150.000 In-Stent-Restenosen pro Jahr

Marktvolumen der intrakoronaren Brachytherapie: 400 bis 500 Mio Euro p.a.

Drug-Coated Stents als wichtigste Konkurrenz zur endovaskulären Brachytherapie

RAVEL-Studie mit exzellenten Ergebnissen

versus 26% in der Vergleichsgruppe) für einen beschichteten Stent des weltgrößten Anbieters für Medizintechnik Johnson & Johnson gezeigt.

Schätzungen zufolge wird sich bei Erfolg der Drug-Coated Stents der Weltmarkt für metallische Gefäßstützen von gegenwärtig rund 2 Mrd. US-Dollar in wenigen Jahren mehr als verdoppeln. Diese Perspektive veranlasst derzeit alle führenden Hersteller (Johnson & Johnson, Boston Scientific, Guidant, Medtronic) zu intensiven Entwicklungsaktivitäten auf diesem Gebiet. Mit der Markteinführung der ersten Modelle wird nicht vor Anfang 2003 gerechnet, so dass wir frühestens ab 2004 von signifikanten Marktanteilen und einem Verdrängungswettbewerb im Bereich In-Stent-Restenose-Prophylaxe ausgehen.

Nach derzeitigem Stand der Dinge dürften die Drug-Coated Stents jedoch als ernst zu nehmende Konkurrenz zur endovaskulären Brachytherapie anzusehen sein, weswegen wir nach einem deutlichen Anstieg der Behandlungszahlen bis 2004/05 eine Stagnation des Marktwachstums beziehungsweise einen Rückgang der Marktanteile prognostizieren. Die zeitliche Adaptation Europas an die Verhältnisse in den USA sollte unserer Einschätzung nach deutlich schneller vonstatten gehen, als bei der Brachytherapie des Prostata-Karzinoms und bei ein bis zwei Jahren liegen.

Wettbewerb

Im Kardiologiesegment sehen wir Amersham/AEA Technology (siehe Geschäftsfeld Onkologie) als relevanten direkten und Guidant als indirekten Wettbewerber.

Guidant Corporation, USA ist eines der führenden Unternehmen im Bereich kardiovaskulärer Medizinprodukte (Defibrillatoren, Stents, Katheter). Das Unternehmen produziert ein Kathetersystem auf Basis eines Gammastrahlers (Phosphor-32). Die verwendeten Radioisotope werden über eine Inhouse-Technologie hergestellt. Der Umsatz des vergangenen Geschäftsjahres betrug 2,5 Mrd. US-Dollar.

Umsatz- und Ertragsmodell

Nach Publikation der RAVEL-Studie erwarten wir ähnlich positive Ergebnisse der klinischen Langzeitstudien für Drug-Coated Stents. Mit der breiten Markteinführung der neuen Stent-Generation rechnen wir im Jahr 2004 und gehen von einem zügigen Paradigmenwechsel in der Therapie von Restenosen aus. Unserem Prognosemodell liegt bis dahin ein Base-Case Szenario zu Grunde. Wir gehen davon aus, dass die Firma Radiance als Abnehmer kardiovaskulärer Strahlenquellen ausfällt und nur noch ihre vertraglich fixierten Zahlungen leisten wird. Dies führt zu einer Erhöhung der Bruttomarge in 2002, da den Zahlungen keine Produktkosten gegenüberstehen. Bei dem Großkunden Novoste gehen wir von einer Erfüllung der vertraglich fixierten Abnahmemenge in 2002 und einer leichten Steigerung in 2003 aus. Diese Annahme basiert auf der Tatsache, dass die vaskuläre Brachytherapie die derzeit präferierte und einzig anerkannte Methode zur Prävention von In-Stent-Restenosen darstellt (START-Studie). Für das Jahr 2004 erwarten wir die Einstellung des Geschäftsfeldes Kardiologie. Beim durchschnittlichen Preis pro Set handelt es sich um eine Mischkalkulation, da aus Wettbewerbsgründen weder Einzelpreise noch Anteile der Isotopenkomponenten genannt werden.

Global Player im
Wettlauf um Einführung
neuer Drug-Coated Stents

Rückläufiges
Marktwachstum für
vaskuläre Brachytherapie ab
2004 erwartet

Guidant Corporation (USA)

Einstellung der Produktion
kardiovaskulärer Quellen für
das Jahr 2004 erwartet

Kardiologie

	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Umsatz (T Euro)	2.589	3.746	4.013	3.765	0
Bruttoergebnis (T Euro)	1.553	2.623	2.247	2.033	0
Bruttomarge	60,0%	70,0%	56,0%	54,0%	

*Mischkalkulation

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Nuklearmedizin, Industrie & Wissenschaft

Die Märkte für radioaktive Quellen in der Nuklearmedizin und im Industrie- und Wissenschaftszweig sind weitgehend gesättigt und weisen ein vergleichsweise moderates Wachstum im einstelligen Prozentbereich auf. Wenngleich Eckert & Ziegler in diesen Feldern das Gros seines Umsatzes generiert (Cash Cow), so liegen die interessanten Zukunftsmärkte doch in der Onkologie (Wachstumstreiber) und der Kardiologie. Daher soll hier nur eine grobe Einschätzung der entsprechenden Marktpotentiale erfolgen. Auf diesem speziellen Gebiet der Nuklearmedizin geht man aktuell von einem etwa 15 Mio Euro umfassenden Weltmarktvolumen und einem annualisiertem Wachstum von rund 7% bis 2005 aus. Wir rechnen im gleichen Zeitraum für den Isotopenmarkt in Industrie & Wissenschaft eine Steigerungsrate von 4 bis 5% pro Jahr. Eckert & Ziegler wird nach unserer Einschätzung in diesen wenig innovativen Bereichen proportional zum Gesamtmarkt wachsen, da hier bereits große Marktanteile erschlossen wurden und kaum noch Verschiebungen von Anteilen stattfinden. Der wichtigste Konkurrent in den Bereichen Nuklearmedizin, Industrie und Wissenschaft ist ebenfalls Amersham (AEA Technology).

Einstellige Wachstumsraten
in Stammgeschäftsfeldern
Nuklearmedizin und
Industrie & Wissenschaft

Umsatz- und Ertragsmodell

Für diese Segmente haben wir konservative Wachstumsannahmen getroffen. Im Bereich Nuklearmedizin rechnen wir, wie bereits erwähnt, mit einem branchenimmanenten 7%igen Umsatzwachstum per annum bis auf 14,4 Mio Euro in 2005. Wir unterstellen auf Grund des zunehmenden Preisdrucks einen Rückgang der Brutto-Marge von etwa 50% im Jahr 2001 auf etwa 47% im Jahr 2005. Für den Bereich Wissenschaft und Industrie erwarten wir bis 2005 ein dem Gesamtmarkt entsprechendes Umsatzwachstum von jährlich 4% auf 13,2 Mio Euro. In diesem Segment prognostizieren wir für den genannten Zeithorizont nur eine marginale Regression der Marge von heute etwa 40% auf 39%.

Einstelliges Wachstum
bei stabilen Margen

Nuklearmedizin und Wissenschaft & Industrie

	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Nuklearmedizin					
Umsatz (T Euro)	11.000	11.770	12.594	13.475	14.419
Bruttoergebnis (T Euro)	5.500	5.885	6.171	6.468	6.777
Bruttomarge	50,0%	50,0%	49,0%	48,0%	47,0%
Wissenschaft & Industrie					
Umsatz (T Euro)	11.300	11.752	12.222	12.711	13.219
Bruttoergebnis (T Euro)	4.520	4.701	4.889	4.957	5.156
Bruttomarge	40,0%	40,0%	40,0%	39,0%	39,0%

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Radiopharmaka

Mit dem kürzlich (Juli 2001) getätigten Erwerb von Rechten an der Antikörpertechnologie des Berliner Krebsimpfstoffspezialisten NEMOD New Modalities Heilmittel GmbH ist Eckert & Ziegler der Einstieg in das Gebiet der Radiopharmaka gelungen. Ziel des Abkommens ist die Umsetzung des isotopentechnischen Know-hows zur Entwicklung therapeutischer Antikörper, die vorwiegend im Onkologiebereich eingesetzt werden können. Durch Koppelung von radioaktiven Molekülen an spezifische monoklonale Antikörper, die wiederum selektiv (Schlüssel-Schloss-Prinzip) an bestimmte Oberflächenrezeptoren von Tumorzellen (so genannte Epitope) binden, lassen sich verschiedene Krebsarten gezielt therapieren.

Für die klinischen Prüfungen der Phase I, die innerhalb der nächsten zwei Jahre abgeschlossen sein sollen, hat Eckert & Ziegler Ausgaben (überwiegend Milestone-Payments) von 3 Mio Euro eingeplant. Von diesen Aufwendungen werden 0,5 bis 1 Mio Euro im laufenden Geschäftsjahr als F&E-Kosten veranschlagt, die aus dem freien Cashflow bedient werden sollen.

Nach Unternehmensauskunft soll die Zusammenarbeit mit NEMOD um weitere geeignete Allianzpartner (zum Beispiel Biotechnologie- oder Pharmaunternehmen) ergänzt werden, die potenziell nach dem erfolgreichen Abschluss der Phase I-Studien die weitere Entwicklung und Vermarktung der fertigen Produkte übernehmen. Eckert & Ziegler plant somit mittelfristig die Durchlizenzierung der Antikörpertechnologie, um als Zulieferer der benötigten Radioisotope indirekt von der Vermarktung einer neuen Generation von Krebstherapeutika zu profitieren. Diese Strategie erscheint uns sinnvoll, zumal Eckert & Ziegler damit auf seine Kernkompetenzen fokussiert bleibt und den weiteren Ausbau der Technologie auf diesem Gebiet erfahreneren Partnern überlässt.

Markt

Der Markt für Radiopharmaka setzt sich prinzipiell aus diagnostischen und therapeutischen Anwendungsgebieten zusammen. Während man heute schon eine Reihe von radiopharmazeutischen Diagnostika (zum Beispiel im Rahmen einer Szintigraphie zur Detektion von Stoffwechselfvorgängen) routinemäßig einsetzt, ist die Anwendung von therapeutischen Radiopharmaka noch auf we-

Einstieg in den Bereich Radiopharmaka durch Einlizenzierung von Antikörpertechnologie

Investitionen von 3 Mio Euro für Phase I-Studien geplant

Auslizenzierung an großen Partner nach „proof of principle“

Radiopharmaka: diagnostische und therapeutische Anwendungsgebiete

nige Indikationsgebiete (beispielsweise Schilddrüsenkrebs oder Schmerztherapie bei Knochenmetastasen) beschränkt.

Trotzdem werden bereits bedeutende Umsätze generiert und dem Marktsegment ein dynamisches Wachstum vorher gesagt. Dazu tragen unter anderem die positiven Eigenschaften der radiopharmazeutischen Behandlung (schnelle, schmerzfreie und kosteneffektive Therapie) bei. In einer Studie des renommierten Marktforschungsunternehmens Frost & Sullivan wird das Volumen für therapeutische Radiopharmaka allein in den USA auf rund 400 Mio US-Dollar im Jahr 2001 geschätzt. Mit der Entwicklung neuer Applikationstechnologien (wie beispielsweise radioaktiv markierte Antikörper) und Erschließung weiterer Targets soll sich der Markt bis 2015 auf knapp 4 Mrd. US-Dollar verzehnfachen.

Der gegenwärtig am aktivsten beforschte Indikationsbereich der therapeutischen Radiopharmaka ist die Onkologie, wobei die gezielte Bestrahlung der bösartigen Zellen unter Schonung des gesunden Gewebes im Mittelpunkt steht. Frost & Sullivan geht daher von einem überproportional starken Umsatzwachstum auf dem Gebiet der Radioimmunotherapie aus. Hierbei werden Antikörper als Trägermoleküle für Radionuklide genutzt, die somit die Wirkung der ionisierenden Strahlung direkt auf die gewünschten Zielstrukturen konzentriert. Vor diesem Hintergrund sehen wir vor allem Biotechnologieunternehmen, deren Kernkompetenzen in der Erforschung von Trägermolekülen liegen, als Promotoren in der Entwicklung dieser Produkte.

Wettbewerbsentscheidend wird unter anderem die Fähigkeit sein, geeignete Allianzpartner in die Entwicklungsprojekte mit einzubinden und sie beim Genehmigungsprozess zu unterstützen. Dabei räumen wir Eckert & Ziegler auch als verhältnismäßig kleinem „Player“ gute Chancen ein, zumal das Unternehmen über das erforderliche isotopentechnische Know-how, die kritische Masse an technischen Spezialisten und eine globale Präsenz verfügt. Die heutigen Marktführer auf dem Gebiet der therapeutischen Radiopharmaka sind fast ausnahmslos Großunternehmen (Amersham mit Partner Antisoma, Mallinckrodt, Nordion, DuPont) deren Produkt- und Leistungsportfolio deutlich stärker diversifiziert ist als bei Eckert & Ziegler. Da hierdurch eine entsprechende Verteilung der Ressourcen auf verschiedene Projekte stattfindet, ist mit einer Markteinführung von radioaktiv markierten Antikörpern zur Krebstherapie auch durch die großen Wettbewerber nicht vor 2003/04 zu rechnen.

Umsatz- und Ertragsmodell

Das Unternehmen selbst geht schon 2004 von mindestens 5 Mio Euro Umsatz in diesem Segment aus. Die Umsatzerlöse sollen sich dabei in Produktumsätze (Lieferung von Radioisotopen) und Entwicklungskostenzuschüsse (für die laufenden klinischen Prüfungen) aufgliedern. Auf Grund der noch ungewissen Entwicklung des eben erst initiierten Geschäftsfeldes haben wir (wie bereits ausgeführt) den Bereich der Radiopharmaka bewusst aus unserem Umsatz- und Ertragsmodell ausgeklammert. Wir sehen im Bereich Radiopharmaka jedoch gute Entwicklungsmöglichkeiten für Eckert & Ziegler und werten dies als Chance für weiteres mittel- bis langfristiges Upside-Potenzial, zumal hier höhere Margen als in den übrigen Geschäftsbereichen erzielt werden sollten.

Verzehnfachung des Marktvolumens innerhalb der nächsten 15 Jahre

Radioimmunotherapie als besonders wachstumsstarker Bereich

Spezialisierung sichert Eckert & Ziegler gute Wettbewerbsposition

Radiopharmaka noch nicht berücksichtigt

Unternehmensentwicklung und Ausblick

Entwicklung seit dem IPO

Seit dem Börsengang im Mai 1999 ist es Eckert & Ziegler gelungen, seine bisherigen Geschäftsfelder weiter ausbauen und neue Geschäftsfelder im medizin- und biotechnologischen Bereich zu erschließen. Grundlage für die solide Geschäftsentwicklung ist die anhaltend starke Nachfrage nach schwach radioaktiven Komponenten für therapeutische Zwecke in der Medizin. Besonders positiv entwickelte sich die Nachfrage nach so genannten Seeds (kleinen radioisotopenhaltigen Metallstiftchen) zur Therapie von Prostatakrebs (siehe Abbildung).

Solide Geschäftsentwicklung mit Ausbau des Kerngeschäfts und Einstieg in neue Arbeitsgebiete



Seeds in Petri-Schale. Quelle: Eckert & Ziegler

Während man die Umsatzplanung zum Zeitpunkt des IPO sogar noch übertreffen konnte, stellte sich die Ertragsplanung aus jetziger Sicht als zu ambitioniert heraus. So konnte das Unternehmen im zurückliegenden Geschäftsjahr 2000 anstelle der geplanten 16,4 Mio Euro Umsatz 23,6 Mio Euro (+44%) verbuchen. Das operative Ergebnis blieb hingegen mit 2,0 Mio Euro deutlich unter den ursprünglichen Erwartungen der Pre-IPO-Planung von 5,2 Mio Euro. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 8%, die somit nur ein Viertel der Zielvorgabe von knapp 32% ausmachte.

Avisierte EBIT-Marge von über 30% ließ sich trotz guter Performance nicht erreichen

Der Anteil des externen Wachstums (über den Zukauf des Strahlengeschäftes von DuPont im Juni 2000) betrug nach Unternehmensauskunft beim Umsatz circa 3,2 Mio Euro, der operative Ergebnisbeitrag war ausgeglichen. Nach Bereinigung der akquisitionsbedingten Effekte leitet sich daraus ein Umsatz von 20,4 Mio Euro für das Geschäftsjahr 2000 ab. Das laufende Geschäftsjahr wurde bislang durch über dem Plan liegende Quartalsergebnisse, großvolumige Auftragseingänge und Einstieg in das Gebiet der Radiopharmaka geprägt. Die für die Unternehmensentwicklung seit dem IPO richtungsweisenden Ereignisse sind im Einzelnen nachfolgend nochmals tabellarisch dargestellt.

Akquisition von DuPont mit deutlichem Einfluß auf den Umsatz aber ohne EBIT-Effekt

Meilensteine in der Unternehmensentwicklung seit Börsengang

1999

Mai: IPO mit Gang an den Neuen Markt, Frankfurt

Juni: Zulassung der Jod-Seeds zur Prostata-Karzinom-Behandlung durch die amerikanische Food and Drug Administration (FDA)

Juli: CE-Zulassung für Jod-Seeds zur Behandlung von Prostata-Karzinomen eröffnet Umsatz- und Ertragspotenziale durch Erschließung des europäischen Marktes (zweitgrößter Markt nach USA)

Gründung der jojumarie Intelligente Instrumente GmbH (Entwicklung und Produktion von Applikationsinstrumenten für miniaturisierte Strahlenquellen)

August: Entwicklungspartnerschaft mit Radiance Medical Systems Inc. zur Produktion kardiovaskulärer Komponenten

November: Mehrjähriges Abkommen mit Varian Corporation und Cordis (Johnson & Johnson-Tochter) zur Herstellung und Belieferung mit radioaktiven Komponenten (Iridiumquellen) für Herzkatheter systeme

2000

Januar: FDA-Zulassung für Palladium-Seeds zur Prostata-Karzinomtherapie

Juni: Kapitalerhöhung um 250 Tsd. Stückaktien auf 3,25 Mio Aktien. Die daraus zugeflossenen Mittel betragen rund 17 Mio Euro.

Erwerb der Geschäftseinheit „Strahlenquellen“ vom US-Konkurrenten DuPont Pharmaceuticals Company und Integration des akquirierten Teils in das Tochterunternehmen IPL, Kalifornien. Durch die Ähnlichkeit des Produktspektrums lassen sich substantielle Skaleneffekte nutzen und die Marktstellung im Bereich nuklearmedizinischer Referenzquellen ausbauen. Finanziert wird der Deal aus der vorgenannten Kapitalerhöhung.

Juli: Vertrag mit Radiance Medical Systems zum Aufbau umfangreicher Fertigungskapazitäten für radioaktiv beschichtete Ballonkatheter

August: CE-Zulassung für Palladium-Seeds gegen Prostatakrebs

2001

Mai: 5-Jahresvertrag mit einem Schlüsselkunden im Onkologiebereich über die Lieferung von Jod-Seeds (Vertragsvolumen: 14 Mio Euro) sowie Vereinbarung einer Schadensersatzzahlung von 2,5 Mio Euro für eine nicht abgenommene Produktionslinie für Palladium-Seeds

Juni: Großauftrag zur Lieferung von kardiovaskulären Quellen bis 2004 (Volumen: circa 8 Mio Euro)

CE-Zulassung für den radioaktiv beschichteten Ballonkatheter RDX der Firma Radiance (wichtiger Kunde von Eckert & Ziegler im Kardiologie-Bereich)

Abkommen mit dem Institut Curie, Frankreich (Spezialklinik für Strahlentherapie) über die Belieferung mit Prostata-Implantaten im Umfang von rund 2 Mio Euro)

Juli: Langfristvertrag mit General Electric Medical Systems über die Lieferung von nuklearmedizinischen Strahlenquellen (Vertragsvolumen: circa 5 Mio Euro)

Einstieg in das Gebiet Nukleartherapeutika. Erwerb der Rechte an therapeutischen Antikörpern der Firma NEMOD

Quelle: Eckert & Ziegler, DZ Bank

Ausblick für das laufende Geschäftsjahr

Eckert & Ziegler hat im ersten Halbjahr 2001 ein Umsatzplus von 75% auf 16,2 Mio Euro erzielt. Der Basiseffekt aus der Übernahme des Isotopengeschäfts von DuPont betrug etwa 43%, so dass das organische Wachstum bei rund 32% liegt. Die höchsten organischen Zuwachsraten wurden im Onkologie-Bereich mit plus 45% erzielt; Schlusslicht mit rund 10% war das Segment

Umsatzwachstum von 75% gegenüber dem Vorjahr

Industrie. Das Betriebsergebnis (EBIT) - ohne Schadensersatzleistung in Höhe von 2,6 Mio Euro - konnte um 20% auf 1,3 Mio Euro (1,1 Mio Euro) gesteigert werden. Darin enthalten sind Sonderabschreibungen in Höhe von 0,6 Mio Euro für eine vom Kunden gekündigte Liefervereinbarung. Ohne diese Sonderabschreibungen lag der Zuwachs bei 78,5%.

Aus der Nichtabnahme einer Anlage resultiert eine Schadensersatzleistung dieses Kunden in Höhe von 2,6 Mio Euro, die unter sonstige Erlöse verbucht ist. Bereinigt um diese Position stieg das Ergebnis nach Steuern (Periodenüberschuss) um 41% auf etwa 0,8 Mio Euro (unbereinigt 2,4 Mio Euro), was vor allem auf das deutlich niedrigere Finanzergebnis zurückzuführen ist. Daraus ergibt sich ein Ergebnis je Aktie von 0,26 Euro (unbereinigt 0,73 Euro).

Für das gesamte Geschäftsjahr 2001 erwarten wir einen Umsatz von 32,1 Mio Euro (plus 36%), ein EBIT von 5,4 Mio Euro (plus 163%) und ein EPS von 0,91 Euro (plus 128%). Bei der Ermittlung der EPS haben wir den einmaligen Ergebnisbeitrag aus Schadensersatzleistungen in Höhe von 2,6 Mio Euro nicht bereinigt. Ohne Berücksichtigung dieser Einmalzahlung errechnet sich ein EPS von 0,47 Euro.

Umsatz- und Ertragsaussichten ab 2002

Wir rechnen im Geschäftsjahr 2002 mit einem Umsatz von 37,2 Mio Euro (plus 16%), einem EBIT von 6,1 Mio Euro (plus 36%) und einem EPS von 1,08 Euro (plus 48%). Unserer Umsatzplanung liegt für alle Prognosejahre ein Verhältnis von 0,95 Dollar pro Euro zu Grunde.

Das Unternehmen plant ab dem Jahr 2003 mit ersten Meilenstein-Zahlungen im einstelligen Millionen-Euro-Bereich für das Segment Radiopharmaka. Auf Grund der großen Unsicherheit über das Zustandekommen und die Höhe der Zahlungen haben wir keine Ergebnisbeiträge dieses Geschäftsfeldes in unserer Umsatz- und Ertragsplanung berücksichtigt. Umsatzwachstum aus zukünftig möglichen Akquisitionen haben wir nicht berücksichtigt. Wir erwarten ein jährliches Umsatzwachstum von 2000 bis 2005e von 20%.

Einmaliger Ertrag in Höhe von 2,6 Mio Euro

Umsatz 2001e:
plus 36%, EPS: plus 128%

Umsatz 2002e:
plus 16%, EPS: plus 48%

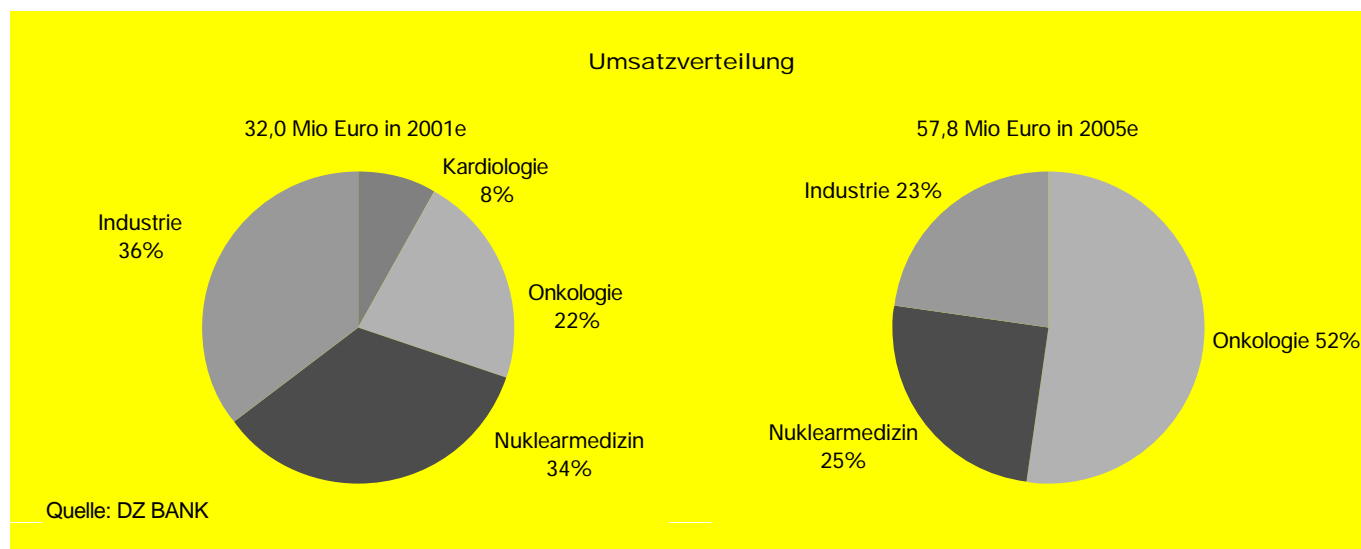
Umsatz CAGR 2000
bis 2005e bei 20%

Umsatz nach Geschäftsfeldern

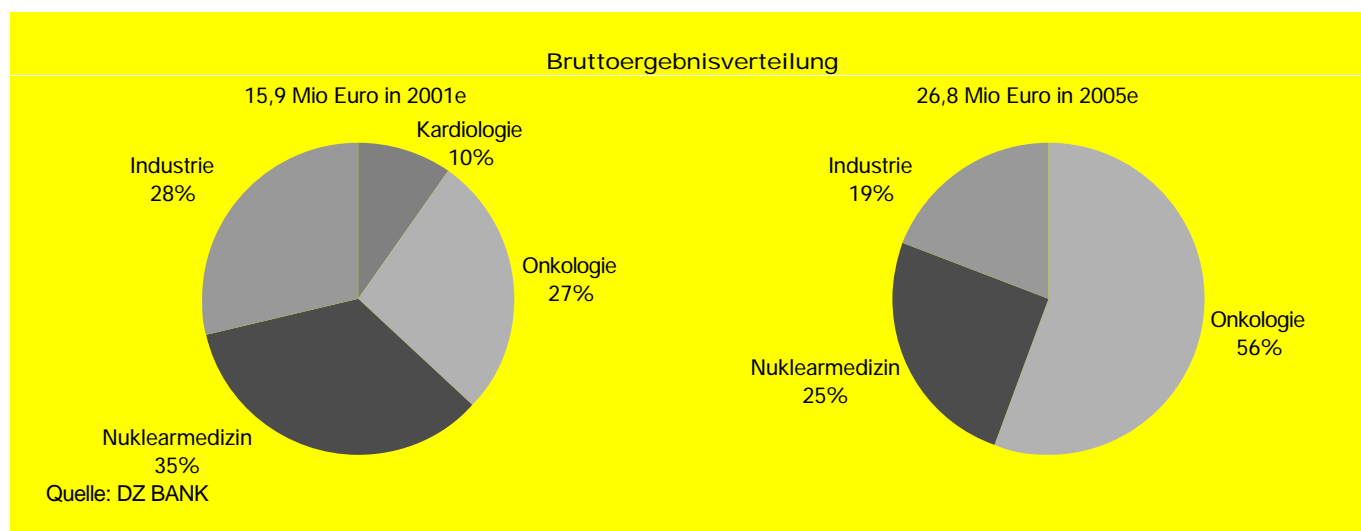
in TEUR	2000	YoY	2001	YoY	2002	YoY	2003	YoY	2004	YoY	2005	YoY
Kardiologie	2.400	128,6%	2.589	7,9%	3.746	44,7%	4.013	7,1%	3.765	-6,2%	0	-100,0%
in % vom Gesamtumsatz	10,2%		8,1%		10,1%		9,4%		7,5%		0,0%	
Onkologie	3.900	280,1%	7.143	83,2%	9.975	39,6%	14.050	40,9%	20.439	45,5%	30.208	47,8%
in % vom Gesamtumsatz	16,5%		22,3%		26,8%		32,8%		40,6%		52,2%	
Nuklearmedizin	8.800	148,2%	11.000	25,0%	11.770	7,0%	12.594	7,0%	13.475	7,0%	14.419	7,0%
in % vom Gesamtumsatz	37,3%		34,3%		31,6%		29,4%		26,7%		24,9%	
Industrie	7.500	76,8%	11.300	50,7%	11.752	4,0%	12.222	4,0%	12.711	4,0%	13.219	4,0%
in % vom Gesamtumsatz	31,8%		35,3%		31,6%		28,5%		25,2%		22,9%	
Summe	23.614	136,6%	32.032	35,6%	37.243	16,3%	42.879	15,1%	50.391	17,5%	57.847	14,8%
Bruttoergebnis	9.371	113,7%	15.868	69,3%	19.083	20,3%	20.993	10,0%	24.191	15,2%	26.850	11,0%
in % vom Gesamtumsatz	39,7%		49,54%		51,24%		48,96%		48,01%		46,42%	

Quelle: DZ Bank

Wie die oben stehende Tabelle und die nachfolgende Grafik verdeutlichen, kommt dem Geschäftsfeld Onkologie für das zukünftige Wachstum des Unternehmens eine herausragende Bedeutung zu. Der Umsatzanteil wird sich unserer Einschätzung nach bis zum Jahr 2005 mehr als verdoppeln (2001e: 22%; 2005e: 52%).

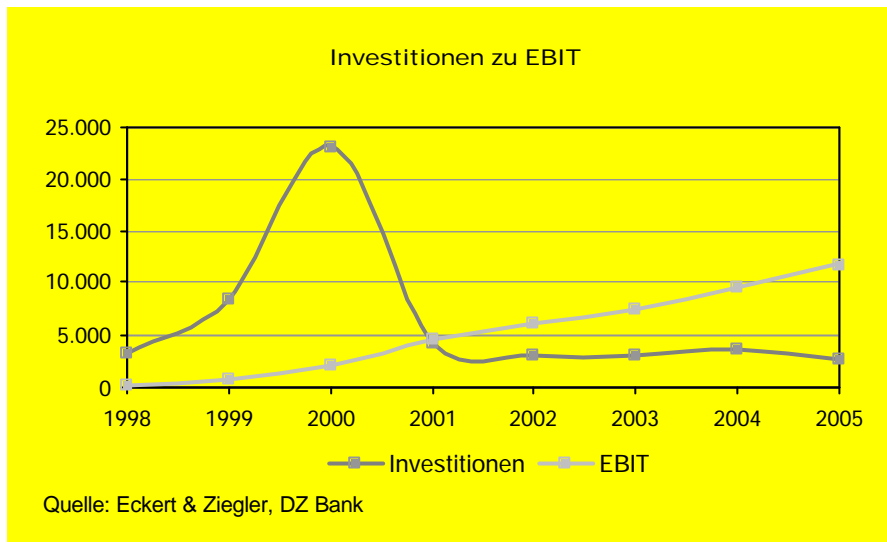


Auch bezogen auf das Bruttoergebnis nimmt die Onkologie eine besondere Stellung im Geschäftsmodell des Unternehmens ein (siehe nachfolgende Graphik). Bis zum Jahr 2005e wird sich nach unserer Erwartung der Beitrag der Onkologie an dem Gesamtbruttoergebnis auf 56% rund verdoppeln.



Bei unseren Prognosen gehen wir davon aus, dass die vom Unternehmen errichteten Produktionskapazitäten ausreichen, um unsere Umsatzplanungen erfüllen zu können. Dementsprechend haben wir keine Erweiterungsinvestitionen sondern lediglich Erhaltungsinvestitionen in Höhe der jährlichen Abschreibungen plus ein Inflationspremium eingeplant. Das Unternehmen hat mit den Investitionen in den Jahren 1999 bis 2001 die Basis für das EBIT-Wachstum geschaffen und wird davon in den Folgejahren 2001 bis 2005 entsprechend profitieren.

Geplantes Wachstum mit derzeitiger Produktionskapazität realisierbar



Wir gehen mit zunehmendem Reifegrad der Industrie von einem steigenden Preisdruck in allen Segmenten aus. Durch den daraus resultierenden Margenrückgang und die Verschiebung des Produktmixes hin zu höhermargigen Produkten verringert sich die Gesamtmenge des Unternehmens leicht (2001e: 49,6% zu 2005e: 46,4%). In unserem Prognosemodell haben wir über den beschriebenen Preis- und Margenrückgang den zunehmenden Wettbewerb sowie die Möglichkeit von Substitutionsprodukten berücksichtigt. Wir unterstellen einen prozentual konstanten Vertriebskostenanteil (vom Umsatz) von etwa 10%. Beim Verwaltungskostenanteil erwarten wir dieses Jahr rund 23% und 2002e etwa 21%. In den Folgejahren rechnen wir - bedingt durch die Skaleneffekte - mit einem Rückgang des prozentualen Anteils der Verwaltungskosten auf circa 14% in 2005e. Daraus und aus dem Wegfall der Goodwill-Afa resultiert der Anstieg der EBIT-Marge von 17% in 2001 auf etwa 20% in 2005.

Nach dem Statement Nr. 142 des Financial Accounting Standards Board (FASB) fällt ab dem nächsten Geschäftsjahr für die Unternehmen, die nach US-GAAP bilanzieren, die Abschreibung für Goodwill und andere immaterielle Vermögensgegenstände mit unbefristeter Lebensdauer weg. Für Eckert & Ziegler fallen damit nach unserer Schätzung buchhalterische Belastungen in Höhe von rund 660 T Euro weg. Dies führt zur Erhöhung der EPS-Reihe ab dem Jahr 2002 um 0,20 Euro pro Jahr.

Rückgang der Verwaltungskosten bis 2005e und leichter Rückgang der Bruttomarge

Wegfall der Goodwill-Afa erhöht EPS um 0,2 Euro p.a.

Goodwill Afa				
	2002	2003	2004	2005
Aktivierter Goodwill IPL-Akquisition (T Euro)	688	688	688	688
Aktivierter Goodwill DuPont-Akquisition (T Euro)	8.011	8.011	8.011	8.011
Wegfallende Goodwill Abschreibungen (T Euro)	565	565	565	565
Wegfallende Abschreibungen für immaterielle Vermögensgegenstände (T EURO)	100	100	100	100
Anzahl Aktien (tausend Stück)	3.250	3.250	3.250	3.250
Auswirkung auf die EPS-Reihe	0,20	0,20	0,20	0,20
Quelle: DZ BANK				

Für den Zeitraum 2000 bis 2005e erwarten wir ein jährliches Wachstum der EPS von etwa 40%, von 0,40 Euro in 2000 auf 2,17 Euro in 2005e. Im Verhältnis zum Umsatz (CAGR 2000-2005e: 20%) wächst das Ergebnis damit deutlich überproportional. In der EPS-Reihe sind ab dem Jahr 2002 die wegfallenden Abschreibungen auf den Goodwill und andere Immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von 0,20 Euro je Aktie und Jahr nicht enthalten.

EPS-CAGR von 2000 bis 2005e bei etwa 40%

Anhang

Gewinn- und Verlustrechnung

Tsd. Euro	2000	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Umsatzerlöse	23.614,0	32.032,4	37.243,0	42.878,9	50.390,7	57.846,5
% ggü. Vorjahr	137%	36%	16%	15%	18%	15%
Herstellungskosten	-14.243,0	-16.164,4	-18.160,2	-21.885,6	-26.199,5	-30.996,6
Bruttoergebnis	9.371,0	15.868,0	19.082,8	20.993,3	24.191,2	26.850,0
% ggü. Vorjahr	100%	69%	20%	10%	15%	11%
Vertriebskosten	-1.240,0	-3.523,6	-3.724,3	-4.287,9	-5.039,1	-5.784,7
Verwaltungskosten	-5.826,0	-7.367,4	-7.821,0	-8.018,4	-8.062,5	-7.809,3
F&E-Aufwand	-423,0	-1.281,3	-1.117,3	-857,6	-1.007,8	-1.156,9
Sonstige betr. Aufw./Ertr.	166,0	864,9	-223,5	-257,3	-302,3	-347,1
Betriebsergebnis (EBIT)	2.048,0	4.560,6	6.196,7	7.572,2	9.779,5	11.752,0
% ggü. Vorjahr	182%	123%	36%	22%	29%	20%
Zinssaldo	462,0	-58,1	19,4	140,6	321,4	563,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	2.510,0	4.502,5	6.216,1	7.712,8	10.100,9	12.315,3
% ggü. Vorjahr	704%	79%	38%	24%	31%	22%
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	2.510,0	4.502,5	6.216,1	7.712,8	10.100,9	12.315,3
% ggü. Vorjahr	704%	79%	38%	24%	31%	22%
Ertragsteuern	-1.257,0	-2.136,3	-2.698,7	-3.329,6	-4.342,1	-5.279,0
Steuerquote	50%	47%	43%	43%	43%	43%
Ergebnis nach Steuern	1.253,0	2.366,2	3.517,5	4.383,2	5.758,8	7.036,3
% ggü. Vorjahr	440%	89%	49%	25%	31%	22%
Gewinn-/Verlustanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	1.253,0	2.366,2	3.517,5	4.383,2	5.758,8	7.036,3
Bereinigtes Ergebnis nach Anteilen Dritter	1.253,0	2.366,2	3.517,5	4.383,2	5.758,8	7.036,3
Dschn. Anzahl Aktien, voll verwässert (Mio Stück)	3,146	3,250	3,250	3,250	3,250	3,250
Ergebnis je Aktie, voll verwässert	0,40	0,73	1,08	1,35	1,77	2,17
Nachrichtlich						
Abschreibungen/Amortisation	2.921,0	3.745,5	2.836,3	3.370,7	3.604,9	3.878,4
EBITDA	4.969,0	8.306,0	9.033,0	10.942,9	13.384,4	15.630,4

Quelle: Eckert & Ziegler AG und DZ BANK Schätzung

Bilanz

US-GAAP - in Tausend Euro	2000	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	14.434,0	14.288,5	14.527,7	14.739,8	14.750,6	14.760,2
(davon Goodwill)	9.500,0	8.935,0	8.935,0	8.935,0	8.935,0	8.935,0
Sachanlagen	18.636,0	19.231,0	19.205,6	18.772,8	18.807,1	17.569,1
Finanzanlagen	644,0	644,0	644,0	644,0	644,0	644,0
Sonstiges Anlagevermögen	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0
Anlagevermögen	33.980,0	34.429,5	34.643,3	34.422,6	34.467,7	33.239,3
% ggü. Vorjahr	143%	1%	1%	-1%	0%	-4%
Vorräte	3.154,0	4.164,2	4.469,2	4.716,7	5.039,1	5.784,7
Forderungen aus L/L	5.102,0	6.406,5	7.448,6	8.575,8	10.078,1	11.569,3
Liquide Mittel/Wertp. d. Umlaufverm.	7.221,0	8.495,4	10.312,5	14.174,9	18.973,9	25.888,9
Sonstiges Umlaufvermögen	1.041,0	1.038,0	1.038,0	1.038,0	1.038,0	1.038,0
Umlaufvermögen	16.518,0	20.104,1	23.268,3	28.505,4	35.129,1	44.280,8
% ggü. Vorjahr	45%	22%	16%	23%	23%	26%
Bilanzsumme	50.498,0	54.533,6	57.911,5	62.928,0	69.596,8	77.520,1
% ggü. Vorjahr	99%	8%	6%	9%	11%	11%
PASSIVA						
Gezeichnetes Kapital	3.250,0	3.250,0	3.250,0	3.250,0	3.250,0	3.250,0
Rücklagen	26.926,0	28.121,0	30.487,2	34.004,6	38.387,8	44.146,6
Sonstiges Eigenkapital	2.097,0	3.268,2	4.419,5	5.285,2	6.660,8	7.938,3
Eigenkapital	32.273,0	34.639,2	38.156,6	42.539,8	48.298,6	55.334,9
% ggü. Vorjahr	145%	7%	10%	11%	14%	15%
Eigenkapitalanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% ggü. Vorjahr						
Pensionsrückstellungen	86,0	82,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Sonstige Rückstellungen	2.887,0	2.950,2	3.121,6	3.271,3	3.510,1	3.731,5
Verzinsliche Verbindlichkeiten	4.940,0	4.690,0	4.610,0	4.530,0	4.450,0	4.370,0
Verbindlichkeiten aus L/L	1.914,0	2.882,9	3.351,9	3.859,1	4.535,2	5.206,2
Sonstiges Fremdkapital	8.398,0	9.289,3	8.591,4	8.647,8	8.722,9	8.797,5
Fremdkapital	18.225,0	19.894,5	19.754,9	20.388,2	21.298,2	22.185,2
% ggü. Vorjahr	49%	9%	-1%	3%	4%	4%
Bilanzsumme	50.498,0	54.533,6	57.911,5	62.928,0	69.596,8	77.520,1
% ggü. Vorjahr	99%	8%	6%	9%	11%	11%

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Eckert & Ziegler AG und DZ BANK Schätzung

Kapitalflussrechnung

Tausend Euro	2000	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1.253,0	2.366,2	3.517,5	4.383,2	5.758,8	7.036,3
Ab-/Zuschreibungen im Anlagevermögen	2.921,0	3.745,5	2.836,3	3.370,7	3.604,9	3.878,4
Zunahme/Abnahme Rückstellungen	1.696,0	59,2	169,4	149,7	238,8	221,4
Sonstige Posten	-18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-3.930,0	-1.239,4	-826,0	-811,1	-1.073,6	-1.491,2
Veränderung übriges Umlaufvermögen	4.344,0	955,0	-750,0	0,0	0,0	0,0
CF aus laufender Geschäftstätigkeit	6.266,0	5.886,4	4.947,1	7.092,4	8.528,9	9.645,0
Erlöse Abgang Anlagevermögen	371,0					
Investit. in Sachanlagen und imm. Vggst.	-23.339,0	-4.195,0	-3.050,0	-3.150,0	-3.650,0	-2.650,0
Investitionen in Finanzanlagen	116,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF aus der Investitionstätigkeit	-22.852,0	-4.195,0	-3.050,0	-3.150,0	-3.650,0	-2.650,0
Mittelzu-/abfluss aus EK-Maßnahmen	17.290,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung für Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelzu-/abfluss aus FK-Maßnahmen	1.460,0	-250,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0
CF aus der Finanzierungstätigkeit	18.750,0	-250,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0
Sonstige Veränd. liquider Mittel	220,0					
Veränd. Bestand liquider Mittel	2.384,0	1.441,4	1.817,1	3.862,4	4.798,9	6.915,0

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Eckert & Ziegler AG und DZ BANK Schätzung

Kennzahlenübersicht

Euro	2000	2001e	2002e	2003e	2004e	2005e
GuV-Kennzahlen						
Gesamtleistung / Umsatzerlöse (in Mio)	23,6	32,0	37,2	42,9	50,4	57,8
EBITDA-Rendite	21,0%	25,9%	24,3%	25,5%	26,6%	27,0%
EBIT-Rendite	8,7%	14,2%	16,6%	17,7%	19,4%	20,3%
EBT-Rendite	10,6%	14,1%	16,7%	18,0%	20,0%	21,3%
Nettorendite	5,3%	7,4%	9,4%	10,2%	11,4%	12,2%
Investitionsquote	63,0%	13,1%	8,2%	7,3%	7,2%	4,6%
F&E-Quote	1,8%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Verwalt. u. Vertriebskosten / Umsatz	29,9%	34,0%	31,0%	28,7%	26,0%	23,5%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl. (Umsatz)	-0,7%	-2,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Finanzergebnis / Gesamtl. (Umsatz)	2,0%	-0,2%	0,1%	0,3%	0,6%	1,0%
Dschn. Umsatz-Wachstum nächste 5 J.	19,6%	14,4%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	40,3%	26,2%				
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,9%	6,8%	9,2%	10,3%	11,9%	12,7%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	6,3%	13,7%	17,7%	21,3%	26,6%	31,8%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	63,9%	63,5%	65,9%	67,6%	69,4%	71,4%
Gearing (%) / Net cash (Mio)	2,6	4,1	6,0	9,9	14,8	21,8
Anlagendeckungsgrad	117,6%	124,5%	131,5%	145,0%	161,4%	188,5%
Liquidität (Quick Ratio)	116,7%	127,1%	142,7%	172,3%	204,2%	246,1%
Forderungen / Gesamtl. (Umsatz)	21,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Investitionen / Abschreibungen	581,5%	131,9%	107,5%	93,5%	101,3%	68,3%
Working Capital-Quote	26,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	20,0%
Kennziffern je Aktie						
Ergebnis je Aktie	0,40	0,73	1,08	1,35	1,77	2,17
Ergebnis je Aktie, voll verwässert	0,40	0,73	1,08	1,35	1,77	2,17
Ergebnis je Aktie, voll verwässert, mit Goodwill-Afa	0,40	0,73	0,88	1,15	1,57	1,97
Cash Earnings je Aktie	1,46	1,88	1,95	2,39	2,88	3,36
Cash Earnings je Aktie, voll verw.	1,46	1,88	1,95	2,39	2,88	3,36
Buchwert je Aktie	10,26	10,66	11,74	13,09	14,86	17,03
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value/Umsatz	7,0	1,3	1,1	0,8	0,6	0,4
Enterprise Value/EBITDA	33,5	5,0	4,3	3,2	2,3	1,5
Enterprise Value/EBDIT	36,1	5,3	4,3	3,2	2,3	1,5
Enterprise Value/EBIT	81,3	9,0	6,3	4,7	3,1	2,0
Kurs-Gewinn-Verhältnis StA	130,8	19,2	12,9	10,4	7,9	6,5
Kurs-Cash-Earnings-Verhältnis StA	35,8	7,4	7,2	5,9	4,9	4,2
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,18	0,07	0,07	0,06	0,04	0,03
PEG-Ratio StA		0,48	0,49			

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Eckert & Ziegler AG und DZ BANK Schätzung

Glossar

Aderhautmelanom	Häufigster, bösartiger Tumor des Auges, überwiegend im höheren Lebensalter auftretend
Androgensuppression	Unterdrückung der Ausschüttung oder Wirkung männlicher Geschlechtshormone (insbesondere Testosteron)
Angioplastie	Verfahren zur Beseitigung von Gefäßengstellen im arteriellen System. Als so genannte PTCA zur Aufdehnung von verengten Herzkranzgefäßen angewendet
Antikörper	Spezifische Eiweißkörper, die der Abwehr von Krankheitserregern und Zerstörung von Tumorzellen dienen
Audiometer	Gerät zur elektroakustischen Prüfung der Gehörfunktion
Augenapplikator	Anatomisch geformte Strahlenquelle zur Strahlentherapie von Augentumoren
Ballondilatation	Aufdehnung/Erweiterung von Gefäßengstellen mittels eines in das Gefäß eingebrachten aufblasbaren Ballons
Biopsie	Entnahme einer Gewebeprobe
Brachytherapie	Kontakttherapie, meist als radioaktive Bestrahlung mit minimaler Distanz zwischen Strahlenquelle und zu bestrahlendem Gewebe
De novo	Neu, primär aufgetreten
Dermatologie	Fachgebiet der Medizin, das sich mit Erkrankungen der Haut und Schleimhäute befasst
Gammakamera	Apparat zur bildgebenden Diagnostik in der Nuklearmedizin. Einsatz bei Szintigraphien
Gynäkologie	Frauenheilkunde
Herzkranzgefäße	Kranzartig angeordnete Gefäße zur Versorgung des Herzmuskels mit Sauerstoff und Nährstoffen
Implantate	Natürliche oder künstliche Teile zur Einbringung in den Körper (hier synonym mit Seeds verwendet)
Implantation	Einbringen oder Einpflanzen von körperfremden Materialien in den Organismus
Insufflator	Gerät zum Einblasen von Gasen in Körperhöhlen
Interstitiell	Im Zwischengewebe (Interstitium) liegend
Interventionell	Eingreifend, die Ausschaltung krankhafter Faktoren betreffend
Intrakoronar	Im Herzkranzgefäß befindlich
Isotop	Atomart eines chemischen Elements mit gleicher Ordnungszahl aber abweichender Massenzahl. Isotope können stabil sein oder unter Aussendung ionisierender Strahlung zerfallen (radioaktive Isotope)
Kalibration	Abgleich von Messinstrumenten mit vorgegeben Standards
Kardiologie	Teilgebiet der Inneren Medizin, das sich mit den Ursachen, Auswirkungen und Behandlungsmöglichkeiten von Herzerkrankungen beschäftigt

Glossar

Kardiovaskulär	Das Herz- und Gefäßsystem betreffend
Karzinom	Vom Oberflächengewebe ausgehender bösartiger Tumor
Katheter	Schlauchförmiges Instrument zum Einführen in Gefäße oder Körperhöhlen
Koronar-	Die Herzkranzgefäße betreffend
Linearbeschleuniger	Teilchenbeschleuniger zur Erzeugung hochenergetischer Elektronen und Gammastrahlung
Malignom	Bösartiger Tumor
Minimal invasiv	Möglichst schonend, wenig belastend
Monoklonal	Von einem einzigen Zellklon ausgehend
Morphologisch	Die äußere Form oder Gestalt betreffend
Myokardinfarkt	Herzinfarkt. Untergang von Herzmuskelgewebe auf Grund einer Mangel durchblutung
Navigationsrobotik	Robotergestützte Technologie zur exakten dreidimensionalen Positionierung von Hilfsmitteln
Nuklearmedizin	Medizinisches Fachgebiet, das sich mit der diagnostischen und therapeutischen Anwendung offener, meist kurzlebiger Radionuklide befasst
Nukleartherapeutika	Heilmittel, welche die Strahlungsaktivität von Radionukliden zu Therapie zwecken nutzen (Vgl. Radiopharmaka)
Onkologie	Medizinisches Fachgebiet, das sich mit der Entstehung und Behandlung von bösartigen Tumoren befasst
Orthopädie	Lehre von den Erkrankungen des Stütz- und Bewegungsapparates
PET-Scanner	Gerät zur Positronenemissionstomographie. Spezielles Aufnahmeverfahren in der Nuklearmedizin
Positioniersystem	Apparatur zur räumlich exakten Einbringung von Implantaten (Vgl. Navigationsrobotik)
Prävalenz	Erkrankungshäufigkeit
Prävention	Vorbeugung
Proliferation	(Verletzungsbedingte) Zellteilung oder Gewebeerneuerung
Promotor	Förderer
Prostata	Vorsteherdrüse. Kastaniengroßes, derbes Organ, welches den Anfangsteil der männlichen Harnröhre umgibt
Prostatektomie	Operative Entfernung der Prostata

Glossar

Radioaktivität	Eigenschaft instabiler Nuklide, spontan unter Umwandlung des Atomkerns Korpuskularstrahlung (Alpha- und Betastrahler) oder elektromagnetische Wellen (Gammastrahler) zu emittieren
Radiobiologie	Wissenschaftliche Fachrichtung, die die Gebiete der Biologie und Strahlenkunde vereint
Radiopharmaka	Arzneimittel, die auf Basis radioaktiver Nuklide ihre Wirkung entfalten
Radiotherapeutika	Siehe Nukleartherapeutika (synonyme Begriffe)
RAVEL(-Studie)	Klinische Studie mit dem Titel „Randomized Double Blind Study with a sirolimus eluting Bx velocity ballonexpandable stent in the treatment of patients with de novo native coronary artery lesions“
Rekonvaleszenz	Genesung
Restenose	Wiederverengung (von zuvor erweiterten Gefäßengstellen)
Retinoblastom	Im Kindes- und seltener im Jugendalter auftretender bösartiger Netzhauttumor
Rezidiv	Rückfall, Wiederauftreten einer Erkrankung
Screening	Suchtest zur Erfassung klinisch symptomloser Krankheitsstadien. Oft als Früherkennungsmethode eingesetzt
Seed	Von englisch Samenkorn. Kleine, radioisotopenhaltige Metallstiftchen zur interstitiellen Strahlentherapie
START(-Studie)	Klinische Studie mit dem Titel „Stents and Radiation Therapy“
Stenose	Angeborene oder erworbene Verengung von Gefäßen oder Hohlorganen
Stent	Scherengitterartige, meist metallische Stütze, die sich nach Implantation selbsttätig ausdehnt und häufig zum Offenhalten geweiteter Gefäßengstellen dient
Strontium 90	Radioisotop, welches Betastrahlung aussendet
Target	Zielstruktur, über welche Therapeutika ihre Wirkung entfalten
Szintigraphie	Bildgebendes nuklearmedizinisches Verfahren, welches meist unter Verwendung von Gammastrahlern zur Funktionsdiagnostik eingesetzt wird
Urologie	Medizinisches Fachgebiet, das sich mit den Erkrankungen der ableitenden Harnwege und des männlichen Genitale beschäftigt
Versus	Lateinisch für „gegen“, „gegenüber“

Quelle: DZ BANK

Finanzkalender NEMAX Medtech & Healthcare

Oktober

22.10.01	BB Medtech	Quartalsbericht Q3/2001
30.10.01	Wavelight	Jahresbericht 2000/01, Analystenkonferenz (München)
31.10.01	Wavelight	Jahresbericht 2000/01, Analystenkonferenz (Frankfurt)
Ende Oktober	Rösch	Jahresbericht (01.08.2000-31.07.2001)

November

06.11.01	Rösch	Analystenkonferenz, Bilanzpressekonferenz
12. – 16.11.01	UMS	Quartalsbericht Q3/2001
13.11.01	Eckert & Ziegler	Quartalsbericht Q3/2001
13.11.01	W.O.M.	Quartalsbericht Q3/2001
13.11.01	Euromed	Quartalsbericht Q3/2001
22.11.01	Biolitec	Quartalsbericht Q1/2001
29.11.01	Biolitec	Hauptversammlung
30.11.01	aap	Quartalsbericht Q3/2001

Dezember

04.12.01	Rösch	Hauptversammlung
14.12.01	Asclepion	Jahresbericht 2000/01, Analystenkonferenz, Bilanzpressekonferenz
20.12.01	Wavelight	Quartalsbericht Q1/2001/02

Januar

16.01.02	Wavelight	Hauptversammlung
30.01.02	BB Medtech	Analystenkonferenz

März

15.03.02	BB Medtech	Jahresbericht 2001
20.03.02	Wavelight	Quartalsbericht Q2/2001/02
27.03.02	Eckert & Ziegler	Jahresbericht 2001
28.03.02	Eckert & Ziegler	Analystenkonferenz
28.03.02	Euromed	Jahresbericht 2001

April

24.04.02	BB Medtech	Quartalsbericht Q1/2002
30.04.02	BB Medtech	Hauptversammlung

Quelle: Unternehmensangaben

Research-Team „Life Science“

Dr. Christa Bähr, CFA	Pharma/Biotechnologie	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 72 42	christa.baehr@dzbank.de
Dr. Jochen Badouin	Healthcare	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 62 74	jochen.badouin@dzbank.de
Christian Englert	Healthcare	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 16 04	christian.englert@dzbank.de
Dr. Patrick Fuchs	Biotechnologie/Healthcare	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 22 48	patrick.fuchs@dzbank.de
Dr. Thomas Höger	Biotechnologie	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 30 67	thomas.hoeger@dzbank.de
Dr. Heinz Müller	Agro/Grüne Biotech/Chemie	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 79 47	heinz.mueller@dzbank.de
Martin Rödiger, CEFA	Chemie/Graue Biotech	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 18 94	martin.roediger@dzbank.de
Dirk Schlamp, CEFA	Biotechnologie	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 36 77	dirk.schlamp@dzbank.de
Oliver Schlüter	Biotechnologie/Pharma	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 16 04	oliver.schlueter@dzbank.de
Peter Spengler, CEFA	Pharma/Healthcare	+ 49 – (0) 69 – 74 47 – 36 94	peter.spengler@dzbank.de

Aktien Sales

Frankfurt, Deutschland	+49-(0)69-7447-6710	patrick.thielmann@dzbank-dip.de
Frankfurt, International	+49-(0)69-7447-6710	alexander.deuss@dzbank-dip.de
New York	+1-212-745-1635	michael.hintz@dzbank.de
Tokio	+81-35473-4855	hschmidt@dzbank.co.jp
Verbund	+49-(0)69-7447-2690	andrea.lenz@dzbank.de

Dieser Bericht (nachstehend als das "Dokument" bezeichnet) ist von der DZ BANK AG erstellt und in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an die Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zur Information übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

Dieses Dokument darf in anderen Rechtsordnungen nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

Alle hierin enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die aus Quellen stammen, welche als zuverlässig betrachtet werden, jedoch übernimmt weder die DZ BANK AG und/oder irgendeine ihrer Konzerngesellschaften und/oder Tochtergesellschaften (nachstehend als DZ BANK-Konzern bezeichnet) irgendwelche Gewährleistungen bezüglich ihrer Genauigkeit. Die hierin enthaltenen Stellungnahmen und Schätzungen stellen unser bestes Urteil zum angegebenen Datum beziehungsweise zu den angegebenen Daten dar und sind freibleibend. Der DZ BANK-Konzern beziehungsweise seine Mitarbeiter sind ebenfalls berechtigt, die hierin genannten Wertpapiere zu besitzen beziehungsweise Positionen mit diesen Wertpapieren aufzubauen und diese zu verkaufen, wann immer sie dies für günstig halten. Darüber hinaus ist der DZ BANK AG -Konzern berechtigt, Bankdienstleistungen und/oder sonstige Beratungsdienstleistungen für Interessenten in Bezug auf die hierin genannten Wertpapiere zu erbringen. DG FINANCIAL MARKETS LLC ist eine Tochter des DZ BANK AG -Konzerns im Mehrheitsbesitz und hat als registrierter Broker-Dealer in den USA die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments nach den geltenden Vorschriften übernommen.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (wie durch das Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) Exemptions) order 1997 abgeändert) oder in Artikel 8 des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) Exemptions) (Nr. 2) order 1995 beschrieben sind.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in Japan oder an Einwohner Japans verteilt werden; es sei denn, der Empfänger ist einer von 49 Adressaten einer Privatplatzierung im Einklang mit den Bedingungen des Wertpapier- und Börsengesetzes und anderen maßgeblichen Vorschriften Japans. Wie in diesem und den nachfolgenden Absätzen verwendet, bedeutet ein Anwohner Japans irgendeine Person, die in Japan ansässig ist und Handelsbüros, die sich in Japan befinden, einschließlich irgendeiner Kapitalgesellschaft oder eines anderen Unternehmens, das gemäß den Gesetzen Japans gegründet wurde.

Dieses Dokument stellt kein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren im Sinne von Abschnitt 5 des US-Wertpapiergesetzes von 1933 (das „Gesetz“) dar; außerdem darf weder dieses Dokument noch irgendein darin enthaltenes Element die Grundlage für einen wie auch immer gearteten Vertrag oder eine Verpflichtung gleich welcher Art bilden noch darf sich darauf in Zusammenhang mit einem wie auch immer gearteten Vertrag oder irgendeiner Verpflichtung berufen werden. Dieses Dokument wurde nur an bestimmte Qualified Institutional Buyers im Sinne von Bestimmung 144a des Gesetzes verteilt und darf nicht an irgendwelche anderen U.S.-amerikanischen Staatsbürger im Sinne der Bestimmungen des Gesetzes verteilt werden.

Die Wertpapiere wurden und werden nicht gemäß den Wertpapier- und Börsengesetzen von Japan registriert und dürfen nicht in direkter oder indirekter Art und Weise in Japan oder einem Anwohner Japans angeboten oder in Japan oder an einen Anwohner Japans verkauft werden, außer gemäß einer Befreiung von den Registrierungsbedingungen des Wertpapier- und Börsengesetzes und anderen diesbezüglichen Gesetzen und Vorschriften Japans und anderweitig in Befolgung dieser Wertpapier- und Börsengesetze und anderer diesbezüglicher Gesetze und Vorschriften Japans.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG erstellt, um Hintergrundinformationen über die Gesellschaft zu liefern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der Gesellschaft durch die DZ BANK AG dar, und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers dieses Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Gesellschaft oder dritter Parteien überein. Die DZ BANK AG ist nicht ermächtigt, irgendwelche Erklärungen oder Zusicherungen im Namen der Gesellschaft oder dritter Parteien zu machen. DZ BANK AG hat nicht alle Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die DZ BANK AG keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die Gesellschaft noch die DZ BANK AG übernehmen eine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung dieses Dokuments verursacht oder mit der Verteilung dieses Dokuments in Zusammenhang stehen. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, die von der Gesellschaft ausgegeben werden, sollte auf der Grundlage eines von der Gesellschaft ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informations-Memorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich.

Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Sie darf nur zu dem im Disclaimer angegebenen Zweck genutzt werden. Zitate sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der DZ BANK AG. Die Vervielfältigung, Verbreitung, Veröffentlichung und Online-Zugänglichmachung der Studie stellt eine zustimmungsbedürftige Nutzungshandlung dar. Insbesondere ist eine Verbreitung im Ausland nur nach Maßgabe des Disclaimers zulässig. Wer die Studie unberechtigt nutzt oder Quellenangabe und Urhebervermerk unterlässt, setzt sich zivilrechtlichen Ansprüchen, insbesondere Schadensersatzansprüchen, aus und kann sich strafbar machen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich.

Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Sie darf nur zu dem im Disclaimer angegebenen Zweck genutzt werden. Zitate sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der DZ BANK AG. Die Vervielfältigung, Verbreitung, Veröffentlichung und Online-Zugänglichmachung der Studie stellt eine zustimmungsbedürftige Nutzungshandlung dar. Insbesondere ist eine Verbreitung im Ausland nur nach Maßgabe des Disclaimers zulässig. Wer die Studie unberechtigt nutzt oder Quellenangabe und Urhebervermerk unterlässt, setzt sich zivilrechtlichen Ansprüchen, insbesondere Schadensersatzansprüchen, aus und kann sich strafbar machen.

This Research Report (hereinafter referred to as the „Document“) is issued by DZ BANK AG and is for distribution in the Federal Republic of Germany only to persons who purchase or sell transferable securities for their own account or for the account of others in the context of their trade, profession or occupation.

This Document is being furnished to you solely for your information and may not be reproduced, redistributed or published in whole or in part, to any other person.

The distribution of this Document in certain jurisdictions may be restricted by law and persons into whose possession this Document comes should inform themselves about, and observe such restrictions.

Any information in this report is based on data obtained from sources considered to be reliable, but no representations or guarantees are made by DZ BANK Group with regard to the accuracy of the data. The opinions and estimates contained herein constitute our best judgment at this date and time, and are subject to change without notice. DZ BANK Group or its employees may also own or build positions or trade in any such securities and derivatives thereon and may also sell them whenever considered appropriate prior to its being made available to its customers. DZ BANK Group may also provide banking or other advisory services to interested parties. DG Financial Markets LLC (a subsidiary of DZ BANK Group) is a registered broker dealer in the U.S. and has accepted responsibility for the distribution of this report under applicable requirements.

This Document is for distribution in the United Kingdom only to persons who are of a kind described in article 11 (3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) order 1996 (as amended by the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) order 1997) or article 8 of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) (No. 2) order 1995.

Neither this Document nor any copy hereof may be taken or distributed directly or into Japan or to any resident of Japan unless the recipient hereof is one of 49 addresses of a private placement in accordance with the securities and exchange laws and other relevant laws of Japan. As used in this and the succeeding paragraphs, a resident of Japan means any person residing in Japan and business offices located in Japan, including any corporation or other entity organized under the laws of Japan.

This document does not constitute an offer to subscribe for or purchase any securities within the meaning of section 5 of the securities act of 1933 (the "act"), and neither this document nor anything contained herein shall form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever. This document has been distributed to certain qualified institutional buyers within the meaning of rule 144A as promulgated under the act only and may not be distributed to any other U.S. person within the meaning of regulation as promulgated under the act.

The Securities have not been, and will not be, registered under the Securities and Exchange Law of Japan and may not, directly or indirectly, be offered or sold in Japan or to a resident of Japan except pursuant to an exemption from the registration requirements of, and otherwise in compliance with, the Securities and Exchange Law, and other relevant laws and regulations of Japan.

This Document has been produced by DZ BANK AG to provide background information about the Company. This Document represents an independent assessment of the Company by DZ BANK AG and any evaluations, opinions, or expectations contained herein are those of the author of this Document as of the date of publication and are subject to change without notice. Such changes may have a material impact on any returns achieved. These evaluations, opinions and expectations do not necessarily comply with those of the Company or third parties. DZ BANK AG is not authorized to make any representations or warranties on behalf of the Company or third parties. DZ BANK AG has not independently verified all the information on which this document is based upon. Accordingly, no representation or warranty, expressed or implied, is made as to the completeness and correctness of the information and opinions contained in this document. Neither the Company nor DZ BANK AG assume any liability for losses which are caused by or related to the distribution of or in connection with this Document. An investment decision regarding any securities issued by the Company should be made on the basis of a prospectus or information memorandum duly authorized by the Company but, in any event, not on the basis of this Document.

By accepting this Document, you agree to be bound by the foregoing limitations.

The rights of the author of this study are protected. The study may only be used for the purpose indicated in the disclaimer. Any quotes must acknowledge the source. Any use beyond what is outlined in the disclaimer requires the written agreement of DZ BANK AG. Copying, distributing, publishing or making this study available online constitutes a use that must have the agreement of DZ BANK AG. Any distribution abroad in particular is only allowed in line with what is described in the disclaimer. Any person using this study without proper authorisation or acknowledging the source and author risks being taken to the civil court and being sued for compensation and could also have to pay a fine.

By accepting this Document, you agree to be bound by the foregoing limitations.

The rights of the author of this study are protected. The study may only be used for the purpose indicated in the disclaimer. Any quotes must acknowledge the source. Any use beyond what is outlined in the disclaimer requires the written agreement of DG BANK. Copying, distributing, publishing or making this study available online constitutes a use that must have the agreement of DG BANK. Any distribution abroad in particular is only allowed in line with what is described in the disclaimer. Any person using this study without proper authorisation or acknowledging the source and author risks being taken to the civil court and being sued for compensation and could also have to pay a fine.

Diese Analyse wurde am 02.10.2001 abgeschlossen. Kurse und Renditen stammen, wenn nicht anders angegeben, vom 01.10.2001.